



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

Noiembrie 2009

Anul V, nr. 18

Serie nouă

ISSN 1582-2923

NOTĂ

*Datele statistice au fost furnizate de Institutul Național de Statistică,
Ministerul Finanțelor Publice,
Ministerul Muncii, Familiei și Protecției Sociale,
Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă,
EUROSTAT, FMI, Departamentul Energiei al SUA
și Banca Națională a României.*

*Unele dintre aceste date au caracter provizoriu,
urmând a fi revizuite în publicațiile ulterioare.*

*Reproducerea publicației este interzisă, iar utilizarea datelor
în diferite lucrări este permisă numai cu indicarea sursei.*

tel.: 021/312.43.75; fax: 021/314.97.52

Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București

Cuvânt înainte

În luna august 2005, Banca Națională a României a adoptat o nouă strategie de politică monetară – țintirea directă a inflației. Un rol esențial în funcționarea acestui regim revine ancorării anticipațiilor inflaționiste la nivelul obiectivului de inflație anunțat de banca centrală și, prin urmare, unei comunicări eficiente cu publicul. Principalul instrument de comunicare este *Raportul asupra inflației*.

Pentru a răspunde acestei cerințe, BNR a revizuit atât structura *Raportului asupra inflației*, cât și periodicitatea publicării (acum trimestrială, în conformitate cu frecvența ciclului de prognoză). Pe lângă informațiile referitoare la evoluțiile economice și monetare și la rațiunile care au stat la baza deciziilor de politică monetară din perioada analizată, raportul trimestrial include proiecția BNR privind evoluția ratei inflației pe un orizont de opt trimestre, incertitudinile și riscurile asociate acesteia, precum și o secțiune de evaluare a acestui context din perspectiva politicii monetare.

Analiza prezentată în *Raportul asupra inflației* se bazează pe cele mai recente informații statistice disponibile la momentul redactării, astfel încât perioadele de referință ale indicatorilor utilizați sunt diferite.

Raportul asupra inflației a fost finalizat în data de 2 noiembrie 2009 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 3 noiembrie 2009.

Toate edițiile acestei publicații sunt disponibile pe suport hârtie și pe website-ul BNR, <http://www.bnro.ro>.

Lista abrevierilor

AIE	Administrația pentru Informații privind Energia (din cadrul Departamentului Energiei al SUA)
AMIGO	ancheta asupra forței de muncă în gospodării
ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BVB	Bursa de Valori București
CD	certIFICATE de depozit
CNP	Comisia Națională de Prognoză
COICOP	clasificarea consumului individual pe destinații
CRB	Centrala Riscurilor Bancare
DAE	dobânda anuală efectivă
EUROSTAT	Oficiul de Statistică al Comunităților Europene
FBCF	formarea brută de capital fix
FED	Sistemul Rezervelor Federale ale SUA
FMI	Fondul Monetar Internațional
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i> (Comisia Federală a Operațiunilor de Piață)
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
IFI	instituții financiare internaționale
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IPPI	indicele prețurilor producției industriale
IVU	indicele valorii unitare
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
MMFPS	Ministerul Muncii, Familiei și Protecției Sociale
OCDE	Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBID	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele atrase de bănci
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
VAB	valoarea adăugată brută
1W	o săptămână
12M	12 luni

Cuprins

I. SINTEZĂ	7
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI	12
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE.....	16
1. Cererea și oferta	16
1.1. Cererea	16
1.2. Oferta	22
2. Piața muncii	23
2.1. Forța de muncă.....	23
2.2. Venituri	24
3. Prețurile de import și prețurile de producție	25
3.1. Prețurile de import	25
3.2. Prețurile de producție	26
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE.....	29
1. Politica monetară.....	29
2. Piețe financiare și evoluții monetare	33
2.1. Ratele dobânzilor	34
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	36
2.3. Moneda și creditul.....	38
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI.....	42
1. Scenariul de bază.....	44
1.1. Perspectivele inflației	44
1.2. Presiuni exogene asupra inflației	46
1.3. Presiuni din partea cererii agregate	48
1.4. Riscuri asociate proiecției	55
2. Evaluarea de politică monetară.....	58

I. SINTEZĂ

Evoluția inflației și cauzele acesteia

În luna septembrie 2009, rata anuală a inflației IPC a coborât la 4,94 la sută, cu 0,92 puncte procentuale sub nivelul atins în luna iunie (5,86 la sută). La menținerea tendinței descendente a inflației prețurilor de consum au contribuit, cu un anumit decalaj, evoluțiile favorabile ale unor factori de natura ofertei și presiunile exercitate de declinul persistent al cererii agregate, pe fondul unei volatilități reduse a cursului de schimb al monedei naționale.

Dinamica ratei inflației a fost influențată favorabil de decelerări semnificative ale creșterilor prețurilor administrate și prețurilor mărfurilor alimentare. În cazul celor din urmă, reducerea ritmului de creștere a fost sensibil mai rapidă în cazul grupei prețurilor volatile, comparativ cu cea înregistrată pentru prețurile produselor alimentare incluse în indicele CORE2. O influență de sens contrar a avut-o dinamica anuală accelerată a prețurilor combustibililor, datorată unui efect de bază care a dominat impactul moderării creșterii prețului internațional al petrolului în cursul trimestrului III.

În perioada iulie-august 2009, pe unele segmente ale pieței muncii au apărut semnale de atenuare a presiunilor inflaționiste ale costurilor salariale agregate, atribuibile mai ales sectorului privat al economiei. O tendință evidentă se manifestă în industrie, unde variația anuală a costurilor unitare cu forța de muncă avansează în teritoriu negativ începând cu luna iunie, deși dinamica agregată a sectorului este rezultatul unor evoluții divergente în structura acestuia.

În trimestrul III, un impact inflaționist semnificativ a fost generat de o nouă majorare (în luna septembrie) a accizelor pentru produsele din tutun, care a contribuit la situarea în continuare a ratei anuale a inflației de bază CORE2 peste cea a inflației totale. Rata inflației CORE2 ajustată, care elimină din calcul prețurile produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice, s-a menținut sub cea a inflației IPC, scăzând la 4,2 la sută, cu 0,6 puncte procentuale sub nivelul din iunie 2009. La aceasta au contribuit în principal presiunile dezinflaționiste exercitate de contracția cererii, în lipsa unor șocuri nefavorabile asupra prețurilor produselor agroalimentare, precum și diminuarea, comparativ cu finele trimestrului precedent, a dinamicii prețurilor importurilor.

Consolidarea cu o anumită întârziere a procesului de dezinflație în condițiile unui deficit de cerere în creștere confirmă persistența unor rigidități structurale ale economiei, ilustrate și de inerția ratelor înalte de creștere a prețurilor de producție pentru piața internă ale bunurilor de consum. Incertitudinile legate de perspectivele relansării economiei, precum și climatul politic volatil care complică semnificativ aplicarea unui program ferm de reforme structurale ar putea contribui la întârzierea eliminării acestor rigidități.

În trimestrul II 2009, continuarea propagării impactului crizei globale asupra economiei naționale a condus la adâncirea declinului activității economice. Rata anuală negativă de creștere a PIB real s-a accentuat comparativ cu trimestrul anterior, până la nivelul de 8,7 la sută, amplificând scăderea PIB real sub nivelul său potențial. Cu toate acestea, ritmul anual al contracției PIB a fost mai redus decât cel anticipat în cadrul runde anterioare de prognoză. În același timp, scăderea PIB a decelerat substanțial în termeni trimestriali comparativ cu trimestrul I.

Contribuția dominantă la dinamica activității economice în trimestrul II a avut-o reducerea puternică a cererii interne. Atât formarea brută de capital fix, cât și consumul final al populației și-au accelerat scăderea anuală comparativ cu trimestrul anterior, reducerea fiind cu deosebire severă în cazul celei dintâi. Con tracția cererii interne s-a datorat comprimării în continuare a resurselor de finanțare aflate la dispoziția populației și corporațiilor, precum și prudenței sporite manifestate de acestea în angajarea de cheltuieli pentru consum și investiții pe fondul persistenței incertitudinii cu privire la fluxurile viitoare ale veniturilor. Similar perioadei anterioare, amplitudinea reducerii PIB real în trimestrul II a fost atenuată de contribuția favorabilă a exportului net. Rata anuală de scădere a încetinit, comparativ cu trimestrul I, atât pentru importuri, cât și pentru exporturi, însă atenuarea declinului a fost semnificativ mai pronunțată în cazul exporturilor. Această evoluție a exporturilor nete a fost favorabilă continuării ajustării deficitului de cont curent.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

Pe data de 4 august 2009, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei dobânzii de politică monetară cu 0,5 puncte procentuale, la 8,5 la sută pe an. Decizia a fost motivată de reconfirmarea perspectivelor consolidării pe termen mediu a dezinflației, în conjuncție cu deteriorarea severă a perspectivelor pe termen scurt ale creșterii economice, relevate de analiza prognozei macroeconomice actualizate și a riscurilor asociate acesteia. În același timp, Consiliul de administrație a hotărât reducerea scadenței operațiunilor repo efectuate prin licitație, de la o lună la o săptămână, măsura vizând creșterea eficacității gestionării de către banca centrală a condițiilor lichidității de pe piața monetară. De asemenea, în scopul îmbunătățirii condițiilor lichidității în valută, precum și al continuării armonizării mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele în materie ale BCE, a fost luată decizia reducerii de la 35 la sută la 30 la sută a ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută cu scadența reziduală mai mică de doi ani ale instituțiilor de credit.

Ulterior deciziei de politică monetară din august, datele statistice au confirmat tendințele anticipate de banca centrală. Rata anuală a inflației și-a continuat scăderea în luna august, iar declinul în termeni anuali al activității economice s-a accelerat puternic în trimestrul II, deși într-o măsură ceva mai redusă decât cea anticipată. Procesul de ajustare a deficitului de cont curent a continuat, contribuind, pe fondul unei diminuări în plan regional, în aceeași perioadă, a aversiunii față de risc a investitorilor, la temperarea volatilității cursului de schimb al monedei naționale.

În cursul trimestrului III, evoluția indicatorilor cu valoare de semnal pentru dinamica activității economice a relevat tendința de persistență a contracției economice. Indicii privind orizontul previzibil al depășirii punctului de minim al creșterii economice au început să apară, însă decelarea unei tendințe certe este încă dificil de identificat, incertitudinea aferentă evaluărilor fiind sporită de consemnarea în această perioadă a primelor semnale de instabilitate în plan politic. În același timp, manifestarea unei persistențe încă ridicată a inflației întârzie ancorarea fermă a anticipațiilor la traiectoria implicată de evoluția majorității factorilor fundamentali.

Având în vedere aceste incertitudini care generează riscuri semnificative asociate evoluțiilor macroeconomice prognozate, în ședința din 29 septembrie 2009 Consiliul de administrație al BNR a reiterat necesitatea menținerii unei conduite prudente și echilibrate a politicii monetare, care să permită consolidarea perspectivelor de convergență a ratei inflației către țintele stabilite pe termen mediu în paralel cu revitalizarea sustenabilă a procesului de creditare la nivelul întregii economii naționale. Ca urmare, Consiliul de administrație a decis reducerea ratei

dobânzii de politică monetară de la 8,5 la 8 la sută pe an, menținerea nivelurilor existente ale rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit și continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar în scopul consolidării canalelor de transmisie ale politicii monetare.

Perspectivile inflației

La sfârșitul trimestrului III al anului 2009, rata anuală a inflației s-a situat cu 0,2 puncte procentuale sub nivelul prognozat în Raportul asupra inflației din luna august. Pentru intervalul de referință al prognozei curente, scenariul de bază prevede un cadru macroeconomic caracterizat de menținerea PIB sub nivelul său potențial până la orizontul proiecției. Cu toate acestea, deficitul de cerere este prevăzut să se restrângă treptat, evoluție condiționată, pe de o parte, de diminuarea anticipată a efectelor propagate ale crizei economice globale, iar pe de altă parte, de încadrarea, pe întregul orizont al proiecției, a mix-ului politicilor macroeconomice în coordonatele stipulate de aranjamentul multilateral de finanțare externă. Ajustarea considerabilă a contului curent al balanței de plăți încă din cursul anului curent diminuează ponderea dezechilibrului extern ca sursă de presiuni asupra cursului de schimb și inflației pe parcursul intervalului de prognoză. Cu condiția ca înrăutățirea percepției investitorilor străini asupra economiei României din perioada recentă să se disipeze relativ rapid și pe măsura revenirii într-o poziție echilibrată a mix-ului politicilor macroeconomice, proiecția prevede, odată cu apropierea de orizontul proiecției, consolidarea treptată a dezinflației concomitent cu relansarea creșterii economice.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2009 la nivelul de 4,5 la sută, cu 0,2 puncte procentuale peste cel prognozat în Raportul asupra inflației din luna august 2009 (4,3 la sută). Pentru sfârșitul anului 2010 se prevede reducerea ratei inflației sub ținta centrală (de 3,5 la sută), la 2,6 la sută, nivel similar celui prognozat anterior.

Revizuirea în sus a prognozei inflației prețurilor de consum pentru sfârșitul anului 2009 se datorează în principal reevaluării repartizării intertrimestriale a efectelor următoarei runde (reprogramate pentru 1 ianuarie 2010) de majorare a accizei la produsele din tutun, care ocupă o pondere semnificativă (4,6 la sută) în coșul de consum al populației. Devansarea termenului de implementare, comparativ cu calendarul avut în vedere în proiecția anterioară, amplifică în trimestrul IV 2009 impactul inflaționist produs de înglobarea parțial anticipată în prețuri a acestei majorări.

Deși este prevăzut să se restrângă treptat începând cu 2010, deficitul de cerere se va menține ca principală sursă de presiuni dezinflaționiste pe întreg intervalul de proiecție. Traectoria prognozată a ratei anuale a inflației IPC se situează ușor peste cea prezentată în Raportul din luna august în prima parte a intervalului de prognoză, coborând însă sub aceasta începând cu trimestrul I 2011. Sensul acestor revizuiuri a fost determinat de reevaluarea în sens nefavorabil a influențelor cumulate ale inflației de bază CORE2 și ale prețurilor administrate în prima parte a orizontului, în timp ce scenariile privind evoluția prețurilor volatile (pentru grupa legume, fructe, ouă și pentru combustibili) prevăd contribuții de sens contrar celor dintâi în cea mai mare parte a intervalului analizat.

În cazul inflației de bază, pe lângă influența menționată a majorării accizelor la produsele din tutun, dezinflația mai lentă decât cea prevăzută anterior în prima parte a intervalului de referință se datorează reevaluării anticipațiilor inflaționiste pe fondul incertitudinilor referitoare la persistența șocurilor adverse de ofertă din perioadele recente. Între acestea se remarcă impactul

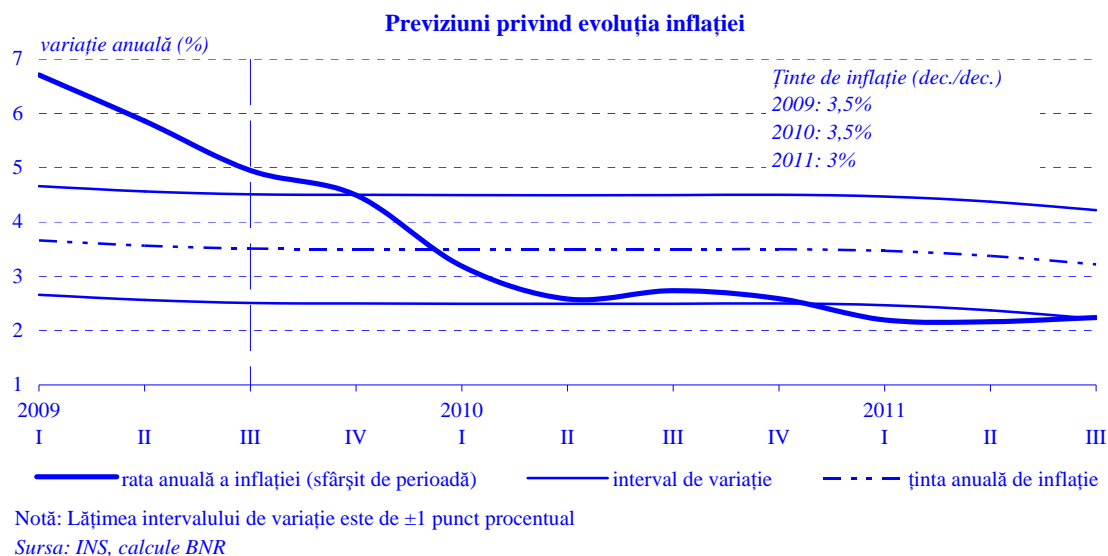
decalat exercitat asupra anticipațiilor de deprecierea puternică a monedei naționale de la sfârșitul anului anterior și din prima parte a celui curent. Pentru a doua parte a intervalului de proiecție se prevede scăderea treptată a inflației CORE2, sub influența predominantă a factorilor asociați evoluției cererii agregate din economie. Aceasta va permite ajustarea descendentă a anticipațiilor inflaționiste către niveluri concordante cu ținta de inflație, stimulând progresul dezinflației.

Prognoza curentă prevede coborârea ratei inflației la limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale în ultimul trimestru al anului 2009 și ulterior plasarea treptată în partea de jos a intervalului până la orizontul proiecției. Conduita politicii monetare va fi în continuare prudentă și echilibrată, urmărind, pe termen scurt, eliminarea ecartului între ratele dobânzilor interbancare și de politică monetară, iar ulterior, ajustarea ansamblului condițiilor monetare reale pentru a asigura atât sustenabilitatea menținerii ratei inflației în interiorul intervalului din jurul țințelor stabilite, cât și susținerea revitalizării procesului de creditare a ansamblului economiei naționale. Atingerea acestor obiective este condiționată în mare măsură de absența unor abateri substanțiale de la ipotezele prognozei privind evoluția mediului extern și coordonatele componentelor mix-ului de politici macroeconomice, altele decât politica monetară.

Analiza riscurilor asociate prognozei curente sugerează că riscurile de abatere în sus a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază apar a fi ceva mai ridicate decât cele ale unei abateri de sens contrar, cu precădere pe termen scurt. Întrucât scenariul de bază este construit pornind de la un set coerent de politici macroeconomice, ale cărui coordonate principale au fost stabilite în contextul aranjamentului multilateral de finanțare externă agreat cu Fondul Monetar Internațional, Uniunea Europeană și alte instituții financiare internaționale, abateri semnificative de la aceste coordonate reprezintă un factor de risc major.

Evaluarea riscurilor este diferită de cea realizată în Raportul precedent asupra inflației, în principal ca urmare a climatului politic instabil de pe parcursul ultimelor săptămâni, care poate genera derapaje ale politicii fiscale și de venituri și poate întârzia adoptarea reformelor structurale necesare. În fapt, evoluțiile bugetare recente și cele anticipate confirmă amplificarea dificultăților de realizare a parametrilor bugetari programați, în privința magnitudinii deficitului, a structurii cheltuielilor și a accesului la surse de finanțare. În lipsa unui program ferm de redresare a derapajelor acumulate anterior, anticiparea consecințelor negative ale unor politici macroeconomice suboptimale ar putea conduce la inflamarea așteptărilor de depreciere a monedei naționale și la efecte induse cu anticipație de acestea asupra cursului de schimb și inflației. Deși balanța riscurilor apare ca fiind ușor dezechilibrată cu precădere în prima parte a orizontului de proiecție, pe termen mediu revenirea anticipată a mix-ului politicilor macroeconomice în zona unei coordonări mai eficiente va face ca balanța riscurilor la adresa inflației și activității economice din scenariul de bază să redevină relativ echilibrată.

Similar rundelor anterioare de prognoză, o sursă importantă de riscuri este incertitudinea asociată evoluției în cadrul intervalului de prognoză a activității economice și a piețelor financiare pe plan internațional. Prin canalul comerțului exterior și prin cel al fluxurilor financiare, sunt posibile deviații de la ipotezele incluse în scenariul de bază, ce ar putea genera abateri ale ratei inflației și ale creșterii economice de la traiectoriile prognozate. *A priori*, riscurile deviațiilor în ambele sensuri sunt considerate a fi echilibrate. La rândul lor, riscurile legate de evoluțiile prețurilor petrolului și ale altor materii prime, ale prețurilor administrate și ale celor volatile ale bunurilor alimentare apar a fi relativ simetric distribuite în raport cu traiectoriile proiectate în scenariul de bază al prognozei curente.

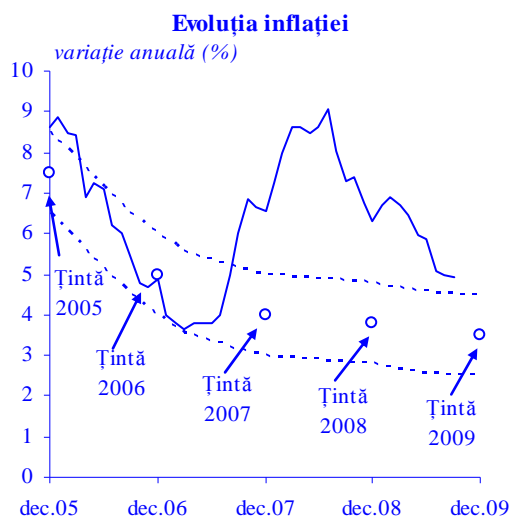


Decizia de politică monetară

În condițiile în care se prefigurează manifestarea, pe termen scurt, a unor presiuni inflaționiste induse de ajustările preconizate ale accizelor începând cu 1 ianuarie 2010, precum și a impactului nefavorabil exercitat asupra anticipațiilor de accentuarea riscurilor legate de politicile fiscală și de venituri în contextul unui climat politic volatil, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 3 noiembrie 2009 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 8 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea fermă a lichidității din sistemul bancar în vederea consolidării transmisiei semnalelor de politică monetară și a revenirii ratelor dobânzilor interbancare în vecinătatea ratei dobânzii de politică monetară, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și respectiv în valută ale instituțiilor de credit. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reafirmat necesitatea ca eforturile continue și susținute ale politicii monetare, îndreptate spre ancorarea într-o manieră eficace a anticipațiilor inflaționiste și contracararea implicită a persistenței inflației de bază, să fie sprijinite prin încadrarea cât mai rapidă a celorlalte componente ale mix-ului de politici macroeconomice și a reformelor structurale pe coordonatele convenite în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat cu FMI, UE și alte instituții financiare internaționale.

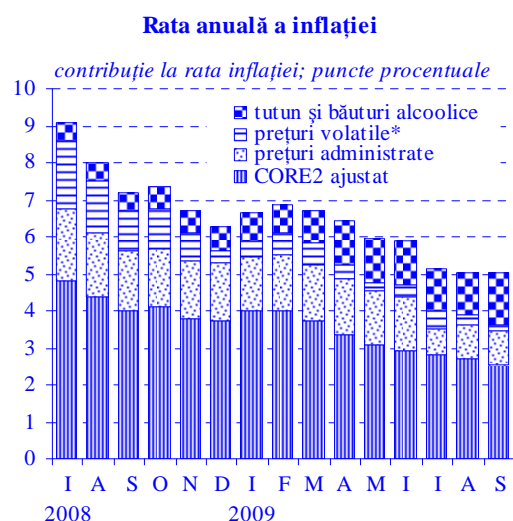
În aceeași ședință, Consiliul de administrație al BNR a stabilit ca ținta de inflație pentru anul 2011 să se situeze la nivelul de 3 la sută, cu un interval de variație de ± 1 punct procentual, în scădere față de 3,5 la sută în anul 2010. Ținta asumată va fi discutată cu guvernul.

II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI



Notă: Lățimea intervalului de variație este de ± 1 punct procentual

Sursa: INS, calcule BNR



*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

Sursa: INS, calcule BNR

În trimestrul III 2009, rata anuală a inflației și-a accentuat tendința descendentă, coborând cu 0,92 puncte procentuale față de finele intervalului precedent, până la 4,94 la sută. Deși factorii de influență decelați în Raportul anterior – evoluție curentă cvasi-stabilă a cursului de schimb și cerere în declin – au continuat să acționeze și în intervalul analizat, dominante au devenit nivelul în general satisfăcător al producției agricole și reducerea impactului prețurilor administrate. Un efect contrar a exercitat și de această dată majorarea accizei aplicate produselor din tutun, ritmul anual de creștere a prețurilor aferent acestei grupe depășind la finele trimestrului 30 la sută. La nivelul CORE2 ajustat, decelerarea a fost mai puțin consistentă (-0,6 puncte procentuale) decât cea înregistrată în trimestrul anterior, impactul dezinflaționist al restrângerii cererii de consum și al ofertei corespunzătoare de produse agroalimentare fiind estompat de manifestarea unor efecte statistice.

După trei trimestre cu evoluție relativ constantă a ratei anuale de creștere, prețurile administrate au devenit în trimestrul III 2009 componenta cu cea mai rapidă decelerare (-3 puncte procentuale). Traiectoria a fost imprimată de grupa „energie”, prin reducerea tarifelor gazelor naturale (cu aproximativ 5,1 la sută în luna iulie) și disiparea efectelor de bază nefavorabile generate, în cazul energiei electrice și al gazelor naturale, de ajustările de tarif operate în iulie 2008; o influență în același sens, dar de mai mică intensitate, a exercitat transportul urban de suprafață (-1,2 puncte procentuale). Pe poziții diametral opuse s-au plasat serviciile comunale, cu un ritm anual în creștere cu 1,7 puncte procentuale, și serviciile de telefonie fixă, care au înregistrat un salt de 10,7 puncte procentuale al dinamicii anuale, rezultat al efectelor statistice manifestate atât la nivelul tarifelor în euro, cât și la nivelul cursului de schimb RON/EUR¹.

O contribuție semnificativă la progresul dezinflației, chiar dacă mai puțin amplă decât în intervalul anterior, a revenit prețurilor volatile, a căror variație anuală s-a atenuat cu încă 1,2 puncte procentuale, ajungând la numai 1 la sută. Spre deosebire de trimestrul precedent, în care combustibilii au fost principalul element de relaxare, de data aceasta centrul de greutate s-a deplasat spre grupa produselor alimentare cu prețuri volatile, unde pierderea

¹ În primul caz, efectul statistic este asociat reducerii tarifelor în euro practicate de Romtelecom pentru anumite servicii în luna august 2008, iar în cel de-al doilea caz, aprecierii monedei naționale pe parcursul trimestrului III 2008, care – în condițiile evoluției stabile din perioada curentă – a condus la accelerarea deprecierei anuale.

de ritm a atins 3 puncte procentuale, în principal datorită impactului pozitiv al producției de legume. În opoziție, dinamica anuală a prețurilor combustibililor s-a majorat cu 1,2 puncte procentuale față de finele trimestrului II (până la 2,4 la sută în septembrie), inversarea de tendință datorându-se însă și în acest caz prezenței unui efect statistic favorabil în perioada de comparație² și nu evoluțiilor curente (variație lunară medie de 0,56 la sută, în scădere de la 0,95 la sută în perioada anterioară, în principal ca urmare a temperaturii creșterii prețului internațional al petrolului).

Grupa produselor din tutun s-a detașat din nou între componentele IPC ca sursă semnificativă de presiune inflaționistă – ritmul anual de creștere a urcat în luna septembrie la 31,5 la sută, cu 5,7 puncte procentuale peste cel atins la sfârșitul trimestrului precedent. Factorul explicativ a rămas modificarea intervenită la nivelul accizelor, prin implementarea celei de-a doua etape de majorare anunțate pentru acest an (cu încă 7 euro/1000 țigarete în luna septembrie). Impactul exercitat de această măsură asupra inflației a fost considerabil, contribuția cumulată în cadrul intervalului analizat ridicându-se la 0,44 puncte procentuale.

Având în vedere persistența distorsiunilor de semnal generate de această măsură fiscală, relevantă pentru analiza inflației de bază rămâne măsura ajustată a CORE2, care a continuat să afișeze ritmuri anuale în scădere comparativ cu finele trimestrului precedent (-0,6 puncte procentuale, până la 4,2 la sută). Grupa mărfurilor alimentare (cu excepția celor cu prețuri volatile) a reprezentat și în trimestrul III principala sursă de dezinflație, rata anuală de creștere atinsă în luna septembrie situându-se cu 1,2 puncte procentuale sub cea din iunie. Ajustarea descendentă s-a realizat însă cu o viteză inferioară celei din trimestrul II pentru majoritatea bunurilor alimentare de bază (cu excepția laptelui și a produselor derivate), odată cu încetarea efectului statistic favorabil care a marcat evoluția inflației începând cu jumătatea anului 2008; fenomenul a fost vizibil mai ales în cazul uleiului comestibil, unde pe parcursul perioadei analizate dinamica în termeni anuali a coborât cu numai 3,4 puncte procentuale comparativ cu o medie de peste 25 puncte procentuale în cadrul trimestrelor cuprinse între iunie 2008 și iunie 2009 (o motivație suplimentară ar putea fi aceea că prețul s-a apropiat de nivelul anterior tensiunilor generate de producția agricolă deficitară din 2007).

O ușoară dezinflație s-a produs și pe segmentul mărfurilor nealimentare incluse în CORE2 ajustat, în condițiile comprimării

Prețuri administrate versus prețuri libere

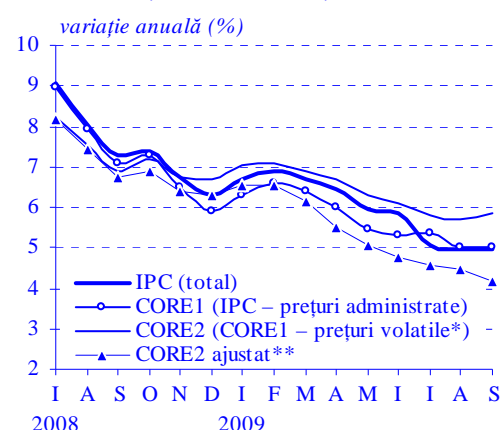
variație anuală (%); sfârșitul perioadei

	2008		2009		
	III	IV	I	II	III
Rata inflației	7,30	6,30	6,71	5,86	4,94
Prețuri administrate*	7,7	7,4	7,8	7,7	4,7
1. Mărfuri nealimentare**:	8,3	7,6	7,6	7,0	0,9
energie electrică	4,5	4,5	4,8	4,8	0,2
energie termică	6,0	10,1	12,0	11,8	11,8
gaze naturale	26,5	22,0	12,5	8,6	-8,4
medicamente	-1,5	-2,5	4,6	5,6	5,7
2. Servicii*, din care:	5,8	6,7	7,9	9,1	13,5
apă, canal, salubritate	12,6	12,6	12,8	14,7	16,3
telefonie fixă	-0,3	2,1	5,7	5,9	16,6
transport de călători pe calea ferată	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
transport urban (de călători)	9,1	8,1	8,0	8,8	7,6
Prețuri libere (CORE1)	7,1	5,9	6,4	5,3	5,0
CORE2**	6,9	6,7	6,9	6,1	5,9
CORE2 exclusiv tutun și băuturi alcoolice	6,7	6,3	6,2	4,8	4,2
tutun și băuturi alcoolice	8,7	11,0	14,9	20,1	24,2

*) calcule BNR; **) CORE1 - prețuri volatile

Sursa: INS, calcule BNR

Inflația totală și inflația de bază

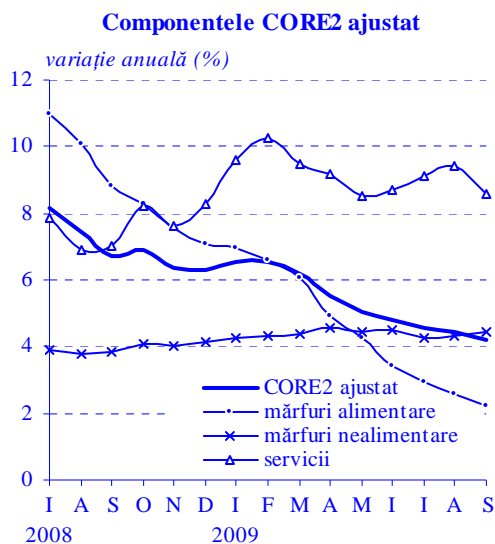


*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

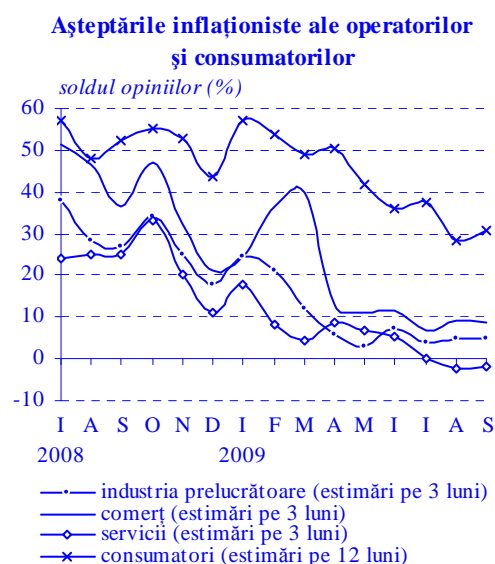
**) se elimină grupele: tutun și băuturi alcoolice

Sursa: INS, calcule BNR

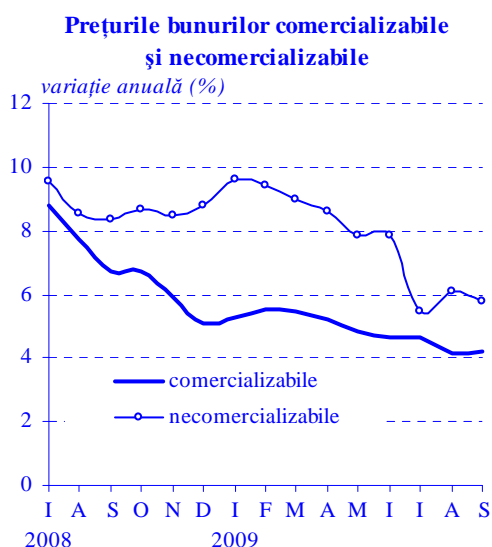
² În trimestrul II 2008, cotațiile petrolului se aflau încă pe trend puternic ascendent.



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: DG ECFIN



Sursa: Eurostat, calcule BNR

progresive a cererii de consum și ale diminuării inflației importate³ – rezultat conjugat al atenuării dinamicii prețurilor externe și al absenței șocurilor din partea cursului de schimb RON/EUR. Evoluția prețurilor de producție pentru piața internă a reprezentat în continuare însă un element de frânare a dezinflației la nivelul prețurilor de consum, ratele anuale de creștere rămânând consistente – aproximativ 10 la sută în cazul bunurilor de folosință îndelungată (și chiar în ușoară creștere față de trimestrul anterior) și respectiv circa 8 la sută în cazul bunurilor de uz curent. Posibilele motivații ale comportamentului rigid al producătorilor de astfel de bunuri constau, pe de o parte, în persistența presiunilor din partea costurilor cu forța de muncă, iar pe de altă parte, în dificultățile de finanțare a activității curente, pe fondul întârzierilor cu care se confruntă operatorii industriali în recuperarea contravalorii mărfurilor.

Deși majoritatea serviciilor libere au înregistrat o încetinire a dinamicii anuale a prețurilor, sub impactul restrângerii cererii, pe ansamblul grupei, rata de creștere atinsă în luna septembrie a fost similară celei din iunie 2009. Explicația rezidă în accelerarea de ritm observată la nivelul serviciilor de telefonie (poziție cu o pondere de circa 29 la sută în totalul grupei), în corelație cu creșterea vitezei de depreciere în termeni anuali a monedei naționale față de euro, în principal ca urmare a efectului de bază indus de aprecierea survenită în trimestrul III 2008.

Spre deosebire de trimestrul precedent, în care anticipațiile inflaționiste s-au înscris pe o traiectorie clar descendentă pe toate segmentele cercetate în sondajul INS-DG ECFIN (consumatori și operatori economici din industrie, comerț, servicii), în perioada iulie-septembrie 2009 tendința s-a aplatizat, oferind astfel un suport mai puțin evident procesului dezinflaționist.

Pe segmentul bunurilor comercializabile, dezinflația consistentă la nivelul mărfurilor alimentare a fost însoțită de o relativă imobilitate a ratelor anuale corespunzătoare mărfurilor nealimentare, dar și de accelerări de dinamică în cazul produselor din tutun și al combustibililor. Astfel, ritmul anual agregat a coborât cu doar 0,5 puncte procentuale pe parcursul trimestrului III 2009, până la 4,2 la sută. Similar intervalului precedent, reducerea ratei anuale de creștere a prețurilor produselor necomercializabile a fost mai pronunțată (2,1 puncte procentuale, până la 5,8 la sută), ca urmare a persistenței efectului inhibitor al cererii și a temperării dinamicii prețurilor administrate.

³ În cazul UE15, prețurile de export au revenit chiar la niveluri comparabile cu cele din perioada similară a anului 2008, rata anuală de creștere plasându-se sub 1 la sută începând din luna iunie 2009.

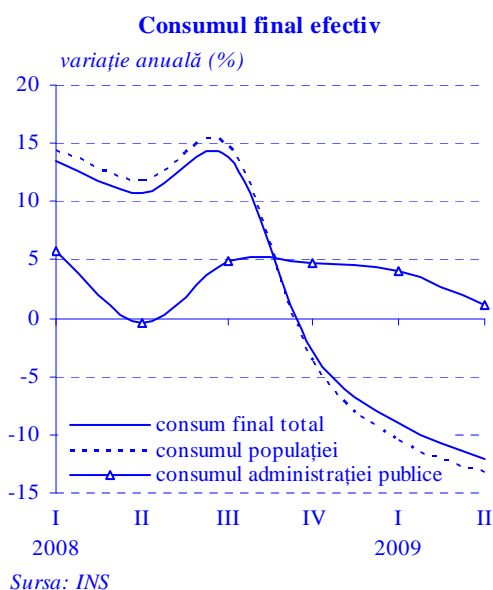
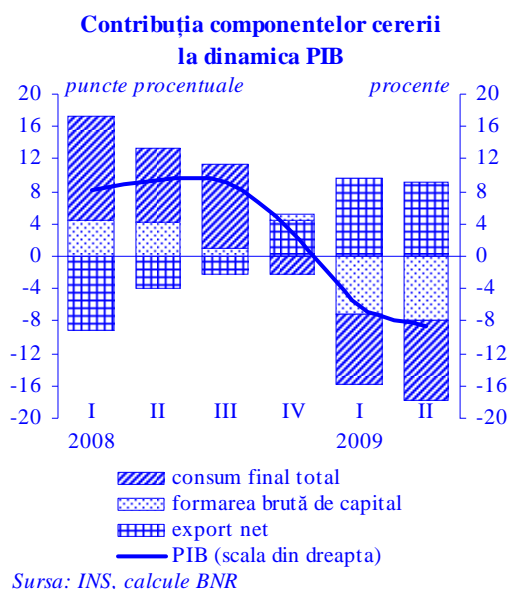
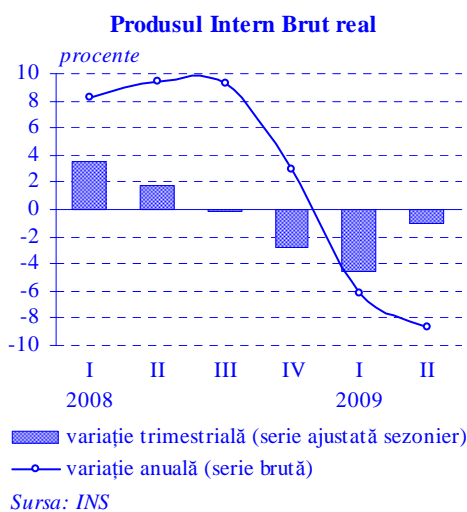
În pofida accelerării dezinflației pe plan intern, ecartul mediei anuale a IAPC în România față de indicatorul similar calculat pentru UE-27 s-a lărgit la 4,8 puncte procentuale în septembrie, de la 4,6 puncte procentuale în iunie 2009, operatorii economici din țările vest-europene dovedind o flexibilitate sporită a politicii de prețuri promovate în contextul actual. Astfel, două dintre statele membre (Irlanda și Portugalia) au înregistrat deflație în termeni anuali, valoarea criteriului de convergență referitor la inflație⁴ fiind determinată prin excluderea lor din grupul de comparație⁵. Raportat la acest nivel de referință, poziția României a rămas nemodificată față de finele trimestrului II 2009 – decalaj de 4,4 puncte procentuale.

În luna septembrie 2009, rata anuală efectivă a inflației a fost inferioară cu 0,2 puncte procentuale proiecției prezentate în Raportul asupra inflației din luna august. Atingerea unor ritmuri anuale de creștere mai mici decât cele prognozate a avut loc atât în cazul prețurilor volatile, cât și în cel al măsurii CORE2 ajustat. Explicațiile rezidă în: (i) supraestimarea creșterilor/subestimarea scăderilor de prețuri în cazul mărfurilor alimentare, atât la componenta cu prețuri volatile (exogenă), cât și la cea inclusă în CORE2 (endogenă) și (ii) coborârea cursului de schimb sub nivelul estimat.

⁴ 1,5 puncte procentuale peste media celor mai performante trei state membre ale UE din punct de vedere al stabilității prețurilor (evaluate pe baza ratei medii anuale a IAPC).

⁵ Deși în Tratatul de la Maastricht nu există referiri explicite la situații de acest tip, modul de calcul adoptat se bazează pe precedentul creat de Raportul de convergență al BCE din anul 2004, când valoarea criteriului a fost stabilită prin eliminarea Lituaniei, care înregistrase deflație în perioada de evaluare.

III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE



1. Cererea și oferta

În trimestrul II 2009 PIB real și-a accelerat declinul, dinamica anuală coborând la -8,7 la sută⁶, cu 2,5 puncte procentuale sub nivelul deja consistent negativ din primele trei luni ale anului. Amplitudinea contracției a fost inferioară proiecției benchmark formulate în luna iunie (-10 la sută). Pe partea cererii, înrăutățirea situației economice a fost atribuită restrângerii absorbției interne, în timp ce din perspectiva ofertei, performanțe în scădere s-au consemnat în toate sectoarele economice.

O dinamică negativă a PIB a fost înregistrată și în termeni trimestriali, dar intensitatea acesteia s-a atenuat sensibil comparativ cu trimestrul I 2009 (până la -1,1 la sută)⁷. Totuși, principalele componente ale cererii interne – consumul final efectiv al gospodăriilor populației și formarea brută de capital fix – au consemnat reduceri de volum (-3,2 la sută și respectiv -13,5 la sută față de trimestrul I) mai pronunțate decât cele din intervalul anterior (cu 2,3 și respectiv 6,4 puncte procentuale).

Un aport semnificativ la temperarea declinului PIB în termeni trimestriali a revenit atenuării sensibile a procesului de absorbție a stocurilor – tendință confirmată de sondajul DG ECFIN, care evidențiază o creștere a stocurilor la comercianți, precum și de declarațiile unor producători, care indică acumulări de stocuri de produse finite, ca urmare a dificultăților întâmpinate în recuperarea contravalorii produselor vândute.

Variația trimestrială a PIB a fost favorabil influențată și de segmentul extern al cererii, inversări de tendință comparativ cu trimestrul anterior înregistrându-se atât în cazul exporturilor de bunuri și servicii (+5 la sută, consecință a revigorării livrărilor intra- și extracomunitare), cât și în cel al importurilor (+3,1 la sută, datorită ameliorării activității industriale).

1.1. Cererea

Accentuarea traiectoriei descrescătoare consemnate de volumul cererii interne în trimestrul II (-15,6 la sută) s-a datorat ajustărilor severe înregistrate atât în cazul consumului final, cât și în cel al acumulărilor de capital. Evoluția a fost însă din nou

⁶ În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum, determinate pe baza seriei brute de conturi naționale.

⁷ Modificările trimestriale sunt calculate pe baza seriei de date ajustate sezonier.

contrabalansată parțial de cererea externă netă, a cărei contribuție pozitivă la dinamica PIB a fost de 9,2 puncte procentuale.

1.1.1. Cererea de consum

Consumul final s-a plasat în continuare pe pantă descendentă (-12 la sută), îngustarea semnificativă a componentei private fiind doar marginal compensată de segmentul guvernamental.

Cererea de consum a populației

Consumul final al populației s-a restrâns cu 13,2 la sută în termeni anuali, evoluție indusă în esență de accentuarea pantei descrescătoare a volumului achizițiilor de bunuri și servicii din rețeaua comercială (-18,5 la sută), în contextul restrângerii resurselor financiare proprii și împrumutate, dar și al deteriorării în continuare a expectațiilor populației privind situația economică și financiară.

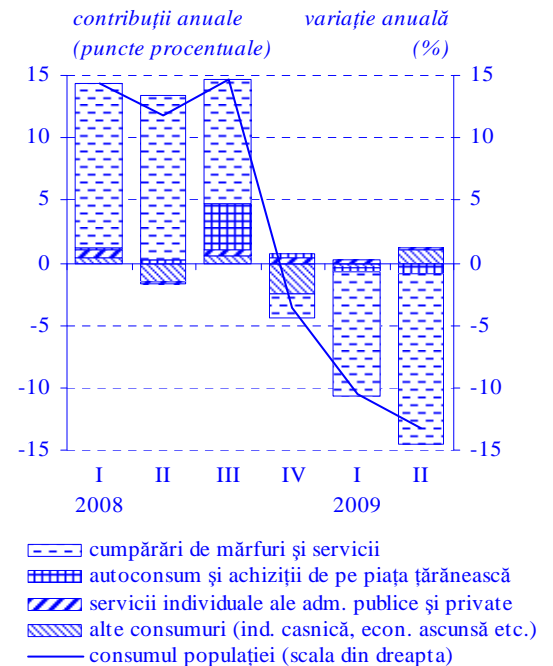
Analiza pe categorii de produse relevă faptul că, deși produsele durabile și carburanții au rămas segmentele cele mai afectate de ajustarea cererii (volumul cifrei de afaceri s-a redus cu circa 33 la sută și respectiv cu 23,5 la sută), remarcabilă pentru această perioadă este inversarea de semn a dinamicii achizițiilor de bunuri de uz curent cu excepția carburanților (de la +3 la sută în intervalul ianuarie-martie la circa -5 la sută), antrenată de achizițiile de produse alimentare și farmaceutice.

Din perspectiva influenței asupra prețurilor de consum, evoluția trimestrială a volumului cifrei de afaceri⁸ în cazul produselor cu reprezentativitate ridicată în coșul de consum – stagnare în cazul produselor alimentare, restrângere în cel al produselor semidurabile – sugerează o atenuare a presiunii exercitate de cerere în trimestrul II.

O contribuție suplimentară la scăderea consumului final privat (mai puțin consistentă însă) a revenit segmentului „autoconsum și achiziții de pe piața țărănească”, a cărui reducere de volum (cu 11,2 la sută în termeni anuali) este corelată cu performanțele inferioare înregistrate de sectorul agricol comparativ cu anul precedent.

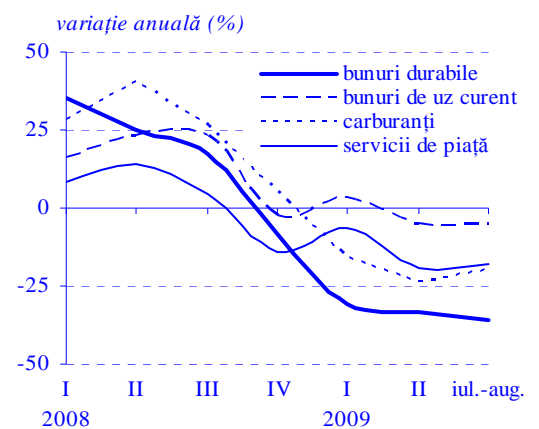
Îngustarea canalelor de finanțare a consumului populației în trimestrul II a fost vizibilă, pe de o parte, în cazul resurselor proprii, venitul disponibil al populației înregistrând o dinamică reală negativă (-6,5 la sută în termeni anuali) – rezultat fără precedent în ultimii 8 ani⁹.

Consumul final al populației pe elemente de cheltuieli



Sursa: INS, calcule BNR

Cumpărări de mărfuri și servicii*



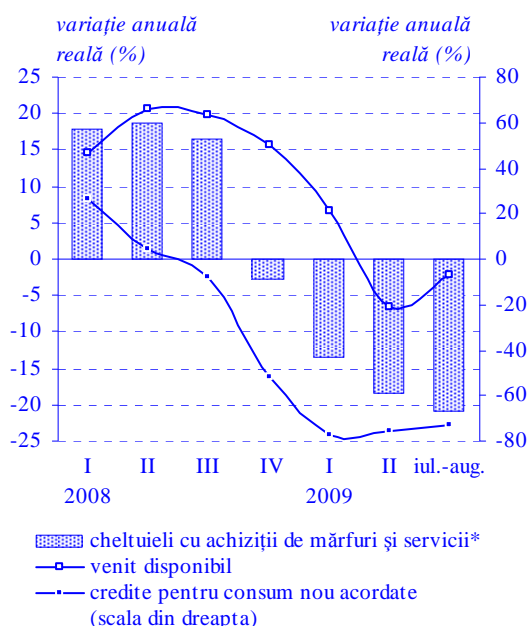
* pe baza datelor privind volumul cifrei de afaceri în comerț și servicii de piață pentru populație

Sursa: INS, calcule BNR

⁸ Date ajustate în funcție de sezonabilitate și de numărul de zile lucrătoare.

⁹ Venitul disponibil al populației este aproximat prin suma dintre veniturile din salarii, transferurile sociale (asigurări sociale de stat, asigurări de șomaj și de sănătate) și transferurile din exterior sub forma remiterilor din munca în străinătate și a transferurilor curente private de la rezidenți.

Consumul populației și principalele surse de finanțare



*) pentru iul.-aug. 2009 s-a utilizat volumul cifrei de afaceri în comerț și servicii de piață

Sursa: INS, MFP, calcule BNR

Pe de altă parte, creditul de consum și-a menținut traiectoria puternic descendentă (volumul împrumuturilor nou acordate în intervalul analizat a reprezentat doar un sfert din cel înregistrat în trimestrul II 2008). Evoluția a fost indusă de prudența manifestată în continuare atât de băncile comerciale, cât și de populație cu privire la contractarea de credite destinate consumului, indicii în acest sens fiind furnizate de nivelul în continuare ridicat al costurilor asociate împrumuturilor pe acest segment, dar și de pesimismul persistent al consumatorilor în legătură cu ameliorarea propriei situații financiare și a activității economice în general.

Perspectivile financiare incerte și nivelul atractiv al dobânzilor bancare au susținut în continuare tendința de reorientare a populației către instrumente de economisire pe termen mai lung, volumul depozitelor la termen nou constituite în intervalul analizat fiind de peste 2 ori mai mare decât cel din perioada corespunzătoare a anului precedent.

Prin prisma piețelor de proveniență, trimestrul II a consemnat continuarea declinului achizițiilor de bunuri de consum atât de pe piața autohtonă, cât și din exterior, traiectorie sugerată de datele privind evoluția volumului cifrei de afaceri pentru producția destinată pieței interne și respectiv a volumului fizic al importurilor¹⁰. În cazul bunurilor de uz curent, ritmul anual de scădere s-a accentuat comparativ cu cel din trimestrul I, ajungând la -18,2 la sută pentru piața internă și la aproximativ -12 la sută pentru import. În privința produselor de folosință îndelungată (excluzând autovehiculele) de fabricație autohtonă, contracția de volum a fost și mai pronunțată (-40,7 la sută), în timp ce bunurile similare de pe piața externă au înregistrat reduceri de 27-32 la sută la majoritatea categoriilor, excepție făcând mașinile și aparatele electrice, unde volumul importurilor a revenit pe un trend ușor crescător (+6 la sută). Deși cu o pantă atenuată, curba descendentă a cererii de autovehicule a rămas deosebit de accentuată pe ambele surse de proveniență (-25,4 la sută pentru piața internă și -65,1 la sută pentru import).

Cererea de consum guvernamental

Consumul final guvernamental și-a încetinit dinamica anuală (până la 1,2 la sută), traiectoria fiind asociată evoluției numărului de salariați din sectorul administrației publice.

¹⁰ Modificările volumului fizic al exporturilor și importurilor de bunuri au fost calculate pe baza datelor din balanța de plăți, deflatate cu indicii valorii unitare în comerțul internațional. Pentru analiza în structură s-a utilizat Nomenclatorul Combinat.

Evoluții bugetare

În condițiile reducerii ritmului anual de creștere a consumului final colectiv efectiv al administrațiilor publice, execuția bugetară din trimestrul II s-a încheiat cu un deficit inferior celui înregistrat în primele trei luni ale anului (6 457 milioane lei, respectiv 1,3 la sută din PIB¹¹, comparativ cu 7 926 milioane lei, respectiv 1,6 la sută din PIB); la rândul lui, deficitul primar s-a redus în această perioadă de la 1,3 la 0,9 la sută din PIB. Prin urmare, la finele primului semestru, bugetul general consolidat a înregistrat un sold negativ de 14 383 milioane lei (2,9 la sută din PIB), compatibil cu plafonul de deficit agreat pentru acest interval cu FMI (14 508 milioane lei).

Veniturile bugetare totale au continuat să înregistreze un ritm anual¹² de creștere negativ, nivelul acestuia (-10,1 la sută) fiind similar celor din ultimele două trimestre. Diminuarea veniturilor a avut din nou la bază în principal dinamica pronunțat negativă a încasărilor din TVA (-19,4 la sută, în ușoară redresare însă față de trimestrul I); acestea i s-a adăugat comprimarea veniturilor nefiscale (al căror ritm anual de variație a scăzut la -26,5 la sută, cu 10,9 puncte procentuale sub cel înregistrat în trimestrul anterior). La reducerea veniturilor bugetare a mai contribuit diminuarea încasărilor din impozitul pe profit (-10 la sută, în relativă ameliorare însă față de declinul accentuat din trimestrul anterior), din contribuțiile sociale (-7 la sută, față de -5,6 la sută în primul trimestru) precum și din impozitul pe salarii și venit (-7,5 la sută, comparativ cu o creștere de 11,4 la sută în primele trei luni ale anului). Aceste evoluții au fost doar în mică măsură compensate de majorarea veniturilor din accize (10,9 la sută, față de -3,3 la sută în primul trimestru), generată de creșterile aplicate începând cu luna aprilie.

În contrast cu evoluția din trimestrul anterior, cheltuielile bugetare totale au înregistrat o decelerare accentuată de ritm, preponderent pe seama ajustării cheltuielilor primare (un ritm de -8,4 la sută, față de 5,7 la sută). Aceasta a fost consecința comprimării sumelor reprezentând alte transferuri (-67,1 la sută, comparativ cu -0,1 la sută în trimestrul anterior) și a dinamicii cheltuielilor de capital (-28 la sută, cu 19 puncte procentuale mai puțin față de trimestrul I), la care s-a adăugat și restrângerea creșterii cheltuielilor cu bunurile și serviciile (-16,8 la sută, față de 1,6 la sută în primul trimestru). În schimb, cheltuielile de personal au continuat să înregistreze un ritm pozitiv de creștere anuală (2,7 la sută, aflat însă în scădere față de cel din trimestrul anterior), iar cele cu asistența socială și-au

¹¹ A fost luat în considerare noul nivel estimat al PIB (497 325 milioane lei) care a stat la baza rectificării bugetare din 29 august 2009.

¹² În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmul anual de creștere exprimat în termeni reali.

mărit chiar dinamica anuală la 16,3 la sută (de la 13,6 la sută în primul trimestru), inclusiv ca urmare a majorării punctului de pensie cu 3 la sută și a introducerii din aprilie a pensiei sociale minime garantate.

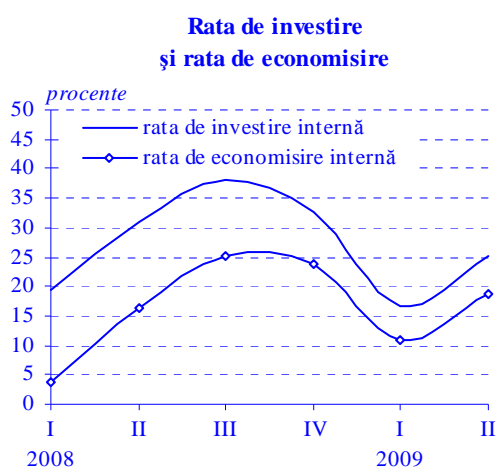
În contextul amplificării declinului activității economice și al revizuirii în sens descendent a nivelului nominal prognozat al PIB, în august a fost operată a doua rectificare bugetară¹³, în urma căreia veniturile totale ale bugetului general consolidat au fost diminuate cu circa 3,5 la sută din PIB (principalele ajustări fiind operate la nivelul contribuțiilor de asigurări sociale, veniturilor nefiscale și TVA); la rândul lor, cheltuielile totale au fost reduse cu circa 1,1 la sută din PIB, ținta de deficit pentru anul curent fiind astfel majorată la 7,34 la sută din PIB.

1.1.2. Acumularea de capital

În trimestrul II, formarea brută de capital a reprezentat doar trei pătrimi din nivelul înregistrat în perioada similară a anului 2008, rezultatul datorându-se accentuării tendinței descrescătoare a investițiilor (-25,6 la sută), în timp ce influența variației stocurilor a fost marginală. Aportul decisiv a revenit ajustării puternice a cheltuielilor de re tehnologizare, relevată de scăderea cu 52,7 la sută a investițiilor în utilaje (inclusiv mijloace de transport achiziționate de companii și instituții). O influență în același sens, dar de intensitate mai scăzută, a fost indusă și de restrângerea substanțială a activității de construcții, în condițiile în care volumul lucrărilor de reparații capitale s-a comprimat cu peste 27 la sută, iar cel al construcțiilor de clădiri noi și-a inversat trendul (-9,2 la sută în trimestrul II).

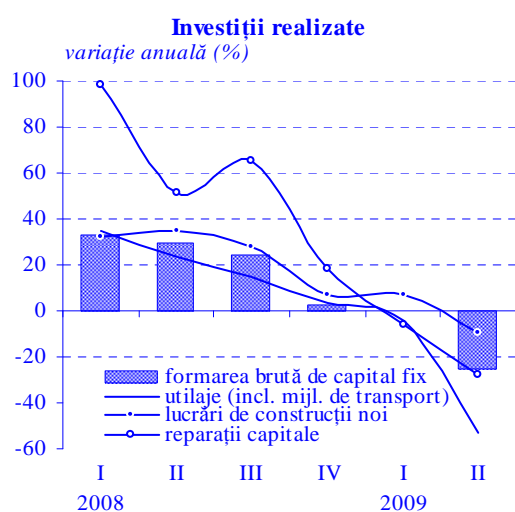
La nivelul modalităților de finanțare a proiectelor de investiții, reduceri de volum au fost consemnate pe toate canalele interne:

- (i) surse proprii, având în vedere dinamica negativă a venitului disponibil al populației și pierderile înregistrate de sectorul corporatist în ultima perioadă;
- (ii) fonduri bugetare, cheltuielile de capital efectuate în trimestrul II diminuându-se cu circa 28 la sută în termeni reali;
- (iii) fonduri împrumutate, în condițiile în care estimările privind volumul creditelor nou acordate în trimestrul II pentru achiziționare de echipamente și pentru proiecte imobiliare indică scăderi cu 70-80 la sută față trimestrul II 2008¹⁴, iar piața de *leasing* (deținută, în proporție de circa 90 la sută de



Notă: Rata de investire internă este calculată ca raport între formarea brută de capital și PIB, iar rata de economisire internă este calculată ca diferență între PIB și consum final, raportată la PIB.

Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS

¹³ Ordonanțele Guvernului nr. 19 și 20 din 29.08.2009 cu privire la rectificarea bugetului de stat și respectiv a bugetului asigurărilor sociale de stat pe anul 2009.

¹⁴ Calcule pe baza datelor furnizate de Centrala Riscurilor Bancare, fluxul aferent unui trimestru fiind aproximat ca diferență între soldul la sfârșitul și cel înregistrat la începutul perioadei respective.

sectorul corporatist) a consemnat ajustări severe în prima jumătate a anului curent, îndeosebi pe segmentele „auto” și „echipamente” (valoarea în euro a contractelor încheiate s-a redus cu 76 la sută și respectiv 82 la sută).

Traectorii descrescătoare au fost observate și în cazul intrărilor de capital din străinătate¹⁵ – fluxurile nete sub forma investițiilor străine directe s-au diminuat cu aproape 20 la sută, evoluție atribuită tuturor componentelor (participații la capital, profituri reinvestite și credite intra-grup), în timp ce împrumuturile externe pe termen mediu și lung contractate de sectorul neguvernamental nebanca în ultimele patru trimestre și-au majorat de 4 ori viteza de scădere (până la -46 la sută).

Contractia acumulărilor de capital în trimestrul II a generat accentuarea declinului pieței autohtone de profil – volumul cifrei de afaceri pentru producția destinată pieței interne s-a situat cu 28,8 la sută sub nivelul din anul precedent –, dar și al importurilor, confruntate cu o reducere de peste 60 la sută a volumului fizic¹⁰.

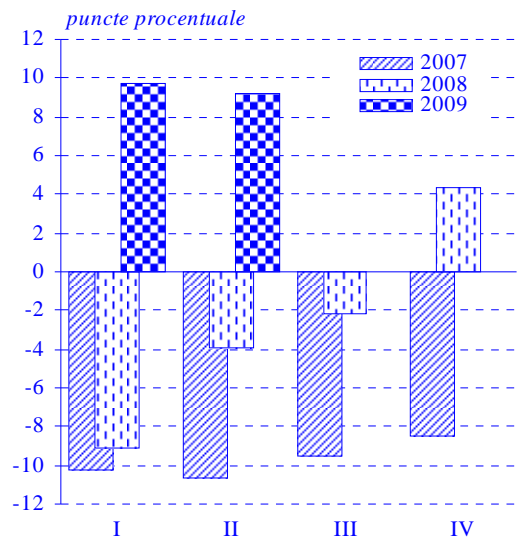
1.1.3. Cererea externă netă

Similar intervalului anterior, datele provizorii de conturi naționale relevă scăderi semnificative la nivelul ambelor categorii de tranzacții externe cu bunuri și servicii. Astfel, exporturile și-au restrâns volumul cu 12,2 la sută, pe fondul menținerii pe trend descendent (dar cu o pantă mai redusă) a cererii partenerilor comerciali. La diminuarea importurilor au contribuit restrângerea absorbției interne, reducerea necesarului de bunuri intermediare pentru fabricarea produselor destinate exportului și nivelul mai depreciat al monedei naționale comparativ cu perioada similară din anul 2008. În aceste condiții, contractia de volum (-26,9 la sută) a fost de peste două ori mai pronunțată decât în cazul vânzărilor pe piața externă, acest rezultat constituind, de fapt, singurul canal de atenuare a regresului PIB real.

Restrângeri de volum, de intensitate comparabilă celor menționate anterior, au fost obținute și în urma deflatații celor două componente ale balanței comerciale cu indicele valorii unitare în comerțul internațional.

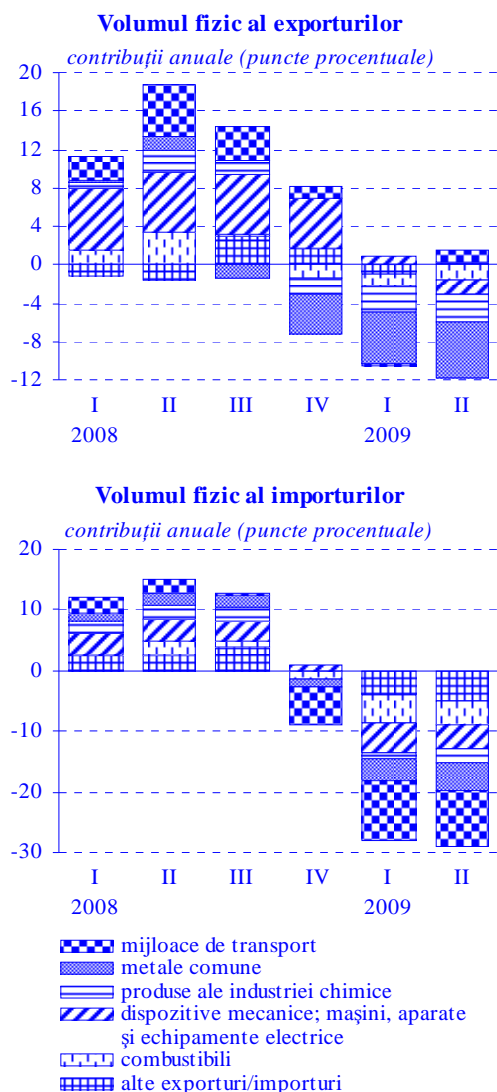
În cazul exporturilor, traiectoria a fost imprimată în principal de următoarele grupe de produse: metale comune, produse ale industriei chimice, combustibili și materiale textile, care au consemnat reduceri cuprinse între 17 la sută și 40 la sută față de trimestrul II 2008. În sens contrar a acționat creșterea în continuare a livrărilor de produse vegetale și animale, bunuri alimentare și

**Contribuția cererii externe nete
la dinamica PIB**

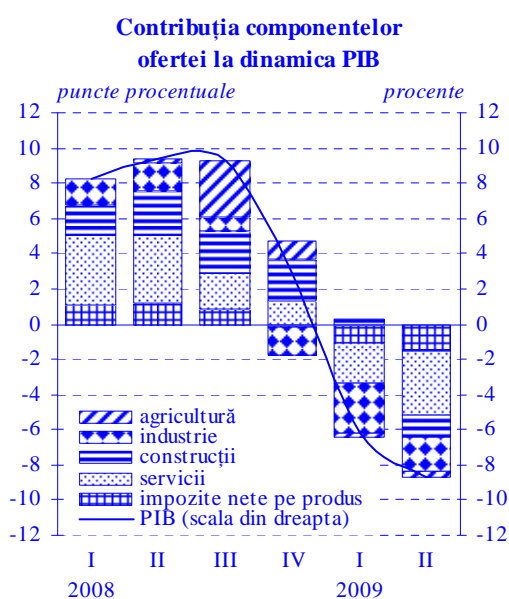


Sursa: INS, calcule BNR

¹⁵ Calcule pe baza datelor din balanța de plăți; ritmuri medii pe ultimele patru trimestre (*rolling basis*).



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

mașini, aparate și echipamente electrice. O contribuție pozitivă suplimentară a venit revigorării cererii externe de „mijloace de transport”, îndeosebi ca urmare a derulării unor programe naționale de reînnoire a parcurilor auto în țări precum Franța și Germania. În consecință, produsele cu valoare adăugată ridicată și-au consolidat până la 43 la sută ponderea deținută în valoarea totală a exporturilor.

În ceea ce privește achizițiile de pe piețele externe, volumul acestora a scăzut în cazul majorității categoriilor de produse, cel mai consistent impact fiind localizat la nivelul grupei „mijloace de transport”, responsabilă pentru o treime din contracția importurilor totale. Un aport substanțial a venit, și în trimestrul II, grupelor „combustibili”, „metale comune” și „aparate și dispozitive mecanice”, care au înregistrat reduceri cu 30 până la 41 la sută în termeni anuali.

1.2. Oferta

Performanțe în scădere s-au consemnat în toate sectoarele economice. Aproape jumătate din regresul PIB s-a datorat sectorului serviciilor, a cărui diminuare, mai pronunțată față de cea din trimestrul I (până la -7,4 la sută în termeni anuali), a fost atribuită reducerii accelerate a valorii adăugate brute aferente activității de comerț, hoteluri și restaurante, transporturi și telecomunicații, dar și serviciilor financiare, imobiliare și de închiriere.

Construcțiile au descris cea mai abruptă traiectorie descendentă, dinamica valorii adăugate brute coborând la -14,2 la sută – prima variație anuală negativă începând cu trimestrul IV 1999. Evoluția a fost generată, pe de o parte, de inversarea de semn intervenită în dinamica lucrărilor pentru clădiri (-15,2 la sută pe subsegmentul nerezidențial și -2,5 la sută în cazul construcțiilor de locuințe), iar pe de altă parte de triplarea ritmului de scădere a cheltuielilor pentru infrastructură (-21,4 la sută).

O atenuare a curbei descendente s-a observat în industrie (cu 3,8 puncte procentuale, până la -7,3 la sută), remarcabile fiind revigorarea producției de mijloace de transport rutier și a celei de echipamente electrice, dar și întreruperea declinului industriei alimentare și încetinirea ritmului de scădere în industria de prelucrare a țigăiului.

În agricultură, valoarea adăugată brută și-a continuat declinul (-9,1 la sută), în condițiile în care rezultate inferioare anului precedent au fost obținute atât pe segmentul vegetal, cât și pe cel zootehnic.

2. Piața muncii

În trimestrul III 2009, piața muncii a continuat să fie marcată de restrângerea activității economice și de persistența incertitudinilor companiilor cu privire la perspectivele de afaceri. Astfel, după o redresare de scurtă durată înregistrată în primăvară, absorbția de forță de muncă și-a reluat tendința descendentă, în timp ce disponibilizările recente au alimentat (cu un anumit decalaj de timp) oferta excedentară de forță de muncă. În industrie, pe fondul măsurilor de restructurare operate de companii, s-au înregistrat progrese vizibile în reducerea costurilor unitare cu forța de muncă și, implicit, în refacerea competitivității externe. De asemenea, o evoluție pozitivă din perspectiva reînscriserii pe o traiectorie de creștere economică sustenabilă și a consolidării dezinflației o reprezintă temperarea substanțială a dinamicii anuale a salariului mediu în sectorul bugetar, ca urmare a unor măsuri de întărire a politicii salariale.

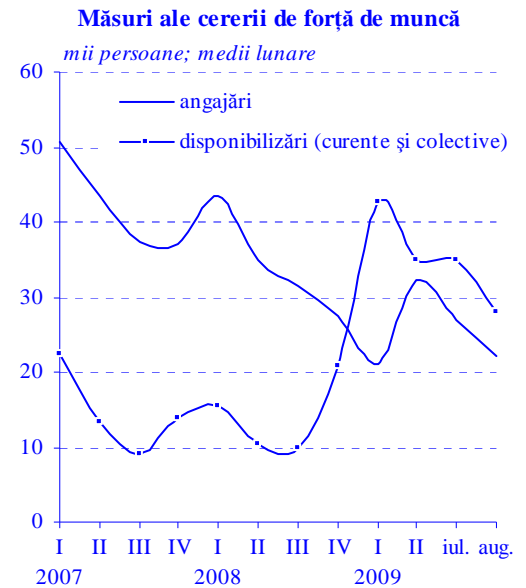
2.1. Forța de muncă

În lunile iulie-august 2009, menținerea cererii de bunuri și servicii la niveluri scăzute a inhibat crearea de noi locuri de muncă și, implicit, absorbția de personal, a cărei revigorare în trimestrul II s-a dovedit astfel doar temporară¹⁶. Scăderea numărului de locuri de muncă vacante reiese atât din declarațiile reprezentanților agențiilor private de recrutare, cât și din datele statistice furnizate de ANOFM. Evoluția ar putea fi însă supraestimată într-o anumită măsură, având în vedere faptul că a fost observată extinderea practicii companiilor de a derula activități de recrutare prin utilizarea bazei de date proprii, fără a mai face publică intenția de angajare, în vederea reducerii costurilor aferente. În plus, există informații neoficiale referitoare la majorarea numărului de angajări fără forme legale, pe fondul incertitudinii crescute privind volumul comenzilor și al dezvoltării contractelor pe durată determinată.

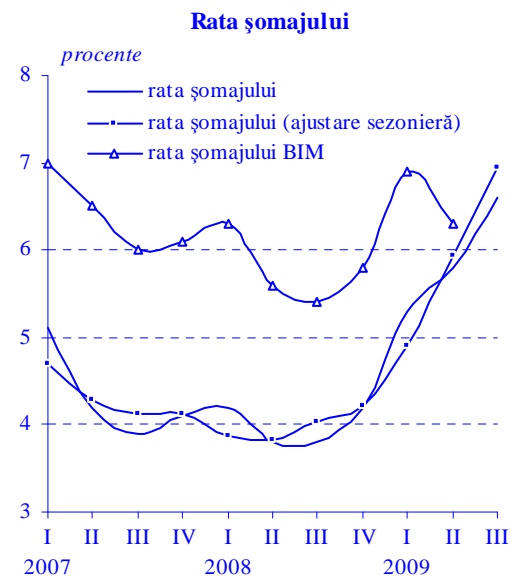
Pe parcursul a 12 luni (septembrie 2008-august 2009), numărul salariaților din economie (pe baza raportărilor angajatorilor) s-a redus cu 348 mii. Decalajul substanțial față de creșterea de numai 256 mii a numărului șomerilor reprezintă un argument pentru întârzierea cu care rata șomajului înregistrat reflectă modificările survenite pe piața muncii¹⁷. De asemenea, în intervalul iulie-august 2009, deși datele statistice privind numărul disponibilizărilor colective (în medie -9 la sută față de trimestrul II) sugerează o relativă atenuare a procesului de reducere a personalului, rata șomajului înregistrat s-a majorat lunar cu câte

¹⁶ Aceste comparații au fost realizate față de intervalul anterior, dar și în termeni anuali se observă o accentuare a declinului numărului de locuri de muncă vacante.

¹⁷ Datele statistice privind numărul șomerilor înregistrați includ și persoane cărora li s-a desfășurat contractul de muncă, dar lucrează fără forme legale, situație frecventă mai ales în cazul în care acestea au dreptul la indemnizație de șomaj.



Sursa: ANOFM, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

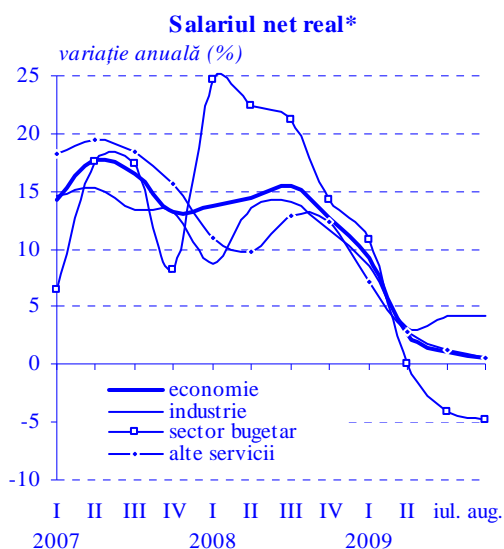
0,3 puncte procentuale, ajungând la 6,6 la sută (6,9 la sută în cazul seriei ajustate sezonier). O contribuție în acest sens a avut creșterea cu aproape 50 la sută în termeni anuali a cererilor adresate ANOFM de către absolvenți, categorie puternic afectată în actualul context de îngustarea perspectivelor privind obținerea unui loc de muncă, dar și de scăderea considerabilă a salariilor oferite de angajatori.

2.2. Venituri

Tendința de temperare a creșterii în termeni anuali a salariului mediu net pe economie, vizibilă începând cu luna aprilie, a continuat în perioada iulie-august 2009 (5,9 la sută, în scădere cu 3 puncte procentuale față de trimestrul II). De această dată, determinantă a fost comprimarea până la 0,4 la sută a dinamicii salariului din sectorul bugetar, ca urmare a unor măsuri de reducere a cheltuielilor cu personalul, luate la nivel centralizat sau local/de ordonator de credite (neacordarea primelor de vacanță, eliminarea altor prime ocazionale, neacordarea sau reducerea unor sporuri). Ajustări de mai mică amploare ale ritmului anual au consemnat și salariile din construcții și servicii private (până la 2,8 la sută și respectiv 6 la sută), în timp ce în industrie s-a produs o stagnare (la 9,5 la sută).

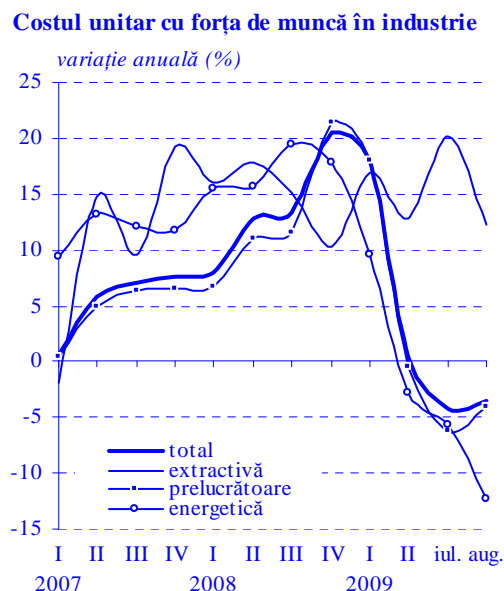
Evoluția din industrie s-a datorat în bună măsură accelerării puternice a dinamicii anuale a salariilor din sectorul extractiv și din prelucrarea țițeiului, ca urmare a majorării salariale în luna iulie¹⁸, dar și a acordării de prime ocazionale și de ajutoare bănești din fondul de salarii în luna august. De asemenea, în cazul celorlalte ramuri industriale se observă o rigiditate accentuată a salariilor, ritmul anual de creștere menținându-se, cu câteva excepții, peste media pe economie. Explicațiile ar putea consta în impactul compensațiilor acordate în cazul disponibilizărilor colective, dar și în decizia unui număr tot mai ridicat de manageri de a recurge la concedieri etapizate, și nu la ajustări salariale, posibil considerate insuficiente pentru eficientizarea activității și cu efecte adverse în stimularea angajaților.

De altfel, reducerile de personal¹⁹ au avut influența determinantă în plasarea productivității muncii pe o tendință ascendentă și, astfel, în redresarea costurilor unitare cu forța de muncă. Variația anuală a acestor costuri a consemnat valori negative începând cu luna iunie (coborând la -3,9 la sută în intervalul iulie-august față de 0,4 la sută



*) deflatat cu IPC

Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

¹⁸ Petrom a anunțat creșteri salariale în medie de 14 la sută.

¹⁹ Numărul de salariați din industrie s-a redus cu 220 mii persoane în august 2009 față de perioada corespunzătoare a anului anterior, scăderea reprezentând circa 63 la sută din cea înregistrată pe ansamblul economiei.

în trimestrul II²⁰), în principal datorită industriei alimentare, industriei tutunului, a mijloacelor de transport rutier, a echipamentelor electrice. O situație opusă a persistat însă în industria ușoară, chimie și industria farmaceutică, metalurgie – ramuri în care, în pofida temperaturii notabile de ritm²¹, creșterea anuală a costurilor unitare cu forța de muncă a rămas semnificativă.

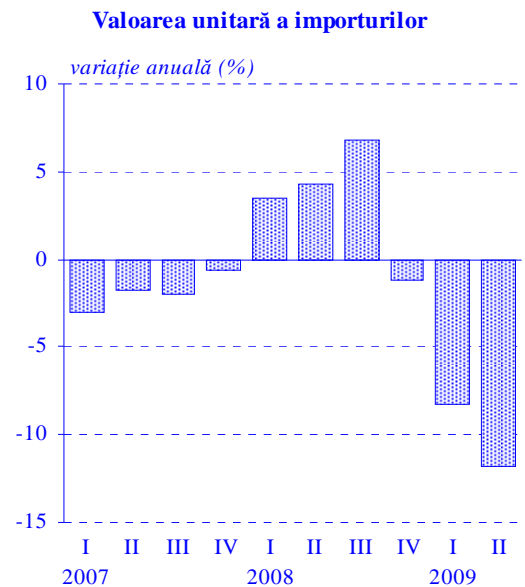
În trimestrul II 2009, la atenuarea presiunilor inflaționiste au contribuit nu doar factori din partea ofertei, ci și reducerea venitului real disponibil al populației (cu 6,7 la sută în termeni anuali), cu efect inhibitor asupra cererii de consum. După opt ani cu valori pozitive, dinamica anuală a venitului real disponibil a intrat în teritoriu negativ, în special ca urmare a comprimării cu aproape 50 la sută a remiterilor din străinătate, dar și a diminuării veniturilor salariale totale cu 2,3 la sută, pe fondul scăderii numărului de salariați²². În schimb, transferurile sociale au continuat să fie superioare celor din perioada corespunzătoare a anului precedent (+7,7 la sută), consemnând însă o pierdere notabilă de ritm (-9,5 puncte procentuale comparativ cu trimestrul anterior), în condițiile reducerii alocărilor bugetare către fondul special pentru sănătate. În trimestrul III se anticipează o ușoară atenuare a scăderii anuale a venitului disponibil real, datorată suplimentării transferurilor sociale și încetinirii declinului remiterilor din străinătate.

3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul II 2009, atenuarea presiunilor inflaționiste a fost susținută atât de prețurile de import, cât și de cele de producție (industriale și agricole); o contribuție suplimentară a venit din persistența unor efecte de bază favorabile. Tendințele se prelungește și în trimestrul III, deși restrângerea cererii a indus încă din perioada aprilie-iunie mișcări de relaxare a dinamicii prețurilor de producție, atât pe segmentul industrial, cât și pe cel agricol (cazul produselor animale). Principala excepție o reprezintă combustibilii, unde ritmurile trimestriale de creștere a prețurilor de producție au redevenit pozitive.

3.1. Prețurile de import

În trimestrul II 2009, aportul favorabil al prețurilor externe la atenuarea presiunilor inflaționiste s-a accentuat, indicele anual al valorii unitare a importurilor coborând la 88,2 la sută comparativ cu 91,8 la sută în trimestrul I 2009; o influență de sens opus a

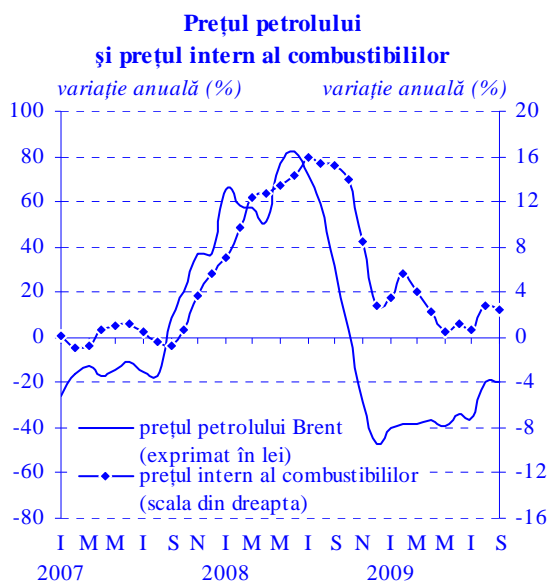


Sursa: INS, calcule BNR

²⁰ În industria prelucrătoare, ritmul anual de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă a fost de -5,2 la sută în primele două luni ale trimestrului III, față de -0,4 la sută în trimestrul II.

²¹ Cu excepția industriei farmaceutice.

²² Ritmul anual de creștere a salariului mediu net real, deși inferior cu 6,6 puncte procentuale nivelului înregistrat în trimestrul I 2009, a rămas pozitiv (2,7 la sută).



Sursa: INS, AIE, calcule BNR

exercitat în continuare deprecierea monedei naționale față de euro și dolarul SUA.

Comparativ cu intervalele precedente, tendința de relaxare a prețurilor externe s-a extins la majoritatea grupelor de bunuri importate, o excepție notabilă fiind produsele farmaceutice, pentru care indicele anual al valorii unitare a importurilor a rămas pronunțat supraunitar (107,4 la sută). Analiza pe piețe de proveniență relevă faptul că o contribuție la această traiectorie a revenit importurilor din țările Uniunii Europene și poate fi asociată ritmurilor anuale importante consemnate de prețurile producției industriale pentru piața externă din industria farmaceutică a unora dintre principalii furnizori din spațiul comunitar (Ungaria, Marea Britanie, Cehia, Polonia). Similar, prețurile externe ale fructelor s-au majorat cu 3,6 la sută comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior; presiuni la nivelul acestei componente a coșului de consum s-au manifestat în majoritatea statelor comunitare, fiind explicate, în principal, prin recoltele mai mici obținute în 2008.

În cazul celorlalte bunuri de consum, indicatorul a înregistrat valori subunitare, evoluția favorabilă fiind mai evidentă în cazul unor mărfuri nealimentare de uz curent (de exemplu, îmbrăcăminte). Suplimentar, prețurile externe ale mijloacelor de transport rutier au marcat primele variații anuale negative din ultimele șase trimestre.

Tendențele curente ale prețurilor externe s-ar putea prelunge și în trimestrul III 2009, tensiunile tot mai pronunțate conturate inițial pe piețele resurselor energetice și extinse ulterior la nivelul altor materii prime fiind contracarate de un efect de bază favorabil.

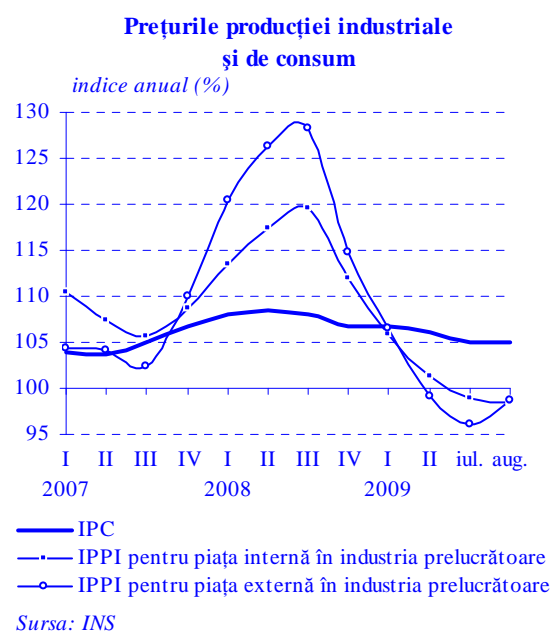
3.2. Prețurile de producție

3.2.1. Prețurile producției industriale

În trimestrul II 2009, rata medie anuală de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă a coborât la 2,2 la sută (mai puțin de jumătate din nivelul consemnat în intervalul precedent), aportul în continuare major al bunurilor intermediare și al celor energetice fiind însoțit de această dată de pierderi consistente de ritm și în cazul prețurilor bunurilor industriale prelucrate.

În sectorul manufacturier, dinamica medie anuală a prețurilor de producție s-a atenuat la 1,2 la sută, comparativ cu 5,8 la sută în trimestrul I 2009, mișcarea fiind atribuită atât evoluțiilor curente, cât și manifestării unui efect de bază favorabil. Spre deosebire de intervalele precedente, această tendință s-a regăsit și în cazul prețurilor de producție aferente comenzilor noi²³, care au consemnat prima variație trimestrială negativă din ultimii patru ani (-1,0 la sută).

²³ Din ramurile industriei prelucrătoare care lucrează pe bază de comenzi.



Sursa: INS

Deși în scădere comparativ cu intervalul precedent, ritmurile anuale de creștere a prețurilor de producție ale bunurilor de capital și ale celor de consum au continuat să depășească net valoarea agregată (7,3 la sută și respectiv 9,8 la sută). Dacă în cazul bunurilor de capital, ponderea ridicată a elementelor de consum intermediar din import a conferit cursului de schimb rolul de principal factor explicativ, în cazul bunurilor de consum, măsurile cu caracter administrativ au continuat să aibă un aport semnificativ²⁴.

În cazul celorlalte ramuri producătoare de bunuri cu pondere în coșul de consum, evoluțiile au fost mixte, panta descendentă pe care au continuat să se situeze variațiile anuale ale prețurilor de producție din industria alimentară (care au coborât până la 3,5 la sută) fiind însoțită de accelerări de ritm ale prețurilor în industria textilă și în cea a confecțiilor (care s-au majorat până la 11,3 la sută); în absența oricăror presiuni din partea costurilor cu materiile prime, scumpirea produselor din industria ușoară poate fi atribuită deteriorării accentuate a costurilor unitare cu forța de muncă.

Deși ritmurile anuale au rămas pronunțat negative, o evoluție mai puțin favorabilă din perspectiva comparației în termeni trimestriali s-a observat în industria de prelucrare a țigeliului, unde prețurile producției industriale pentru piața internă au consemnat o inversare de semn (de la -14,9 la sută în trimestrul I la +4,2 la sută în trimestrul II 2009) și au exercitat presiuni asupra prețurilor de consum ale combustibililor.

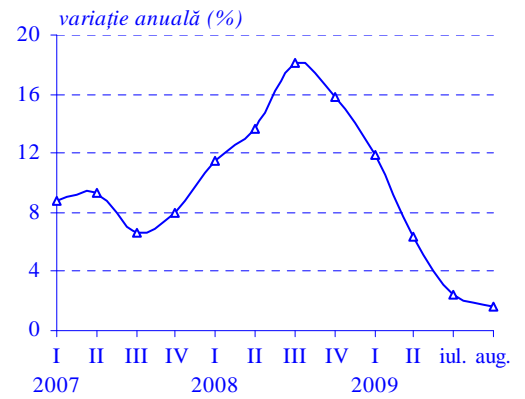
Perioada iulie-august 2009 a consemnat coborârea ritmului anual de creștere a prețurilor de producție în teritoriul negativ (valorile atinse reprezentând minime istorice), această tendință fiind de așteptat să se manifeste la nivelul întregului trimestru, în condițiile în care influența efectelor de bază rămâne consistentă.

3.2.2. Prețurile producției agricole

În trimestrul II 2009, variațiile anuale consemnate de prețurile producției agricole au rămas negative, deși s-au atenuat ușor comparativ cu prima parte a anului (la -7,8 la sută). Similar intervalului precedent, contribuția decisivă a revenit componentei vegetale (-18,9 la sută), ca urmare a reducerilor pronunțate de prețuri în cazul cerealelor și al plantelor tehnice (până la -36,6 la sută); un rol important a revenit însă manifestării unor efecte de bază. Mult mai puțin favorabile au fost mișcările

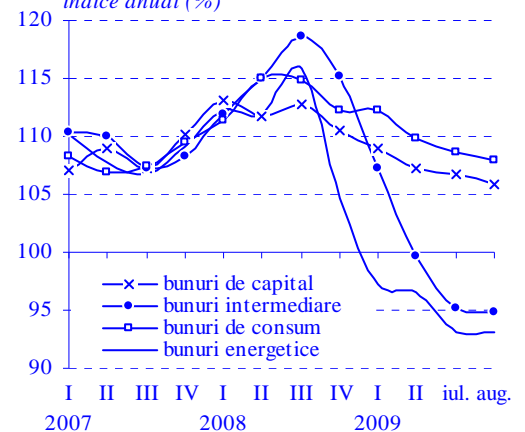
²⁴ Influențele vin în principal din politica producătorilor locali de tutun de a majora gradual prețurile pentru a atenua impactul creșterii accizelor; de semnalat totuși că, deși nu includ taxe indirecte, prețurile de producție din industria tutunului înregistrează salturi importante odată cu aplicarea noilor niveluri de acciză. În cazul medicamentelor, majorarea prețurilor începând cu 1 aprilie s-a produs pe fondul schimbării metodologiei de calcul.

Prețurile producției industriale pentru piața internă* aferente comenzilor noi



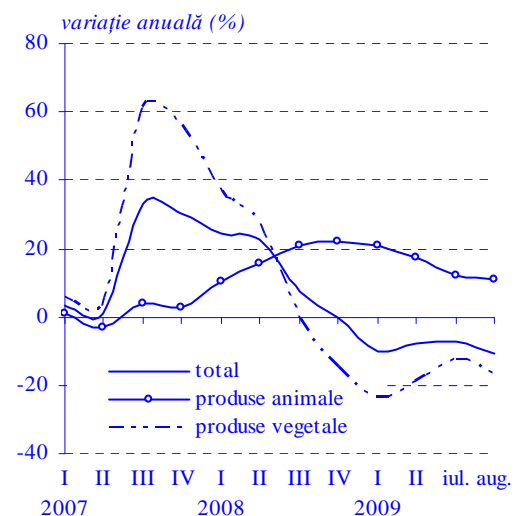
* din industria prelucrătoare care lucrează pe bază de comenzi
Sursa: Eurostat

Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale



Sursa: INS

Prețurile producției agricole



Sursa: INS

observate în cazul prețurilor legumelor, unde ritmurile anuale de creștere au atins +33,7 la sută, posibili factori de influență fiind conjunctura oferită de scumpirea importurilor de completare (ca urmare a deprecierei monedei naționale) și tendința de creștere a cererii pentru bunuri inferioare în perioade de recesiune.

În cazul produselor de origine animală, rata anuală de creștere a prețurilor de producție a rămas ridicată (+17,2 la sută), singurele modificări notabile în comparație cu intervalul precedent fiind temperarea sensibilă a dinamicii prețurilor în cazul cărnii de porc și mișcarea contrară de pe segmentul cărnii de pasăre; o posibilă explicație ar fi tendința de reorientare a consumatorilor către sortimentele de carne mai ieftine.

În trimestrul III 2009, prețurile producției agricole nu își vor modifica sensibil dinamica, iar variațiile anuale negative consemnate în cazul componentei vegetale ar putea rămâne semnificative în pofida atenuării influenței favorabile a efectului de bază. În ceea ce privește segmentul produselor animale, nu sunt previzibile modificări notabile în condițiile în care factorii de influență rămân aceiași.

IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

Trendul descendent al ratei dobânzii de politică monetară a fost prelungit în trimestrul III 2009, nivelul acesteia fiind coborât în lunile august și septembrie cu câte 0,5 puncte procentuale (până la 8,0 la sută). Totodată, rata RMO aferentă pasivelor în valută cu scadența reziduală mai mică de doi ani a fost diminuată cu 5 puncte procentuale²⁵ (la 30 la sută), iar scadența principalului instrument de politică monetară – operațiuni repo efectuate prin licitație – a fost redusă de la o lună la o săptămână. Prin aceste măsuri – adoptate în contextul menținerii unei volatilități scăzute a cursului de schimb al leului și al prelungirii contracției economiei – BNR a urmărit să calibreze ansamblul condițiilor monetare în sens larg din perspectiva consolidării convergenței ratei inflației către obiectivele stabilite pe termen mediu și să asigure crearea condițiilor pentru revitalizarea sustenabilă a procesului de creditare.

Perspectiva continuării atenuării presiunilor inflaționiste pe termen mediu – pusă în evidență de prognoza actualizată a evoluțiilor macroeconomice – a determinat Consiliul de administrație al BNR să efectueze în luna august o nouă reducere de 0,5 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară (la 8,5 la sută). Accelerarea scăderii ratei anuale prognozate a inflației în a doua parte a orizontului proiecției – până la nivelul de 2,6 la sută în decembrie 2010, situat mult sub punctul central al țintei anuale de inflație (3,5 la sută) – s-a datorat în principal amplificării dimensiunii și duratei așteptate a deficitului de cerere, asociată perspectivei creșterii, comparativ cu proiecția anterioară, a severității declinului economiei românești în 2009. Cele mai importante indicii și premise ale unei asemenea evoluții le-au constituit: (i) amplitudinea peste așteptări a contracției PIB din trimestrul I, sugerând o elasticitate mai mare a cererii interne față de restrângerea celei externe, (ii) accentuarea trendului de scădere în primele luni ale trimestrului II a activității în sectoare reprezentative pentru cererea de consum și de investiții (comerțul cu amănuntul, importurile, lucrările de construcții), precum și a dinamicii veniturilor populației și ale companiilor, (iii) continuarea tendinței de deteriorare a evoluțiilor economice din țările membre UE, reflectată de datele statistice și de proiecțiile instituțiilor naționale și internaționale apărute în perioada aprilie-mai, (iv) prelungirea procesului de dezintermediere financiară, dar și a tendinței de ameliorare a economisirii nete bancare a populației și (v) menținerea trendului de creștere a ratei șomajului în cursul trimestrului II 2009. Pe termen scurt, declinul ratei anuale a inflației se aștepta a fi

²⁵ Începând cu perioada de aplicare 24 august – 23 septembrie 2009.

însă mai lent (valoarea ei prognozată menținându-se în coordonatele exercițiului anterior²⁶), în principal datorită prelungirii caracterului persistent al inflației de bază, reflectat de reacția întârziată a acesteia la creșterea deficitului de cerere. Totodată, balanța riscurilor asociate prognozei pe termen mediu a inflației s-a menținut relativ echilibrată, cele mai relevante riscuri rămânând cele generate de incertitudinea privind evoluția crizei economice globale.

Consiliul de administrație al BNR a prelungit mișcarea coborâtoare a ratei dobânzii de politică monetară în luna septembrie, decizia efectuării unei noi ajustări de 0,5 puncte procentuale (până la nivelul de 8,0 la sută) având ca principal argument continuarea ameliorării perspectivei inflației pe termen mediu, în condițiile adâncirii și prelungirii declinului activității economice. Confirmând în bună parte tendințele anticipate de BNR, dinamica anuală a PIB și-a amplificat nivelul negativ în trimestrul II (-8,7 la sută), preponderent pe seama reculului cererii interne (-15,6 la sută), ale cărui resorturi majore le-au constituit prelungirea declinului consumului privat, precum și contracția severă a formării brute de capital fix. Impactul scăderii absorbției interne a fost în parte contracarat de evoluția favorabilă a exportului net – reflectând continuarea ajustării deficitului extern –, a cărui contribuție pozitivă la dinamica anuală a PIB a înregistrat, însă, o ușoară scădere comparativ cu perioada anterioară.

Totodată, datele și informațiile economice apărute în cursul trimestrului III au relevat prelungirea în această perioadă a dinamicii negative a PIB, existând însă mari incertitudini în privința magnitudinii acesteia, implicit a momentului atingerii/depășirii vârfului declinului economic. Indiciile înclinau însă în direcția unei posibile creșteri a declinului în termeni anuali al investițiilor²⁷, în timp ce în cazul cererii de consum s-a apreciat a fi mai probabilă o stagnare a dinamicii anuale negative, în condițiile persistenței schimbării de comportament produse în trimestrele anterioare. O asemenea traiectorie era sugerată de caracterul neuniform al evoluțiilor recente ale unora dintre indicatorii relevanți ai consumului, datele existente relevând, pe de o parte, menținerea pe palierul pozitiv a dinamicii anuale a salariului mediu net real în luna iulie (acompaniată de o relativă atenuare a variației anuale negative a remiterilor din străinătate), precum și adâncirea sensibilă a deficitului bugetar în primele două luni ale trimestrului III, coroborată cu conservarea ponderii ridicate a cheltuielilor de personal. Pe de altă parte, s-au evidențiat o relativă stagnare în iulie a dinamicii anuale negative a volumului cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul și al celei din servicii (comparativ cu media

²⁶ Raportul asupra inflației din luna mai 2009.

²⁷ Sugerată inclusiv de evoluția lucrărilor de construcții noi, a importurilor de bunuri de capital și a investițiilor străine directe.

trimestrului II), precum și o ușoară accelerare a creșterii ratei șomajului, cărora li s-a asociat o ameliorare tot mai vizibilă a economisirii bancare nete a populației.

Aceasta a decurs, în principal, din prelungirea declinului accentuat al dinamicii anuale reale a creditelor acordate persoanelor fizice, nivelul mediu atins de aceasta în perioada iulie-august (6,3 la sută) reprezentând jumătate din cel înregistrat în trimestrul II; rata de creștere lunară în termeni reali a acestor împrumuturi a consemnat totuși o redresare timidă în luna august, redevenind ușor pozitivă (după șase luni în care s-a plasat pe palierul negativ). La originea acestor evoluții s-au aflat efectele predominant inhibitoare ale principalilor determinanți ai cererii, respectiv ai ofertei de credite. Cele mai importante dintre acestea au fost cele generate de înrăutățirea așteptărilor privind evoluția veniturilor (implicit a celor privind capacitatea de contractare de noi împrumuturi, respectiv de onorare a serviciului datoriei curente), precum și de menținerea prudenței băncilor, reflectată inclusiv de prelungirea în trimestrul II a tendinței de înăsprire a standardelor²⁸ și termenilor de creditare; creșterea restrictivității acestora a fost însă mai puțin accentuată comparativ cu cea din primele luni ale anului, iar numărul băncilor ce au semnalat intenția reiterării acestui comportament în trimestrul III 2009 s-a redus. Un oarecare efect stimulativ este posibil să fi exercitat în ultima parte a intervalului analizat reducerea ratelor dobânzilor la unele credite noi în lei și în euro ale populației, relativa temperare a volatilității cursului de schimb al leului, dar și derularea programului „Prima casă”²⁹. Indiciile unei tendințe clare de redresare a creditării populației nu au devenit însă vizibile, evaluarea bazată pe evoluția volumului creditelor noi acordate acestui segment³⁰ (care a înregistrat în lunile iulie-august un nivel mediu ușor superior celui din trimestrul II) fiind pusă la îndoială de prezența puternicului efect exercitat asupra acestui indicator de extinderea practicii de restructurare a împrumuturilor. Sub impactul conjugat al factorilor menționați anterior, aproape toate categoriile de credite acordate persoanelor fizice au înregistrat scăderi accentuate ale ritmurilor medii de creștere anuală în primele două luni ale trimestrului III, cel aferent componentei în lei consemnând chiar o valoare negativă. Analiza structurii pe destinații indică creditele de consum drept cea mai afectată categorie, acestea reducându-și la mai puțin de jumătate dinamica medie comparativ cu nivelul din trimestrul II. În schimb, creditele pentru locuințe au

²⁸ Conform celui mai recent sondaj al BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și populației, modificarea standardelor de creditare a populației a fost justificată de: (i) așteptările privind situația financiară a populației și riscul asociat bonității clienților, (ii) perspectivele pieței imobiliare – implicit riscul asociat colateralului/garanției solicitate și (iii) evoluția nefavorabilă a ratei restanțelor populației.

²⁹ Inclusiv prin potențialul efect colateral de antrenare a unui proces mai amplu de ajustare a condițiilor ofertei generice de credite pentru locuințe a băncilor.

³⁰ Coroborând datele disponibile la CRB cu raportările transmise de instituțiile de credit în baza Normei BNR nr. 14/2006.

consemnat doar o scădere modestă de ritm mediu (de 0,5 puncte procentuale, până la 23,4 la sută), în condițiile relativei accelerări a creșterii componente în lei (evoluție aflată însă în contrast cu mișcarea ascendentă a ratei medii a dobânzii aferente acestei categorii de credite), dar și ale încetirii declinului componente în valută (parțial atribuibilă reeșalonării creditelor în derulare), cuplată cu amplificarea efectului statistic al deprecierei leului.

În același timp, rata medie de creștere anuală a plasamentelor totale din bănci ale populației a rămas ridicată (14,1 la sută), efectul statistic menționat anterior imprimând acestui indicator o mișcare ușor crescătoare în raport cu media trimestrului II; analiza datelor filtrate de această influență relevă însă faptul că atât rata medie de creștere a componente în lei, cât și cea a componente în valută (exprimată în euro) s-au diminuat față de valorile medii din intervalul aprilie-iunie – reflectând persistența constrângerii exercitate de încetinirea creșterii veniturilor și de sporirea serviciului datoriei – cu toate că această mișcare a fost mai lentă comparativ cu cea din trimestrul II. Tendința de amplificare a cererii de bani în scop precautionar a populației a rămas însă intactă: rata medie anuală de creștere în termeni reali a depozitelor la termen sub doi ani ale acestui segment a urcat în intervalul iulie-august la 50,5 la sută (preponderent pe seama evoluției ascendente a componente în lei), concomitent evidențiindu-se o accentuare a preferinței pentru depozitele pe scadențe relativ mai lungi³¹, susținută de nivelul atractiv al randamentelor aferente acestei categorii de plasamente.

BNR a continuat să calibreze cu prudență pasul de reducere a ratei dobânzii de politică monetară; adoptarea unei asemenea conduite era justificată de necesitatea ancorării solide a anticipațiilor inflaționiste, într-un context caracterizat de perspectiva menținerii pe termen scurt a unor presiuni și riscuri inflaționiste derivând, în principal, din persistența încă semnificativă a inflației de bază și din potențialele efecte inflaționiste ale factorilor de natura ofertei/costurilor. Printre cei din urmă s-au numărat: (i) manifestarea unei rigidități în coborâre a costurilor unitare nominale cu forța de muncă în unele ramuri producătoare de bunuri de consum, (ii) aplicarea celei de-a doua etape a creșterii accizelor la țigarete (în luna septembrie) și (iii) preconizata majorare a tarifului energiei termice și a prețului combustibililor. Acestora li s-a alăturat și riscul reamplificării fluctuațiilor cursului de schimb al leului, în eventualitatea deteriorării bruște a percepției investitorilor asupra evoluțiilor economice și financiare globale sau naționale; relevanța acestui risc a crescut în prima parte a lunii septembrie, când raportul leu/euro a consemnat o creștere ușoară – deviind astfel de

³¹ Ponderea medie a depozitelor noi în lei ale populației cu scadențe de 3 până la 12 luni în totalul depozitelor noi la termen în lei ale acestui segment s-a majorat în perioada iulie-august la 23,8 la sută (de la 12,7 la sută în trimestrul II).

la traiectoria aproape orizontală din ultimele două luni –, în contextul înrăutățirii percepției de risc față de piețele financiare din regiune, dar și al creșterii deficitului operațiunilor valutare ale rezidenților.

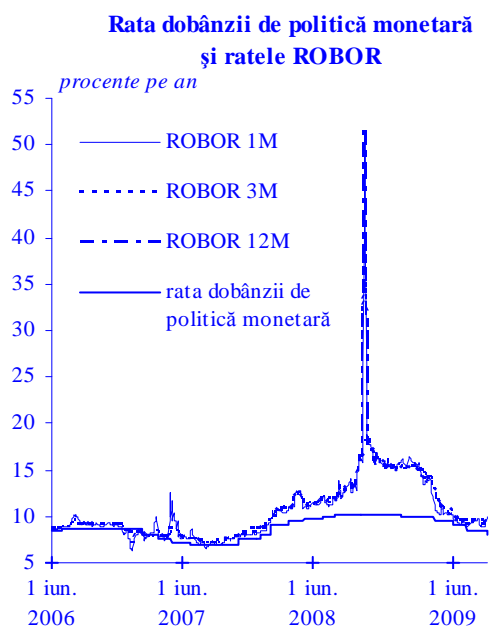
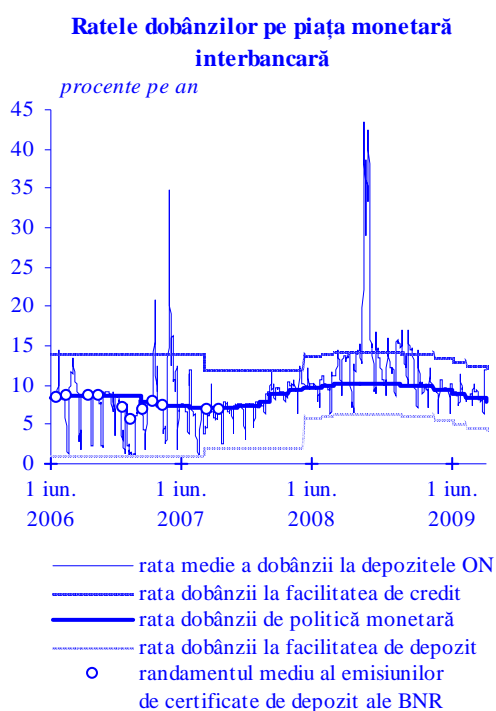
Similar trimestrului anterior, deciziile de reducere a ratei dobânzii au fost complementate de măsuri privind gestionarea de către banca centrală a condițiilor lichidității de pe piața monetară. Urmărind creșterea eficacității acesteia și, implicit, a influenței exercitate de rata dobânzii de politică monetară asupra ratelor dobânzilor pe termen scurt de pe această piață, BNR a redus în luna august scadența principalului instrument de politică monetară – operațiunile *repo* efectuate prin licitație – de la o lună la o săptămână.

În plus, BNR a operat o nouă reducere de 5 puncte procentuale (la 30 la sută) a ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută cu scadența reziduală mai mică de doi ani ale instituțiilor de credit, începând cu perioada de aplicare 24 august-23 septembrie 2009; prin aceasta s-a urmărit îmbunătățirea condițiilor lichidității de pe piața valutară și continuarea armonizării mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele în materie ale BCE.

Măsurile au fost adoptate într-un context în care poziția băncii centrale de creditor în raport cu sistemul bancar s-a redus treptat, în principal datorită amplificării injecțiilor de lichiditate efectuate de Trezorerie, precum și ca efect al reducerii ratei RMO aferente pasivelor în lei ale instituțiilor de credit de la 18 la sută la 15 la sută începând cu perioada de aplicare 24 iulie-23 august. Pe parcursul lunilor iulie-septembrie 2009, furnizarea de lichiditate s-a realizat preponderent prin operațiuni *repo* prin licitație (volumul mediu al acestora diminuându-se cu 39,0 la sută comparativ cu cel din trimestrul II), sporadic fiind însă apelată și facilitatea de creditare. Surplusurile temporare de lichiditate au fost drenate prin operațiuni *reverse repo* și prin atragerea de depozite, precum și prin intermediul facilității de depozit; volumul mediu al operațiunilor de absorbție s-a majorat ușor comparativ cu cel înregistrat în trimestrul II, nivelul atins fiind în continuare net inferior celui al injecțiilor de lichiditate.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentele pieței monetare interbancare s-au poziționat în apropierea ratei dobânzii de politică monetară în trimestrul III, iar leul s-a menținut relativ stabil în cea mai mare parte a acestei perioade. Lichiditatea din economie și-a întrerupt trendul descendent al dinamicii anuale, efectul contracționist al declinului creditului acordat sectorului privat fiind contrabalansat de amplificarea creditului net al sectorului public central.



2.1. Ratele dobânzilor

În trimestrul III, ratele dobânzilor pieței monetare interbancare au continuat să se plaseze în apropierea ratei dobânzii de politică monetară, ele preluând ajustările descendente ale celei din urmă. În aceste condiții, media trimestrială a randamentelor interbancare și-a menținut tendința de scădere, ajungând la un nivel de 8,9 la sută, inferior cu 0,7 puncte procentuale celui din trimestrul anterior.

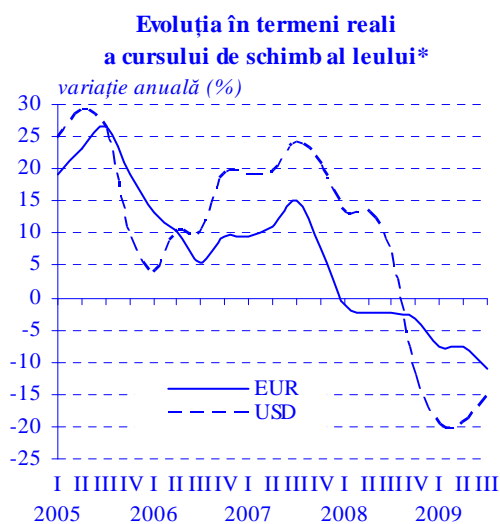
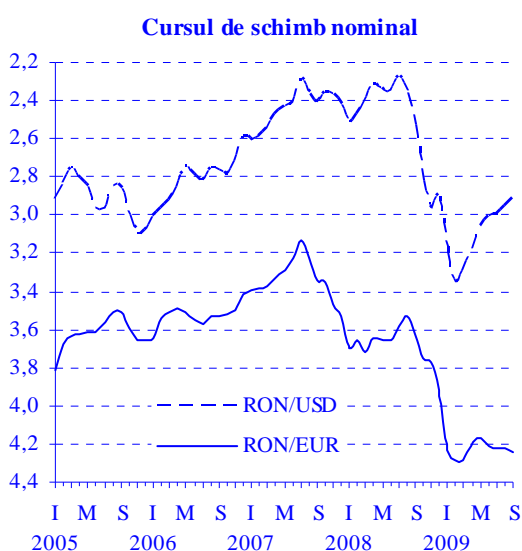
Pe ansamblul intervalului, ecartul dintre ratele dobânzilor interbancare pe termen foarte scurt și rata dobânzii de politică monetară s-a menținut relativ scăzut, în condițiile în care reducerea ratei RMO aferente pasivelor în lei ale instituțiilor de credit (de la 18 la sută la 15 la sută) începând cu perioada de aplicare 24 iulie-23 august și utilizarea activă a operațiunilor de piață monetară au permis gestionarea adecvată a condițiilor lichidității de către banca centrală.

Oscilații relativ mai pronunțate ale randamentelor s-au produs în preajma finalului perioadelor de constituire a RMO încheiate în prima și respectiv ultima lună a trimestrului; la originea lor s-au aflat atât dezechilibrele temporare apărute între cererea și oferta de lichiditate, cât și manifestarea unor ineficiențe în redistribuirea rezervelor în sistem³². În luna iulie, o potențială sursă de alimentare a acestor fluctuații ale randamentelor a reprezentat-o volumul însemnat de depozite atrase de Trezorerie de pe piața monetară. La finele trimestrului, accentuarea caracterului restrictiv al condițiilor lichidității s-a dovedit a fi relativ mai persistentă, astfel încât în ultima săptămână a lunii septembrie ratele dobânzilor ON au atins limita superioară a coridorului determinat de ratele dobânzilor la facilitățile permanente. Pe acest fond, volatilitatea randamentelor pe termen foarte scurt a fost marginal superioară celei din trimestrul precedent (deși în luna august nivelul atins a coborât la minimum ultimelor cinci trimestre).

Randamentele pe maturități mai lungi ale pieței monetare și-au atenuat tendința descendentă, în contextul cvasiepuizării procesului de normalizare a nivelurilor acestora început în trimestrul II. Mișcarea coborâtore s-a prelungit de-a lungul celei mai mari părți a perioadei analizate, reflectând reducerile succesive ale ratei dobânzii de politică monetară, precum și așteptările pieței privind efectuarea de noi mișcări similare în perioada următoare. Spre finele trimestrului, cotațiile ROBOR (1M-12M) s-au înscris însă pe un trend crescător, sub impactul unei relative creșteri a incertitudinii instituțiilor de credit privind evoluția viitoare a condițiilor lichidității. Media acestor randamente înregistrată în

³² Evidențiate inclusiv de apelarea simultană a ambelor facilități permanente ale băncii centrale în perioadele menționate. Volumul acestor tranzacții concomitente a fost ridicat mai cu seamă în zilele de 22 și 23 septembrie.

16,14 la sută), ajustarea fiind relativ uniform distribuită între cele două categorii majore de clienți. La nivelul societăților nefinanciare, rata medie a dobânzii creditelor noi a scăzut cu 1,87 puncte procentuale, ajustarea fiind mai vizibilă (-2,75 puncte procentuale) în cazul împrumuturilor de valoare mică (echivalentul a mai puțin de un milion euro). În contrast cu lunile precedente, o tendință de declin a început să se evidențieze și la nivelul ratelor dobânzilor aferente creditelor noi ale populației; acestea s-au diminuat cu 1,74 puncte procentuale (până la 17,95 la sută), în principal pe seama reducerii operate în cazul împrumuturilor destinate consumului (-2,12 puncte procentuale). În schimb, rata medie a dobânzii la creditele pentru locuințe s-a majorat (cu 0,99 puncte procentuale, până la 11,74 la sută).



*) apreciere (+), depreciere (-); deflatat cu IPC

Sursa: INS, BNR

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Relativa stabilitate manifestată în primele două luni ale trimestrului III de cursul de schimb leu/euro a fost urmată în luna septembrie de o ușoară creștere a acestuia, în condițiile înrăutățirii percepției investitorilor asupra piețelor financiare din regiune și ale accentuării incertitudinilor privind evoluțiile pe termen scurt ale economiei românești. Totodată, gradul de corelare a evoluției cursului de schimb al leului cu cea a ratelor de schimb ale principalelor monede din regiune s-a diminuat, iar variațiile zilnice ale acestuia au crescut ușor spre sfârșitul intervalului.

În consecință, în intervalul iulie-septembrie, leul s-a depreciat față de euro cu 0,5 la sută atât în termeni nominali, cât și în termeni reali (comparativ cu o apreciere de 1,5 la sută și, respectiv, 2,1 la sută în trimestrul II); în raport cu dolarul însă – în condițiile în care valoarea monedei americane a scăzut față de euro – leul s-a apreciat cu 3,1 la sută în termeni nominali și cu 3,3 la sută în termeni reali. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul III, leul și-a sporit deprecierea nominală în raport cu euro (15,3 la sută), dar și-a diminuat-o față de dolarul SUA (19,3 la sută).

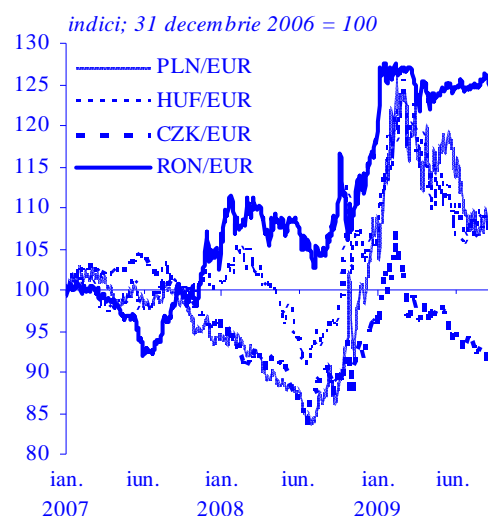
Cursul de schimb leu/euro s-a menținut relativ stabil în iulie și august, evoluția reflectând impactul divergent al unora dintre principalii săi determinanți. Astfel, pe de o parte, apetitul global pentru risc a crescut în această perioadă sub impactul exercitat de unele evoluții externe favorabile, care au inclus rezultate financiare peste așteptări ale unor companii financiare internaționale importante, precum și datele statistice mai bune decât se anticipase referitoare la evoluțiile economice ale unor state din UE³³. Pe de altă parte însă, influența continuării ajustării peste așteptări a

³³ Inclusiv datele publicate în august, care au evidențiat o potențială refacere mai rapidă a economiilor Germaniei, Franței și Cehiei.

deficitului de cont curent³⁴ a fost devansată de cea nefavorabilă exercitată asupra percepției investitorilor financiari de: (i) declanșarea de către ECOFIN, în data de 8 iulie, a procedurii de deficit excesiv pentru România, (ii) accentuarea contracției PIB în trimestrul II, evidențiată de datele statistice publicate în acest interval și de (iii) revizuirea substanțială de către FMI a contracției economice proiectate pentru acest an, soldată cu majorarea deficitului bugetar prevăzut în acordul *stand-by* încheiat cu această instituție. Pe fondul creșterii severității contracției economiei și al scăderii substanțiale a interesului pentru tranzacții financiare în devize, rulajul pieței valutare interbancare s-a comprimat, atingând în august cea mai mică valoare din ultimele șapte luni. În acest context, cursul de schimb leu/euro a oscilat într-o bandă extrem de îngustă de variație – evoluție decuplată de trendul de întărire față de euro pe care l-au urmat principalele monede din regiune – volatilitatea sa rămânând semnificativ mai redusă decât cea consemnată în zona Europei Centrale și de Est³⁵. Mișcările cursului de schimb nu au fost perturbate de reducerile succesive ale ratei dobânzii de politică monetară – acestea fiind pe deplin anticipate de piață – și nici de împrumuturile în valută efectuate în acest interval de MFP pe piața internă.

Începând cu luna septembrie însă, percepția investitorilor asupra riscului asociat plasamentelor pe piețele financiare din regiune s-a înrăutățit, în principal ca efect al: (i) revizuirii substanțiale în sens crescător a proiecțiilor privind deficitul bugetar pentru anul 2010 în Polonia și Cehia; (ii) diminuării față de estimările inițiale a creșterii PIB în trimestrul II în Cehia; (iii) întetirii semnalelor privind posibile noi diminuări de către agențiile *Fitch Ratings* și *Moody's* ale *rating*-ului suveran al unora dintre țările din Europa Centrală și de Est și al (iv) declarațiilor unor membri ai conducerii BERD și ai Băncii Mondiale, referitoare la posibila prelungire a perioadei necesare refacerii acestor economii. Ca efect, cursurile de schimb ale principalelor monede din zonă au intrat pe o traiectorie ascendentă. În cazul leului, presiunile de depreciere au fost potențate de sporirea incertitudinilor privind evoluțiile pe termen scurt ale economiei românești, în contextul amplificării tensiunilor sociale și, ulterior, a celor politice. Acestea li s-a asociat majorarea la un nivel record a deficitului tranzacțiilor valutare ale rezidenților, atribuibil în mare parte operațiunilor de repatriere a profiturilor de către unele mari companii prezente pe piața locală, precum și celor de onorare a serviciului datoriei externe private. Ca urmare, cursul de schimb leu/euro s-a plasat în prima parte a intervalului pe un trend crescător, atingând în data de 14 septembrie maximum trimestrului (4,2747). Deși spre finele lunii acesta și-a inversat

Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Sursa: BNR, BCE

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2008	2009
	8 luni	8 luni
Contul financiar	12 073	1 912
Investiții directe	6 833	3 064
rezidenți în străinătate	109	- 89
nerezidenți în România	6 725	3 154
Investiții de portofoliu și derivate financiare	160	- 60
rezidenți în străinătate	- 256	- 322
nerezidenți în România	416	262
Alte investiții de capital	5 566	- 451
credite și împrumuturi de la FMI	0	4 925
pe termen mediu și lung	3 956	1 264
pe termen scurt	- 264	-2 599
numerar și depozite pe termen scurt	-1 167	-4 952
altele	3 041	912
Active de rezervă ale BNR (net)		
("-" creștere/"+"scădere)	-486	-640

³⁴ Deficitul contului curent s-a diminuat în primele șapte luni ale acestui an cu 73,8 la sută față de aceeași perioadă a anului precedent.

³⁵ Volatilitatea cursului de schimb leu/euro a scăzut în august la minimum ultimilor trei ani.

temporar traiectoria, în termeni nominali, moneda națională s-a depreciat în luna septembrie cu 0,5 la sută în raport cu euro; totodată, variațiile cursurilor zilnice de schimb leu/euro au crescut ușor comparativ cu luna precedentă.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În perioada iunie-august 2009, viteza de creștere³⁶ a masei monetare (M3) și-a întrerupt trendul descendent³⁷, menținându-se relativ stabilă la una dintre cele mai mici valori din ultimii ani (6,8 la sută), pe fondul continuării deteriorării activității economice și a dezintermedierii financiare pe piața internațională și pe cea internă. Cu toate că a înregistrat o scădere în acest an, dinamica anuală a M3 a rămas pozitivă, tendința aflându-se într-un relativ contrast cu contracția amplă a PIB; evoluția sugerează o încetinire a vitezei de rotație a banilor, în condițiile creșterii cererii de bani pentru economisire³⁸.

În acest context, o corelare mai clară cu evoluția activității economice a avut-o dinamica masei monetare în sens restrâns (M1), care, în perioada analizată, și-a adâncit nivelul negativ (-14,1 la sută, cu 4,3 puncte procentuale sub nivelul perioadei anterioare) pe seama declinului ambelor sale componente. În schimb, ritmul de creștere a depozitelor la termen sub doi ani s-a accelerat și a înregistrat un nou record absolut (32,4 la sută), reflectând sporirea cererii de bani în scopuri precauționare, pe fondul deteriorării situației financiare curente și viitoare a sectoarelor non-bancare. Evoluția s-a datorat în special depozitelor la termen sub doi ani ale populației, variația componentei în lei, respectiv a celei în valută atingând în perioada analizată recordul absolut, respectiv maximum ultimului an și jumătate. Și depozitele similare ale companiilor au consemnat o redresare de dinamică, dar exclusiv pe seama revigorării componentei în lei a acestora; variația depozitelor în valută ale acestui sector a continuat să dească³⁹, menținându-se însă pe un palier înalt.

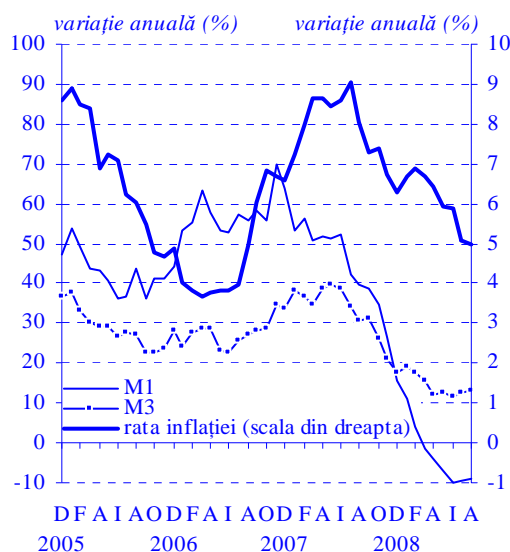
Analiza evoluțiilor monetare din perspectiva sectoarelor instituționale relevă o ameliorare a evoluției depozitelor din M3 ale principalelor categorii de deținători, aceasta survenind însă, în special,

Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

	variație procentuală în termeni reali					
	2008		2009			
	III	IV	I	II	iul.	aug.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	22,1	13,8	10,0	5,7	7,0	8,0
M1	29,7	17,7	-2,1	-12,4	-14,0	-13,3
Numerar în circulație	19,4	18,2	8,9	-0,1	-1,9	-3,1
Depozite overnight	33,8	17,6	-6,0	-16,7	-18,3	-16,9
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	13,7	8,9	24,1	26,8	32,5	33,6

Sursa: INS, BNR

Masa monetară și rata inflației



Sursa: INS, BNR

³⁶ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada iunie-august 2009, exprimate în termeni reali.

³⁷ Dinamica anuală a masei monetare s-a redus în iunie, dar s-a amplificat în lunile următoare.

³⁸ Reflectată de scăderea ponderii medii a M1 în M3 (45,1 la sută, față de 56,1 la sută în perioada similară a anului precedent).

³⁹ Un factor important al menținerii ritmului de creștere a acestor depozite sub nivelul din perioada precedentă l-a constituit efectul de bază accelerator resimțit până în martie 2009 în urma privatizării societății „Electrică”.

ca urmare a efectului statistic al deprecierei leului⁴⁰. Sub influența acestuia, viteza de creștere a depozitelor totale din M3 ale populației s-a menținut constantă, deși atât componenta în lei, cât și cea în valută (exprimată în euro) au consemnat dinamici în scădere; cea dintâi a fost însă mai puțin afectată, întrucât, similar perioadei precedente, populația a beneficiat de alocarea unor sume din surse bugetare⁴¹. În schimb, dinamica depozitelor totale ale companiilor (incluse în M3) a redevenit pozitivă, în condițiile în care, pe de o parte, plasamentele în lei ale acestui segment și-au atenuat scăderea soldului (care a fost alimentat, printre altele, și de o serie de plăți de la bugetul de stat⁴²), iar pe de altă parte, depozitele în valută au continuat să consemneze o dinamică pozitivă, dar în scădere. În aceste condiții, ponderea medie a depozitelor în valută în masa monetară s-a redus (-0,8 puncte procentuale, până la 31,5 la sută), nivelul înregistrat menținându-se însă printre cele mai mari din ultimii patru ani.

Din perspectiva contrapartidelor M3, doar creditul acordat sectorului privat a acționat în sensul limitării creșterii lichidității din economie, influența sa fiind însă contrabalansată de impactul conjugat exercitat de amplificarea creditului net al sectorului public central, de atenuarea contracției soldului activelor externe nete și respectiv de temperarea creșterii pasivelor financiare pe termen lung (inclusiv conturile de capital).

Creditul

În perioada iunie-august 2009, scăderea dinamicii⁴³ creditului acordat sectorului privat s-a accentuat (-7,6 puncte procentuale, până la 4,5 la sută), acest indicator atingând astfel cea mai mică valoare din ultimii opt ani. Evoluția s-a datorat atât componenteii în lei, a cărei variație procentuală a devenit negativă, în premieră pentru ultimii opt ani, cât și creditului în valută, care a înregistrat, pentru prima oară în ultimii opt ani și jumătate, o rată de creștere de sub două procente. Prin urmare, structura creditului sectorului privat s-a înrăutățit ușor, fiind consemnată o majorare a ponderii medii deținute de componenta în devize (la 59,5 la sută – maximum ultimilor patru ani), atribuibilă însă preponderent efectului statistic al deprecierei monedei naționale.

Cererea și oferta de credite au continuat să fie restricționate în această perioadă în principal de: (i) declinul activității economice

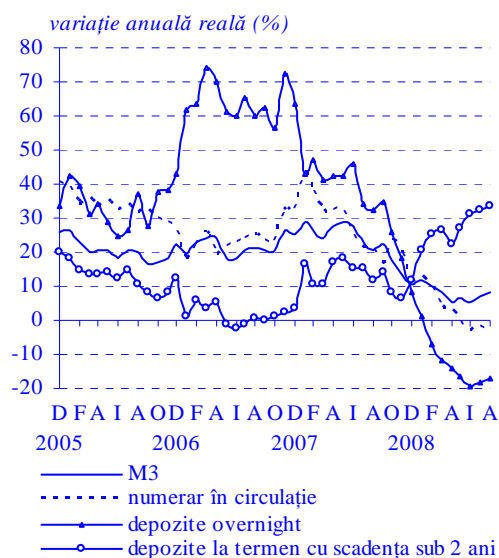
⁴⁰ Deprecierea anuală a leului față de euro a fost cea mai mare din ultimii cinci ani și jumătate.

⁴¹ Plăți cum ar fi cele pentru agricultură (inclusiv din fonduri europene).

⁴² Conform calculelor pe baza informațiilor disponibile pe site-ul Guvernului României, în lunile iulie-august 2009 s-au efectuat rambursări de TVA în valoare de peste 1,6 miliarde lei.

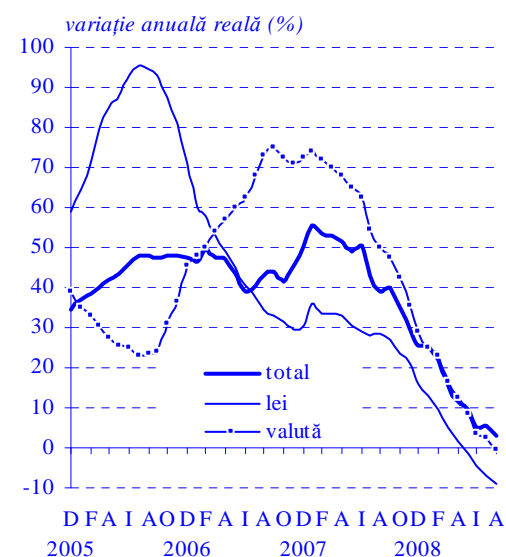
⁴³ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada iunie-august 2009, exprimate în termeni reali.

Principalele componente ale masei monetare

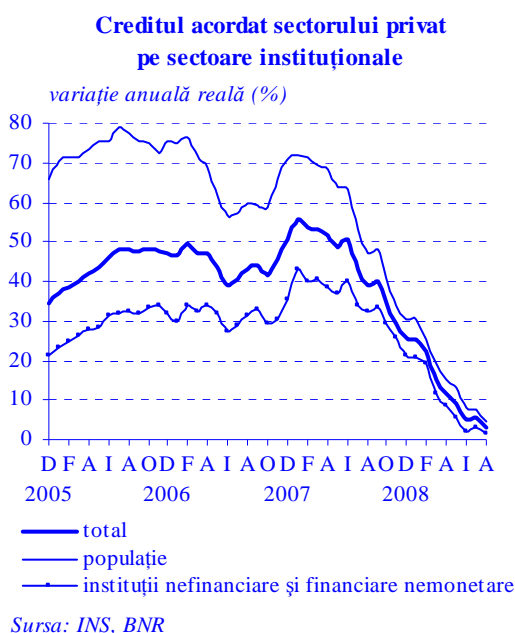


Sursa: INS, BNR

Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR



și perspectivele nefavorabile pe termen scurt ale acestora⁴⁴ și de (ii) sporirea prudenței instituțiilor de credit, manifestată prin înăsprirea standardelor și a termenilor de creditare⁴⁵ (deși într-o măsură mai mică decât în trimestrele precedente), precum și prin majorarea deținerilor de titluri de stat.

Analiza din perspectiva structurii pe sectoare instituționale relevă faptul că declinul dinamicii creditului a continuat să fie mai abrupt la nivelul companiilor (până la 2,2 la sută, reducându-se cu 75 la sută comparativ cu cea din perioada anterioară). Tendința de deteriorare a evoluției a fost comună tuturor categoriilor de credite ale acestor beneficiari, dinamicile specifice pătrunzând sau adâncindu-se în teritoriul negativ; doar împrumuturile în valută pe termen lung ale companiilor au continuat să consemneze rate pozitive de creștere anuală (aflate la rândul lor pe o traiectorie descendentă), posibil și datorită efectului imprimat de operațiunile de reeșalonare a creditelor.

La rândul lor, creditele acordate populației și-au înjumătățit ritmul de creștere (6,9 la sută), în special pe seama scăderii mai puternice a dinamicii componente pentru consum (în lei și în valută). În schimb, dinamica împrumuturilor pentru locuințe în lei s-a reaccelerat pentru prima oară de la mijlocul anului 2008 (în pofida unei relative creșteri a ratei dobânzii), iar cea a creditelor în valută cu această destinație s-a menținut relativ înaltă, deși a continuat să descrească; evoluția ar putea avea ca explicație, printre altele, apariția primelor efecte ale demarării programului de creditare imobiliară cu garanția statului („Prima casă”).

Datele furnizate de CRB⁴⁶ sugerează însă faptul că volumul creditelor noi a continuat să se mărească în raport cu perioada precedentă în toate domeniile de activitate, cu excepția agriculturii. Printre posibii factori determinanți ai acestei dinamizări se numără: (i) scăderea accesului sectorului nebancaar la finanțarea externă⁴⁷, (ii) relativa temperare a volatilității cursului de schimb leu/euro, (iii) scăderea ratelor dobânzilor la majoritatea împrumuturilor noi ale populației și ale societăților nefinanciare, dar mai ales (iv) continuarea practicii de renegociere a contractelor, pe fondul persistenței riscului deteriorării portofoliului de credite al

⁴⁴ Conform sondajelor INS din această perioadă privind așteptările managerilor societăților comerciale din principalele domenii economice.

⁴⁵ Conform Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, publicat în luna august 2009.

⁴⁶ Referitoare la creditele în valoare de peste 20 000 lei aprobate în perioada analizată.

⁴⁷ Conform datelor din bilanța de plăți, în intervalul mai-iulie 2009, valoarea netă a creditelor financiare externe ale sectorului nebancaar a fost consecvent negativă.

băncilor⁴⁸. Firmele din industrie, servicii și construcții au consemnat cele mai consistente fluxuri de credite noi din luna octombrie 2008 până în prezent, valoarea înregistrată în cazul primelor două sectoare atingând chiar două recorduri absolute consecutive (în lunile iunie și iulie). Și creditarea populației pare să se fi ameliorat, volumul împrumuturilor noi acordate acestui segment în lunile iunie și iulie fiind cel mai mare de la începutul anului 2009; totuși, nivelul acestor tranzacții s-a menținut la o valoare de circa patru ori mai mică decât cele înregistrate în urmă cu un an.

În contrast cu evoluția creditului sectorului privat, creditul net acordat administrației publice centrale și-a intensificat efectul stimulator exercitat asupra M3, în principal pe seama creșterii volumului titlurilor de stat deținute de instituțiile de credit.

⁴⁸ Ponderea creditelor restante ale populației și societăților nefinanciare în totalul creditelor sectorului privat a continuat să se majoreze, atingând o medie de 3,4 la sută (+0,6 puncte procentuale față de perioada precedentă).

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2009 la nivelul de 4,5 la sută, cu 0,2 puncte procentuale peste cel prognozat în Raportul asupra inflației din luna august 2009 (4,3 la sută). Pentru sfârșitul anului 2010 se prevede reducerea ratei inflației sub ținta centrală (de 3,5 la sută), la 2,6 la sută, nivel similar celui prognozat anterior.

Revizuirea în sus a prognozei inflației prețurilor de consum pentru sfârșitul anului 2009 se datorează în principal reevaluării repartizării intertrimestriale a efectelor următoarei runde (reprograme pentru 1 ianuarie 2010) de majorare a accizei la produsele din tutun, care ocupă o pondere semnificativă (4,6 la sută) în coșul de consum al populației. Devansarea, comparativ cu calendarul avut în vedere în proiecția anterioară, a termenului de implementare amplifică în trimestrul IV 2009 impactul inflaționist produs de înglobarea parțial anticipată în prețuri a acestei majorări.

Deși este prevăzut să se restrângă treptat începând cu 2010, deficitul de cerere se va menține ca principală sursă de presiuni dezinflaționiste pe întreg intervalul de proiecție. Traectoria prognozată a ratei anuale a inflației IPC se situează ușor peste cea prezentată în Raportul din luna august în prima parte a intervalului de prognoză, coborând însă sub aceasta cu începerea din trimestrul I 2011. Sensul acestor revizuirii a fost determinat de reevaluarea în sens nefavorabil a influențelor cumulate ale inflației de bază CORE2 și ale prețurilor administrate în prima parte a orizontului, în timp ce scenariile privind evoluția prețurilor volatile (pentru grupa legume, fructe, ouă și pentru combustibili) prevăd contribuții de sens contrar celor dintâi în cea mai mare parte a intervalului analizat.

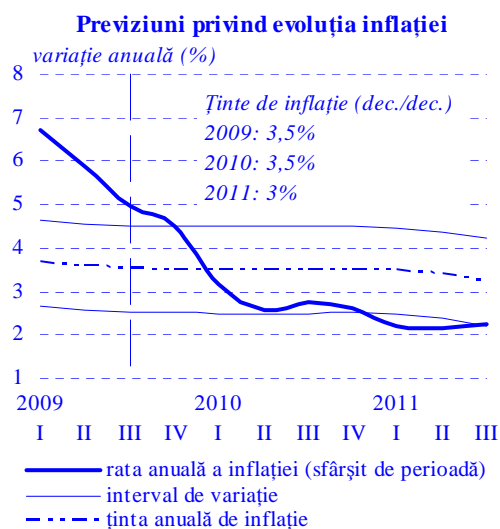
În cazul inflației de bază, pe lângă influența menționată a majorării accizelor la produsele din tutun, dezinflația mai lentă decât cea prevăzută anterior în prima parte a intervalului de referință se datorează reevaluării anticipațiilor inflaționiste pe fondul incertitudinilor referitoare la persistența șocurilor adverse de ofertă din perioadele recente. Între acestea se remarcă impactul decalat exercitat asupra anticipațiilor de deprecierea puternică a monedei naționale de la sfârșitul anului anterior și din prima parte a celui curent. Pentru a doua parte a intervalului de proiecție se prevede revenirea treptată a inflației CORE2 sub influența predominantă a factorilor asociați evoluției cererii agregate din economie, stimulând pe această cale progresul dezinflației.

Conduita politicii monetare va fi în continuare prudentă și echilibrată, urmărind, pe termen scurt, reducerea ecarterului între ratele dobânzilor interbancare și cea a BNR iar ulterior, ajustarea ansamblului condițiilor monetare reale pentru a asigura atât sustenabilitatea menținerii ratei inflației în interiorul intervalului din jurul țintelor stabilite, cât și susținerea revitalizării procesului de creditare a ansamblului economiei naționale. Atingerea acestor obiective este condiționată în mare măsură de absența unor abateri substanțiale de la ipotezele prognozei privind evoluția mediului extern și coordonatele mix-ului de politici macroeconomice.

Analiza riscurilor asociate prognozei curente sugerează că riscurile de abatere în sus a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază apar a fi ceva mai ridicate decât cele ale unei abateri de sens contrar, cu precădere pe termen scurt. Pe termen mediu, însă, revenirea anticipată a mix-ului politicilor macroeconomice în zona unei coordonări mai eficiente va face ca balanța riscurilor la adresa inflației și activității economice din scenariul de bază să redevină relativ echilibrată.

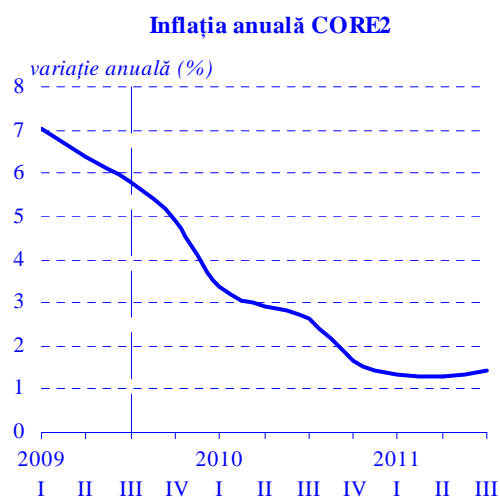
Pe termen scurt, principalul factor de risc al proiecției curente este asociat evoluțiilor bugetare, în condițiile în care climatul politic instabil din perioadele recente relevă posibilitatea amplificării dificultăților de realizare a parametrilor bugetari programați, a structurii cheltuielilor și, pe acest fond, a înlăspirii condițiilor de acces la surse de finanțare necesare. În lipsa unui program ferm de redresare a derapajelor acumulate anterior, anticiparea consecințelor negative ale unor politici macroeconomice suboptimale ar putea conduce la inflamarea așteptărilor de depreciere a monedei naționale și efecte induse cu anticipație de acestea asupra cursului de schimb și inflației.

Similar rundelor anterioare de prognoză, o sursă importantă de riscuri este asociată evoluției în cadrul intervalului de prognoză a activității economice și a piețelor financiare pe plan internațional. Deviații de la ipotezele incluse în scenariul de bază, ar putea genera, prin canalul comerțului exterior și prin cel al fluxurilor financiare, abateri ale ratei inflației și ale creșterii economice de la traiectoriile prognozate. A priori, riscurile deviațiilor în ambele sensuri sunt considerate a fi echilibrate. La rândul lor, riscurile legate de evoluțiile prețurilor petrolului și ale altor materii prime, ale prețurilor administrate și ale celor volatile ale bunurilor alimentare apar a fi relativ simetric distribuite în raport cu traiectoriile proiectate în scenariul de bază al prognozei curente.

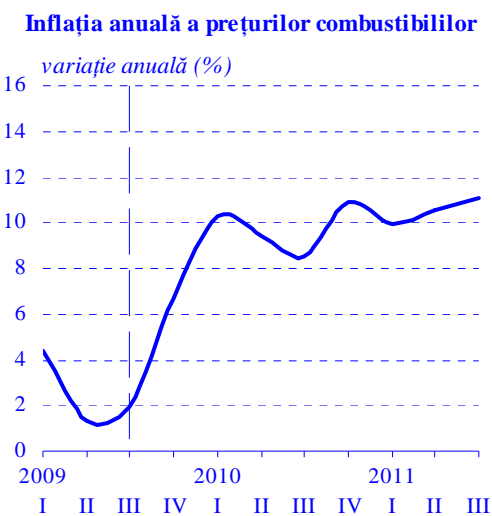


Notă: Lățimea intervalului de variație este de ± 1 punct procentual

Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

1. Scenariul de bază

1.1. Perspectivele inflației

În scenariul de bază al proiecției, rata anuală a inflației IPC se plasează la sfârșitul anului 2009 la valoarea de 4,5 la sută (cu 0,2 puncte procentuale mai sus față de proiecția aferentă Raportului asupra inflației din luna august), în timp ce pentru sfârșitul anului 2010 se prognozează atingerea unui nivel de 2,6 la sută (egal cu cel din proiecția anterioară). Astfel, rata anuală proiectată a inflației IPC se situează, atât la sfârșitul anului 2009, cât și la sfârșitul anului 2010, în intervalul de variație de ± 1 la sută din jurul țintei centrale stabilite la 3,5 la sută pentru ambii ani.

Tabelul nr. 5.1. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

procente

Perioada	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010	T4 2010	T1 2011	T2 2011	T3 2011
Țintă	3,5				3,5			
Proiectată	4,5	3,2	2,6	2,7	2,6	2,2	2,2	2,2

Evoluția ratei anuale a inflației IPC pe orizontul de prognoză este determinată de traiectoriile proiectate ale inflației de bază CORE2 și ale inflației combustibililor, precum și de scenariile adoptate pentru inflația prețurilor administrate și inflația prețurilor volatile ale legumelor, fructelor și ouălor. Față de Raportul asupra inflației din august, proiecția curentă încorporează următoarele revizui:

- (i) Contribuția cumulată a inflației prețurilor administrate și a inflației prețurilor volatile ale legumelor, fructelor și ouălor la inflația IPC este mai redusă în 2009 și 2010, dar exercită presiuni inflaționiste suplimentare pe parcursul anului 2011. Această modificare se datorează revizuirii inflației prețurilor volatile ale legumelor, fructelor și ouălor în jos în anul 2009 și 2010 și în sus în anul 2011, efectul fiind parțial contrabalansat de revizuirea de sens opus a traiectoriei inflației prețurilor administrate în cei trei ani⁴⁹.
- (ii) Rata anuală a inflației combustibililor are o evoluție mai favorabilă procesului dezinflaționist în prima parte a orizontului de proiecție, dar o contribuție mai mare la rata anuală a inflației IPC în a doua parte. Deși beneficiază de o valoare mai redusă în punctul de pornire⁵⁰ față de Raportul asupra inflației din august, în condițiile creșterii anticipate a prețului

⁴⁹ Informații suplimentare cu privire la scenariile asociate componentelor exogene ale inflației sunt prezentate în subsecțiunea 1.2. Presiuni exogene asupra inflației.

⁵⁰ Primul trimestru de prognoză - trimestrul IV al anului curent.

petrolului⁵¹ pe tot orizontul de proiecție și ale ajustării accizei la benzină și motorină prevăzute pentru 1 ianuarie 2010, rata anuală a inflației combustibililor se situează peste cea a IPC pe tot orizontul de proiecție.

- (iii) Traectoria *ratei anuale a inflației CORE2* a fost reevaluată în sus pentru prima parte a orizontului de proiecție, dezinflația la nivelul acestei variabile fiind mai accentuată pentru a doua parte. Având în vedere ponderea semnificativă pe care bunurile incluse în coșul aferent indicelui CORE2 o au în cel al IPC, inflația CORE2 este componenta cu cea mai mare contribuție la procesul dezinflaționist.

Rata anuală a inflației de bază CORE2 se situează pe o traiectorie descrescătoare⁵² în cea mai mare parte a orizontului de proiecție, această dinamică accentuându-se în a doua jumătate a anului 2010. Revizuirea ratei anuale a inflației CORE2 în prima parte a orizontului de prognoză se datorează, în principal, presupunerii realizării unor creșteri mai consistente ale prețurilor la tutun și țigarete în trimestrul IV al anului curent, în anticiparea majorării accizei la aceste produse, preconizată a avea loc la 1 ianuarie 2010. Față de Raportul asupra inflației din august, efectele majorării accizei la tutun și țigarete asupra ratei trimestriale a inflației CORE2 sunt presupuse astfel a fi mai mari în trimestrul IV al anului curent și trimestrul I al anului 2010, dar mai reduse în următoarele trimestre ale anului 2010. Aglomerarea calendarului de realizare a ajustărilor în nivelul accizelor la tutun și țigarete⁵³ și magnitudinea acestor ajustări pot conduce la inflamarea așteptărilor inflaționiste ale agenților economici, atât în trimestrul IV al anului curent, cât și dincolo de orizontul trimestrului I al anului 2010, în condițiile în care se anticipează că o parte a acestor ajustări ar putea exercita efecte de runda a doua asupra prețurilor unor categorii mai largi de produse din economie.

În ceea ce privește cererea agregată, aceasta acționează în sensul diminuării inflației CORE2 pe tot orizontul de proiecție. Amplitudinea deficitului de cerere se menține la valori ridicate, similare celor din proiecția anterioară. Preluarea cu o anumită întârziere a presiunilor dezinflaționiste provenind din partea cererii agregate la nivelul inflației CORE2 se datorează preponderent incertitudinii sporite cu care se confruntă agenții economici, șocurile nefavorabile de ofertă care au afectat economia în perioadele

⁵¹ Creșterea prețului petrolului în trimestrul III 2011 față de trimestrul IV 2009 este egală cu 14,2 la sută.

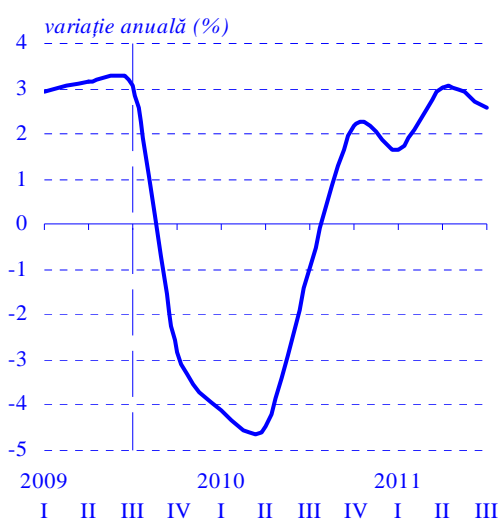
⁵² Reducerea semnificativă a ratei anuale a inflației CORE2 prognozată pentru trimestrul IV 2009 față de cea realizată în trimestrul III 2009 (la 4,9 la sută de la 5,8 la sută) se datorează și unui efect de bază pronunțat. Astfel, rata trimestrială proiectată pentru trimestrul IV 2009 este cu 3,7 puncte procentuale mai mică față de cea realizată în trimestrul IV 2008.

⁵³ Ultima majorare a fost realizată în septembrie 2009, iar următoarea este prevăzută pentru ianuarie 2010.

recente având un impact negativ remanent asupra așteptărilor inflaționiste ale acestora. Proiecția curentă încorporează ipoteza unei diminuări treptate a efectelor negative ale factorilor de ofertă (cea mai importantă influență nefavorabilă venind din partea majorării accizei la tutun și țigarete), având ca rezultat reducerea anticipațiilor inflaționiste de la valorile din prezent către niveluri mai scăzute, concordante cu țintele de inflație stabilite. Simultan cu atenuarea graduală a efectelor șocurilor de ofertă, factorii de cerere vor deveni principalii determinanți ai dezinflației CORE2, traiectoria proiectată a acesteia coborând sub cea a inflației IPC începând cu trimestrul III 2010.

În concordanță cu revenirea treptată a activității economice din zona euro, încorporată în ipotezele proiecției, rata anuală a inflației IAPC este anticipată să înregistreze valori trimestriale în creștere pe parcursul orizontului de proiecție, situate însă sub cele din scenariul de bază anterior. Luând în considerare și diminuarea anticipată a presiunilor inflaționiste din partea cursului de schimb, în condițiile unei temperări a aversiunii la risc a investitorilor străini, inflația prețurilor de import își va menține contribuția favorabilă exercitată asupra inflației CORE2.

Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, calcule BNR

1.2. Presiuni exogene asupra inflației

Oferta abundentă de legume și fructe din acest an cumulată cu efectul unei cereri în reducere au avut un impact favorabil asupra inflației prețurilor volatile ale mărfurilor alimentare (legume, fructe și ouă). Anticiparea manifestării și pe orizontul de proiecție a acestor influențe a condus la revizuirea în scădere a scenariului privind evoluția acestei componente, astfel încât contribuția la rata anuală a inflației IPC este mai favorabilă atât în 2009, cât și în 2010, comparativ cu runda anterioară de prognoză.

Tablel nr. 5.2. Scenariul privind evoluția prețurilor administrate și a celor volatile

		Prețuri volatile ale alimentelor			Prețuri administrate		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011
Proiecția curentă	Variație anuală (%)	-2,8	2,2	4,6	4,3	2,7	2
	Contribuție la inflația anuală IPC (p.p.)	-0,2	0,2	0,3	0,8	0,5	0,4
Proiecția anterioară	Variație anuală (%)	2,4	3,5	2,6	3,7	2,3	2,4
	Contribuție la inflația anuală IPC (p.p.)	0,2	0,3	0,2	0,7	0,4	0,5

În stabilirea coordonatelor scenariului privind inflația prețurilor administrate s-a ținut seama de ipotezele asumate cu privire la grupa prețurilor bunurilor energetice. Comparativ cu runda anterioară de prognoză, principalele modificări vizează majorarea tarifelor la energie termică în ultimul trimestru al anului curent și o creștere suplimentară a celor la energie electrică în ianuarie 2010.

Tabelul nr. 5.3. Scenariul privind evoluția prețurilor energetice

procente, variație anuală

	Energie electrică			Energie termică			Gaze naturale		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Proiecția curentă	0,2	0,2	0,0	10,1	5,2	1,5	-8,4	0,0	0,0
Proiecția anterioară	0,2	0,0	0,0	8,1	5,2	1,5	-8,3	0,0	0,0

Diferențele față de runda anterioară de prognoză nu sunt semnificative în cazul ipotezelor de evoluție a variabilelor externe. Proiecția actuală încorporează scenariul unei vulnerabilități mai ridicate a monedei americane pe piețele internaționale, evidențiată de un curs de schimb persistent mai depreciat raportat la moneda europeană. Pe fondul îmbunătățirii prognozelor legate de evoluția economiei globale și, astfel, al anticipării unei revigorări a cererii de materii prime, proiecția curentă utilizează ipoteza unei creșteri de mai mare amploare în următoarele trimestre a prețului petrolului.

De altfel, și în ceea ce privește scenariul de evoluție a economiei zonei euro, prognozele legate de creșterea economică au fost revizuite în sens favorabil – în contextul reducerii substanțiale a anticipațiilor privind rata dobânzii EURIBOR pe orizontul următorilor doi ani⁵⁴. Pornind de la valorile actuale foarte scăzute, rata anuală a inflației IAPC este așteptată să se înscrie pe o traiectorie în creștere pe orizontul proiecției, urmând să revină în apropierea valorii de 2 la sută, nivel consistent cu definiția stabilității prețurilor în viziunea BCE.

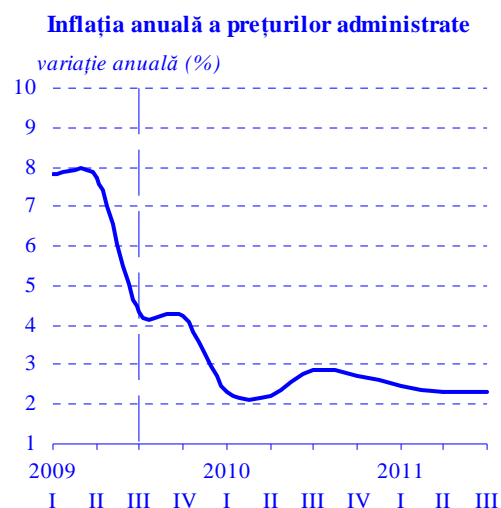
Tabelul nr. 5.4. Evoluția așteptată a variabilelor externe

valori medii anuale

	2009	2010	2011
Prețul petrolului WTI (dolari/baril)	60,1	72,4	78,7
Cursul euro/dolar	1,39	1,42	1,38
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% pe an)	1,25	1,25	2,21
Creștere economică în zona euro (%)	-3,9	1,2	1,3
Inflația anuală din zona euro (%)*	0,4	1,3	1,7

* Valoare aferentă trimestrului IV

⁵⁴ Nu trebuie ignorată aici influența asupra activității economice venită din partea celorlalte componente ale *mix*-ului de politici macroeconomice.



Sursa: INS, calcule BNR

1.3. Presiuni din partea cererii agregate

1.3.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

În trimestrul II 2009, contracția activității economice, începută la sfârșitul anului 2008, a continuat, nivelul PIB scăzând în termeni reali față de aceeași perioadă a anului trecut cu 8,7 la sută⁵⁵. În condițiile unei magnitudini mai reduse a scăderii PIB în trimestrul II 2009 decât cea anticipată la runda anterioară de prognoză, a avut loc o reevaluare, în sensul reducerii deficitului de cerere aferent acestui trimestru. Pentru trimestrul III se estimează continuarea contracției activității economice, dar cu un ritm trimestrial mai redus. Având în vedere și analiza unui set mai amplu de indicatori statistici se anticipează amplificarea deficitului de cerere și pe parcursul acestui trimestru, ceea ce implică o intensificare, *ceteris paribus*, a presiunilor dezinflaționiste din partea cererii agregate în trimestrele următoare.

Propagarea cu intensitate crescândă a efectelor crizei economice internaționale asupra economiei românești s-a reflectat și în restrângerea substanțială a activității investiționale, în diminuarea fluxurilor de capital (cu impact negativ asupra procesului de re tehnologizare a firmelor din România) și în scăderea presiunilor acumulate anterior pe piața muncii prin eliberarea de forță de muncă și creșterea ratei șomajului. În aceste condiții, se apreciază că ritmul de creștere a PIB potențial în 2009 se reduce substanțial comparativ cu ritmul înregistrat în anul 2008. În ipoteza îmbunătățirii percepției agenților economici asupra perspectivelor economice și a revigorării procesului investițional pe parcursul anului 2010, se consideră că ritmurile trimestriale de creștere a PIB potențial se vor accelera comparativ cu cele de pe parcursul anului 2009.

Conform datelor comunicate de Institutul Național de Statistică, rata trimestrială de creștere a PIB pentru trimestrul II (serie ajustată sezonier comunicată de INS) s-a corectat semnificativ comparativ cu cea înregistrată în trimestrul I⁵⁶, dar continuă să fie negativă pentru al patrulea trimestru consecutiv. Încetinirea substanțială a declinului trimestrial al PIB s-a produs pe fondul unor variații trimestriale mai pronunțat negative ale consumului individual efectiv al gospodăriilor populației și ale formării brute de capital fix. Aceste reduceri au fost compensate într-o anumită măsură de revenirea în teritoriu pozitiv a ritmului trimestrial de variație a exporturilor (care a devansat tendința similară a importurilor), a

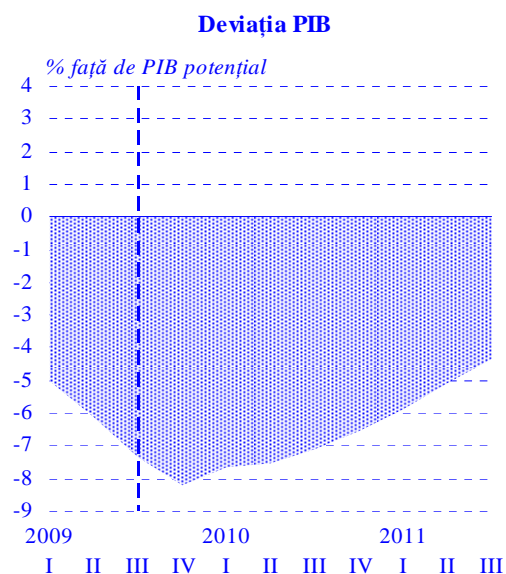
⁵⁵ Date INS neajustate sezonier.

⁵⁶ Ratele trimestriale de creștere a PIB corespunzătoare datelor ajustate sezonier sunt -0,1 la sută în trimestrul III 2008, -2,8 la sută în trimestrul IV 2008, -4,6 la sută în trimestrul I 2009 și -1,1 la sută în trimestrul II 2009.

consumului colectiv efectiv al administrațiilor publice, precum și de diminuarea semnificativă a discrepanței statistice și a variației stocurilor⁵⁷. Menținerea unor condiții restrictive de creditare, ilustrate de rate relativ ridicate ale dobânzii la credite, precum și prudența accentuată a agenților economici pe fondul unor anticipații nefavorabile privind fluxurile viitoare ale veniturilor au contribuit la adâncirea contracției absorbției interne, în timp ce deprecierea monedei naționale din trimestrele anterioare, precum și stabilizarea activității economice în economiile partenere⁵⁸ au determinat dinamica pozitivă a exporturilor nete.

În acest context, în runda actuală de proiecție evaluarea poziției ciclice a economiei din trimestrul II 2009 a fost revizuită față de runda anterioară de proiecție, în sensul reducerii în termeni relativi a deficitului de cerere. Pentru trimestrul III 2009 se estimează un *gap* negativ al PIB în creștere comparativ cu cel din trimestrul II, sugerând, *ceteris paribus*, menținerea unor presiuni dezinflaționiste ample din partea cererii agregate.

Nivelul consumului final total din trimestrul II 2009 a înregistrat o scădere în termeni trimestriali de 2,8 la sută (INS, date ajustate sezonier)⁵⁹, reflectând dinamica negativă a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, în condițiile în care dinamica trimestrială a consumului colectiv efectiv al administrațiilor publice a redevenit pozitivă. Pentru trimestrul III este anticipată stagnarea consumului individual efectiv al gospodăriilor populației la aproximativ același nivel din trimestrul anterior, acesta continuând să se situeze sub nivelul de trend în condițiile constrângerilor asupra veniturilor disponibile, precum și ale menținerii unei înclinații ridicate spre economisire având în vedere incertitudinile privind fluxurile de venituri viitoare. Aceste aspecte sunt reflectate în creșterea și situarea peste tendința pe termen mediu a ratei șomajului⁶⁰, în încetinirea ritmului de creștere a



Sursa: INS, calcule BNR

⁵⁷ Ratele trimestriale de creștere ale consumului individual efectiv al gospodăriilor populației (date ajustate sezonier) au fost de -3,2 la sută în trimestrul II 2009, respectiv -0,9 la sută în trimestrul I 2009, ale formării brute de capital fix, -13,5 la sută în trimestrul II, respectiv -7,1 la sută în trimestrul I, ale consumului colectiv efectiv al administrațiilor publice, 4,4 la sută în trimestrul II, respectiv -14,7 la sută în trimestrul I, ale exporturilor, 5,0 la sută în trimestrul II, respectiv -8,1 la sută în trimestrul I, iar ale importurilor, 3,1 la sută în trimestrul II, respectiv -14,3 la sută în trimestrul I.

⁵⁸ În trimestrul II 2009, rata trimestrială de creștere a PIB din zona euro a fost de -0,2 la sută, comparativ cu o rată trimestrială de -2,5 la sută înregistrată în primul trimestru din 2009 (date ajustate sezonier).

⁵⁹ Rata de creștere anuală (date ajustate sezonier) a consumului final total a fost de -7,0 la sută în trimestrul II 2009.

⁶⁰ Rata șomajului (șomeri înregistrați, date neajustate sezonier) a crescut continuu începând cu iulie 2008 (3,7 la sută), situându-se în septembrie 2009 la 6,9 la sută.

salariului real net din economie⁶¹ precum și în menținerea dinamicii negative a fluxului de credite noi acordate populației⁶². În același timp, depozitele cu durata inițială de până la doi ani inclusiv au continuat să crească și în trimestrul III 2009, înregistrând însă o dinamică trimestrială mai redusă comparativ cu cele din primele două trimestre⁶³. În condițiile unei comprimări severe a cererii, oferta de bunuri și servicii de pe piață a cunoscut o diminuare majoră comparativ cu nivelurile înregistrate anterior, dinamica anuală a cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul de mărfuri (excluzând autovehiculele) menținându-se puternic negativă, în timp ce rata trimestrială a redevenit ușor pozitivă⁶⁴.

Rata trimestrială de creștere a consumului final colectiv al administrațiilor publice a redevenit pozitivă în trimestrul II 2009, respectiv 4,4 la sută (serie ajustată sezonier comunicată de INS). Proiecția consumului public corespunzător trimestrului III situează valoarea acestuia la un nivel ușor superior tendinței pe termen mediu. Deficitul public a continuat să se mărească, pe fondul unei diminuări a veniturilor ce a reflectat situația economică precară însoțită de ajustarea insuficientă a cheltuielilor angajate, datele preliminare disponibile la sfârșitul lunii septembrie indicând o pondere a acestuia în PIB de 5,1 la sută.

Formarea brută de capital fix, reprezintă, alături de consumul privat, componenta care contribuie decisiv la dinamica negativă a PIB în trimestrul II 2009, aceasta înregistrând un declin major față de valoarea din trimestrul anterior (-13,5 la sută, date ajustate sezonier comunicate de INS)⁶⁵. În trimestrul III 2009 este așteptată o diminuare a ritmului trimestrial de scădere, în condițiile unei dinamici anuale încă puternic negative.

⁶¹ În august 2009 salariul real net în economie a crescut cu 0,4 la sută comparativ cu media trimestrului III 2008, față de 2,7 la sută în trimestrul II 2009 raportat la același trimestru din anul anterior.

⁶² Fluxul de credite noi cumulat în lei și valută acordate gospodăriilor populației a scăzut în trimestrul III 2009 comparativ cu media trimestrului III 2008 cu 70,8 la sută în termeni nominali, față de un ritm de -73,9 la sută în trimestrul II 2009 comparativ cu media trimestrului II 2008.

⁶³ În această categorie sunt incluse și depozitele rambursabile după notificare la cel mult trei luni inclusiv. În trimestrul III 2009, depozitele cu durata inițială de până la doi ani inclusiv au crescut cu 3,8 la sută față de nivelul înregistrat în trimestrul anterior, ratele trimestriale de creștere din primele două trimestre ale anului 2009 fiind de 21,8 la sută, respectiv 6,5 la sută.

⁶⁴ În primele două luni ale trimestrului III 2009, cifra de afaceri în comerțul cu amănuntul de mărfuri (cu excepția comerțului cu autovehicule și motocicletele) a scăzut cu -12,7 la sută comparativ cu media trimestrului III 2008, rata trimestrială de creștere fiind de 0,7 la sută.

⁶⁵ Dinamica anuală a formării brute de capital fix a fost în trimestrul II 2009 de -27,6 la sută (date INS ajustate sezonier).

Investițiile în utilaje au scăzut substanțial în trimestrul II comparativ cu aceeași perioadă a anului trecut, respectiv cu 52,7 la sută, reflectând o prudență crescută a agenților economici în procesul de alocare de resurse pentru re tehnologizarea firmelor pe fondul crizei economice, cu impact negativ și asupra ratei de creștere a PIB potențial. Evoluția puternic descendentă a investițiilor în utilaje este coroborată și cu dinamica importurilor de bunuri de capital care au continuat să înregistreze și în trimestrul II rate (anuală, respectiv trimestrială) negative de creștere⁶⁶. În plus, începând cu trimestrul II 2009, construcțiile noi înregistrează la rândul lor rate anuale negative, respectiv -9,2 la sută. Având în vedere diminuarea semnificativă a resurselor externe de finanțare, orientarea spre contractarea de credite bancare de pe piața bancară internă este limitată de caracterul restrictiv al ratelor reale ale dobânzilor la credite, evoluția ratei trimestriale de creștere a creditului pe termen mediu și lung acordat persoanelor juridice în trimestrul III 2009 fiind, în acest context, doar ușor pozitivă⁶⁷.

În trimestrul II, dinamica trimestrială a exporturilor nete a revenit la o valoare ușor pozitivă, respectiv 0,2 la sută, pe fondul unor ritmuri trimestriale pozitive înregistrate atât la nivelul exporturilor cât și al importurilor⁶⁸, dar continuă să se afle sub valoarea pe termen mediu. La dinamica trimestrială pozitivă a exporturilor din trimestrul II (reflectată de altfel și de dinamica producției industriale⁶⁹) au contribuit cel mai probabil atât stabilizarea cererii externe⁷⁰, cât și deprecierea monedei naționale din perioadele anterioare. Evoluția descendentă a importurilor a fost influențată de restrângerea cererii interne pe fondul reducerii veniturilor populației, precum și de deprecierea monedei naționale din perioadele anterioare.

⁶⁶ În trimestrul II 2009, importurile de bunuri de capital (exprimate în euro) au scăzut cu 56,2 la sută comparativ cu media aceleiași perioade a anului trecut și cu -14,0 la sută comparativ cu valoarea înregistrată în trimestrul I 2009 (date ajustate sezonier).

⁶⁷ Rata de creștere anuală a creditului pe termen mediu și lung acordat persoanelor juridice continuă să se diminueze (-3,9 la sută în trimestrul III 2009 comparativ cu media trimestrului III 2008), rata trimestrială de creștere revenind la valori ușor pozitive (2,6 la sută în trimestrul III comparativ cu media trimestrului II 2009).

⁶⁸ A se vedea nota de subsol 57.

⁶⁹ În trimestrul II, producția industrială a crescut cu 1,6 la sută comparativ cu trimestrul I 2009, iar în primele două luni ale trimestrului III cu 1,4 la sută comparativ cu media trimestrului II 2009. Dinamica trimestrială pozitivă înregistrată în trimestrul II 2009 de producția industrială de bunuri intermediare și bunuri de capital (4,4 la sută, respectiv 12,1 la sută) a fost reflectată și în evoluția exporturilor de bunuri intermediare și capital, care au înregistrat rate trimestriale de creștere de 0,3 la sută respectiv 14,8 la sută în trimestrul II (date ajustate sezonier INS).

⁷⁰ A se vedea nota de subsol 58.

1.3.2. Implicații ale evoluțiilor recente ale cursului de schimb al leului și ale ratelor dobânzilor asupra activității economice

În trimestrul III 2009 moneda națională a avut o evoluție cvasistabilă⁷¹, marcând o ușoară apreciere din perspectiva cursului efectiv de schimb⁷², comparativ cu media trimestrului anterior, atât în termeni nominali, cât și reali. Față de perioada precedentă, traiectoria cursului de schimb al leului față de moneda euro a fost mai puțin corelată cu cea a altor monede din regiune, celelalte valute⁷³ înregistrând aprecieri mai însemnate, fiind însoțite și de volatilități mai ridicate. Evoluția cursurilor de schimb ale monedelor statelor din Europa Centrală și de Est a fost indusă și de o ameliorare a sentimentului investitorilor financiari pentru piețele din această regiune, stimulată de datele pozitive privind activitatea economică în țări precum Germania, Franța, Cehia, Polonia⁷⁴.

În trimestrul III 2009, cursul real efectiv de schimb al monedei naționale exercită prin intermediul canalului exportului net un impact stimulativ asupra cererii agregate viitoare, în reducere ușoară față de trimestrul anterior. Pe de altă parte, prin intermediul efectelor de avuție și bilanț impactul exercitat de cursul de schimb este ușor restrictiv. Efectul net transmis de cursul de schimb asupra cererii agregate viitoare prin intermediul celor două canale menționate mai sus se evaluează a fi stimulativ, dar în reducere față de cel exercitat în trimestrul anterior. Astfel, prin canalul cererii agregate leul continuă să acționeze, *ceteris paribus*, în direcția atenuării presiunilor dezinflaționiste. Ușoara apreciere în termeni nominali a leului în trimestrul III față de perioada anterioară are impact favorabil direct asupra evoluției prețurilor bunurilor importate, acționând, *ceteris paribus*, în direcția scăderii ratei inflației IPC.

Pe parcursul trimestrului III 2009 BNR a continuat să se afle în poziția de creditor față de sistemul bancar, deficitul de lichiditate existent pe piața monetară interbancară fiind acomodat prin injecții monetare (aproape integral prin intermediul operațiunilor *repo*).

În decursul perioadei analizate, rata dobânzii interbancare ROBOR ON și-a menținut traiectoria apropiată de cea a ratei dobânzii de politică monetară, reflectând transmisia eficace a reducerilor

⁷¹ Pentru mai multe detalii privind evoluția cursului de schimb al monedei naționale pe parcursul trimestrului III a se vedea Capitolul IV subsecțiunea 2.2. *Cursul de schimb și fluxurile de capital*.

⁷² Cursul efectiv de schimb în raport cu care se realizează analiza este construit pe baza cursurilor de schimb dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolar, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

⁷³ Forintul maghiar, coroana cehă, zlotul polonez.

⁷⁴ Aceste state au înregistrat rate de creștere trimestriale ale PIB pozitive în trimestrul II (date ajustate sezonier).

dobânzii BNR și a ratelor rezervelor minime obligatorii atât la pasivele în lei, cât și la cele în valută. La nivelul ratelor nominale ale dobânzilor practicate de băncile comerciale în relațiile cu clienții la credite și depozite, transmisia evoluției ratelor inter-bancare a fost asimetrică. Scăderea ratelor dobânzilor la depozitele atrase a fost de mai mare amploare decât cea a ratelor dobânzilor la creditele acordate. Aceste evoluții reflectă, pe de o parte, atenuarea competiției dintre bănci pentru atragerea de resurse interne pe fondul ameliorării condițiilor lichidității și persistența unui grad ridicat de prudență din partea băncilor comerciale în relațiile cu clienții nebankari în activitatea de creditare, pe de altă parte.

Pe ansamblul trimestrului III, a avut loc reducerea mai amplă a ratelor dobânzilor nominale la credite și depozite practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebankari comparativ cu așteptările inflaționiste. Astfel, se diminuează impactul restrictiv exercitat de aceste rate ale dobânzii asupra activității economice din perioadele viitoare.

Pentru trimestrul III, se evaluează că efectul cumulat exercitat de cursul de schimb al monedei naționale și de ratele dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relație cu clienții nebankari are un impact neutru asupra activității economice viitoare.

1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

Față de runda anterioară, deviația PIB de la nivelul său potențial nu diferă semnificativ pe parcursul orizontului de proiecție, fiind rezultatul unor revizuirii de amploare relativ redusă ale evoluției proiectate pentru factorii săi determinanți: creșterea economică din zona euro, condițiile monetare în sens larg și coordonatele politicii fiscale⁷⁵. Influența cumulată a acestor factori plasează deviația PIB la niveluri negative pe tot orizontul de proiecție, fapt sinonim cu menținerea unor presiuni dezinflaționiste ample din partea cererii agregate⁷⁶.

Scenariul privind ritmul de creștere economică din zona euro a fost revizuit în mod favorabil pe întregul orizont de proiecție având în vedere că în ultima perioadă au apărut din ce în ce mai multe semnale care ar putea sugera depășirea perioadei de recesiune și

⁷⁵ Deși informațiile disponibile până la momentul finalizării proiecției macroeconomice nu au sugerat, comparativ cu Raportul asupra inflației din luna august, reevaluarea semnificativă a coordonatelor de evoluție a determinanților componente ciclice a PIB, o prezentare mai detaliată a evoluțiilor posibile ale acestora de pe parcursul intervalului de proiecție, actualizată ținând cont de cele mai recente evoluții, este realizată în subsecțiunea 1.4. *Riscuri asociate proiecției*.

⁷⁶ În lipsa acțiunii unor șocuri adverse de natura ofertei (precum majorări ale accizelor, creșteri ale prețului petrolului sau ale altor materii prime etc.), existența unui deficit de cerere de o asemenea amploare ar putea să conducă la ritmuri mult mai susținute de dezinflație.

anticiparea unei reveniri mai rapide a celor mai importante economii din zona euro⁷⁷. Totuși, contribuția cererii externe la deviația exporturilor românești de la nivelul potențial se menține restrictivă până la sfârșitul anului următor, deși în diminuare față de runda anterioară. Manifestarea în continuare a unui efect favorabil asupra exporturilor din partea cursului real de schimb, în paralel cu decelerarea semnificativă a importurilor, este de așteptat să conducă la realizarea în anul curent a unei ajustări substanțiale și persistente a deficitului comercial.

Pe parcursul intervalului de proiecție, impulsurile transmise de politica monetară vor acționa în direcția ajustării condițiilor monetare reale în concordanță cu progresul dezinflației și dinamica deficitului de cerere. Caracterul stimulativ al condițiilor monetare reale în sens larg se va amplifica treptat pe seama reducerii dobânzilor reale și a menținerii influenței favorabile din partea cursului real de schimb.

Viteza și magnitudinea reducerii ratelor reale ale dobânzilor depind inclusiv de factori precum dinamica anticipațiilor inflaționiste și maniera în care băncile comerciale vor alege să răspundă la semnalele politicii monetare. Deocamdată, unele dintre distorsiunile care se manifestă la nivelul ratelor dobânzilor practicate de băncile comerciale pot fi puse pe seama persistenței influenței crizei financiare care a determinat o creștere de durată a ecartului dintre ratele dobânzilor active și pasive⁷⁸. Prin urmare, luând în considerare toți factorii determinanți, este de așteptat ca, începând cu a doua jumătate a anului următor, ratele reale ale dobânzilor practicate de băncile comerciale la depozite și credite în relația cu clienții să se plaseze la un nivel stimulativ pentru cererea agregată.

Respectarea în continuare a obligațiilor asumate în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat cu FMI-UE-IFI poate influența, în sensul reducerii, atât percepția de risc a investitorilor străini față de România, cât și volatilitatea cursului de schimb. Din perspectiva impactului asupra avuției și bilanțului agenților economici, o astfel de evoluție este de așteptat să exercite

⁷⁷ Germania și Franța au înregistrat în trimestrul II a.c. ritmuri pozitive de creștere a PIB real (date ajustate sezonier), pentru prima dată de la începutul crizei financiare și economice internaționale. A se vedea și nota de subsol 74.

⁷⁸ Creșterea *spread*-ului dintre ratele dobânzilor active și pasive vine mai degrabă dintr-o rigiditate mai ridicată la coborâre a ratelor dobânzilor active, în condițiile în care băncile comerciale par să manifeste o aversiune ridicată la risc, iar liniile de finanțare externă s-au redus. De asemenea, menținerea unui ecart pozitiv între ratele interbancare ale dobânzilor și cea de politică monetară acționează în același sens, al unei rigidități sporite în sens descendent a ratelor practicate de băncile comerciale în relațiile cu clienții acestora. Scenariul de bază anticipează reducerea, cu intensitate diferită, a celor două ecarteri menționate (cel dintre ratele active și cele pasive ale băncilor comerciale este anticipat a fi mai persistent), ceea ce ar trebui să contribuie la o ajustare adecvată a condițiilor monetare reale.

o contribuție pozitivă la dinamica cererii interne, inclusiv prin canalul refacerii încrederii în economie.

În privința componentelor cererii agregate, se anticipează că exportul net va avea contribuția dominantă la diminuarea deviației negative a PIB real de la nivelul său potențial pe tot orizontul proiecției. O contribuție minoră în același sens va proveni din partea consumului public. Contribuțiile aferente formării brute de capital fix și consumului privat sunt proiectate a rămâne negative. Este de așteptat însă ca revenirea investițiilor către nivelul de echilibru să se producă într-un ritm sensibil mai rapid decât în cazul consumului. Ca urmare, se anticipează că investițiile și exportul net vor fi principalii factori de impulsare a relansării creșterii economice pe intervalul de prognoză.

În configurarea scenariului privind coordonatele politicii fiscale s-a ținut seama de constrângerile incluse în aranjamentul multilateral de finanțare externă încheiat cu FMI-UE-IFI precum și de cele mai recente informații disponibile. Schimbarea poziției ciclice a economiei (măsurată prin intermediul dinamicii *gap*-ului de PIB) în anul 2009 față de 2008, precum și ajustarea fiscală din 2010 sunt principalii factori care determină existența unui impuls fiscal negativ și prin urmare o conduită prociclică a politicii fiscale⁷⁹, o ușoară inversare a acesteia fiind de așteptat să aibă loc abia în anul 2011.

1.4. Riscuri asociate proiecției

Scenariul de bază descris în secțiunile anterioare cuprinde proiecțiile cu cea mai mare probabilitate de manifestare pe parcursul următoarelor opt trimestre, condiționată de setul de informații disponibile în prezent. Având în vedere că traiectoriile viitoare ale variabilelor macroeconomice sunt afectate de un grad ridicat de incertitudine, este necesară analiza atentă a factorilor de risc cu privire la evoluția inflației și a activității economice. Factorii de risc prezentați în cadrul acestei secțiuni sunt considerați ca având o probabilitate relevantă de manifestare în cadrul orizontului de prognoză actual. Analiza riscurilor asociate prognozei curente sugerează că riscurile de abatere în sus a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază apar a fi ceva mai ridicate decât cele ale unei abateri de sens contrar, cu precădere pe termen scurt (la un orizont de timp similar, riscurile la adresa evoluției activității economice sunt apreciate ca fiind ușor asimetrice în sens descendent). Deși balanța riscurilor apare ca fiind ușor asimetrică, mai ales în prima parte a orizontului de proiecție, pe termen mediu revenirea anticipată a mix-ului politicilor macroeconomice în zona unei coordonări mai eficiente va face ca balanța riscurilor la adresa

⁷⁹ Necesară, însă, din punctul de vedere al procesului de consolidare fiscală.

inflației și activității economice din scenariul de bază să redevină relativ echilibrată.

Climatul politic instabil de pe parcursul ultimelor săptămâni poate genera, cel puțin pe un orizont de timp scurt, derapaje ale politicii fiscale și de venituri. În aceste condiții, riscul înregistrării unei deviații substanțiale de la țintele de deficit bugetar convenite în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat cu organismele internaționale nu este de neglijat, putând avea drept consecință întârzierea adoptării reformelor structurale necesare. Manifestarea acestui risc nu poate fi exclusă nici în ipoteza aplicării riguroase a măsurilor corective stabilite împreună cu instituțiile financiare internaționale, în scenariul unor evoluții macroeconomice mai puțin favorabile⁸⁰. Orice întârziere în redresarea derapajelor acumulate anterior ar conduce la realizarea unei coordonări suboptimale a politicilor macroeconomice în prima parte a orizontului de proiecție, având ca efect posibil, pe fondul deteriorării fundamentelor economiei, inflamarea așteptărilor de depreciere a monedei naționale și efecte induse cu anticipație de acestea asupra cursului de schimb și inflației. În plus, necesarul de resurse pentru finanțarea unor deficite bugetare excesive ar impune fie apelarea într-o mai mare măsură la piața internă, ceea ce poate avea un impact nefavorabil asupra potențialului de creditare a sectorului privat⁸¹ (efect de evicțiune⁸²), fie inițierea unor măsuri compensatorii⁸³, necesare pentru a determina creșterea veniturilor bugetare. În oricare din variantele de finanțare a surplusului de

⁸⁰ O sursă majoră de incertitudine provine din imposibilitatea determinării măsurii în care oferta agregată din economie va fi în continuare erodată de efectele latente ale crizei economice, cu potențial impact asupra capacității de colectare a veniturilor bugetare. De exemplu, pe perioada aferentă intervalului de prognoză, există posibilitatea ca numărul firmelor care își reduc sau își încetează activitatea să crească și mai mult, standardele și termenii de creditare care și-au continuat tendința de înăsprire să afecteze și mai puternic activitatea companiilor iar oferta de muncă din economie să fie afectată de șomajul în creștere și posibil a se menține la valori ridicate o perioadă mai lungă de timp. În plus, perspectiva unei reduceri semnificative a dinamicii câștigurilor salariale ar putea avea un impact nefavorabil important asupra volumului contribuțiilor la asigurările sociale și a impozitelor directe (categoriile cu ponderea cea mai importantă în total venituri bugetare) colectate de către stat.

⁸¹ Ponderea creditului guvernamental în total credite interne a crescut de la 9,56 la sută în ianuarie 2009 până la 17,78 la sută în septembrie 2009.

⁸² Impactul nefavorabil exercitat prin intermediul acestui efect ar urma să sporească pe măsura revenirii activității economice în teritoriul ratelor pozitive de dinamică.

⁸³ Pe partea de venituri, soluțiile pentru redresarea deficitului bugetar sunt reprezentate de majorarea unor categorii de impozite și taxe, îmbunătățirea colectării acestora sau modificarea bazei de impozitare. În ceea ce privește majorarea impozitelor și taxelor, măsurile corective s-ar putea referi de exemplu la majorarea taxei pe valoarea adăugată (o astfel de soluție a fost adoptată recent în Germania, Ungaria și țările baltice – Letonia, Lituania și Estonia). Este de așteptat ca adoptarea unei astfel de măsuri să aibă un impact nefavorabil imediat asupra inflației IPC. În plus, această majorare va exercita cel mai probabil efecte de runda a doua asupra anticipațiilor inflaționiste – întârziind astfel convergența ratei anuale a inflației IPC către ținta centrală – dar și asupra activității economice – datorită reacției necesare din partea politicii monetare în vederea atenuării riscurilor de derapaj inflaționist.

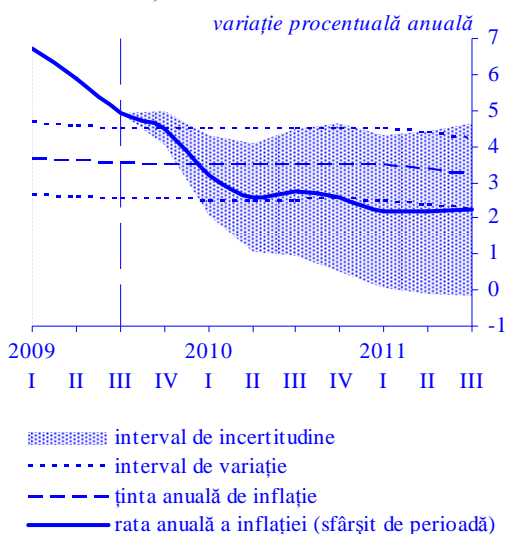
cheltuieli bugetare menționate, dinamica proiectată a activității economice, cu precădere în prima parte a orizontului de proiecție, ar urma să fie substanțial revizuită în jos față de coordonatele scenariului de bază. Pe termen mediu, însă, în condițiile anticipării revenirii treptate a componentelor mix-ului de politici macroeconomice pe coordonatele convenite în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat cu Uniunea Europeană, Fondul Monetar Internațional și alte instituții financiare internaționale, distribuția riscurilor la adresa evoluției activității economice este de așteptat să redevină relativ echilibrată.

În perioada recentă, s-au observat semnele unui reviriment al activității economice la nivel global. Cu toate acestea, este încă prea devreme pentru a anticipa dacă aceste evoluții recente vor conduce spre o redresare susținută și într-un ritm alert a activității economice la nivel mondial sau dacă efectele crizei financiare globale vor persista o perioadă mai lungă de timp conducând la o revenire mai lentă. Pe de o parte, în condițiile unei evoluții mai favorabile a cererii externe pentru produsele românești este posibilă o redresare mai rapidă a activității economice interne decât cea presupusă în scenariul de bază al proiecției. Un astfel de scenariu va genera riscuri de încetinire a dezinflației ca rezultat al presiunilor generate de revirimentul cererii agregate și al influenței unei inflații externe în creștere asupra prețurilor de import de pe piața internă. Pe de altă parte însă, chiar în ipoteza unei eliminări într-o măsură semnificativă a constrângerilor de lichiditate de pe piețele financiare internaționale, există posibilitatea ca instituțiile financiare și investitorii să își păstreze aversiunea relativ ridicată la risc și de aceea să contribuie la menținerea unui nivel relativ scăzut al activității economice la nivel mondial. Într-o astfel de situație, în condițiile unei cereri externe mai reduse pentru produsele autohtone, creșterea economică internă ar putea să cunoască o redresare mai lentă decât cea proiectată în scenariul de bază al proiecției, exercitând presiuni dezinflaționiste suplimentare.

În strânsă legătură cu incertitudinile cu privire la intervalul de timp necesar relansării economiei mondiale și cu intensitatea acestui proces se află și modul în care vor evolua pe perioada proiecției prețurile petrolului și ale altor materii prime pe piața internațională. În eventualitatea unui reviriment susținut al cererii la nivel global și într-o perioadă de timp mai scurtă decât se anticipează în prezent se poate produce o creștere suplimentară a prețului proiectat al petrolului⁸⁴ și implicit a prețurilor combustibililor. Pe de altă parte, o persistență mai mare a efectelor negative ale crizei financiare globale ar putea conduce la efecte de sens opus cu privire la evoluția acestor prețuri.

⁸⁴ Ponderea acestei componente a inflației în coșul de consum este de 6,8 la sută.

Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază



Sursa: INS, calcule BNR

În mod similar proiecțiilor anterioare, un factor de risc relevant se referă la evoluția prețurilor administrate, calendarul de ajustare a acestora la nivelurile convenite cu Uniunea Europeană fiind modificat în mod repetat pe parcursul ultimelor runde de proiecție. În condițiile în care aceste modificări se pot realiza atât în sensul creșterii cât și în sensul scăderii, riscurile abaterii inflației IPC sunt evaluate ca fiind distribuite echilibrat față de traiectoria din scenariul de bază.

O ilustrare a riscurilor de abatere în sus sau în jos a ratei inflației comparativ cu traiectoria descrisă de scenariul de bază este realizată în graficul alăturat. Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază cuantifică valoarea medie cu care aceasta se poate abate de la traiectoria proiectată, sub impulsul unor factori generali de risc, neidentificați în mod explicit. Lărgirea intervalului pe parcursul perioadei de proiecție evidențiază amplificarea în timp a gradului de incertitudine. Cuantificarea acestor factori generali de risc are la bază erorile de prognoză ale inflației⁸⁵ IPC din perioadele anterioare.

2. Evaluarea de politică monetară

În contextul derulării actualului exercițiu trimestrial de prognoză pe termen mediu și al elaborării Raportului asupra inflației, noiembrie 2009, Consiliul de administrație al BNR a inițiat demersurile necesare fundamentării și stabilirii în consultare cu Guvernul a țintei de inflație pentru anul 2011. În urma evaluării scenariilor de proiecție, precum și a riscurilor și a incertitudinilor asociate prognozei actualizate a indicatorilor macroeconomici, Consiliul de administrație al BNR a stabilit ca ținta de inflație pentru sfârșitul anului 2011 să se situeze la nivelul de 3 la sută \pm 1 punct procentual.

Opțiunea de a se accentua trendul descendent al țințelor anuale de inflație este justificată în principal de perspectiva coborârii ratei anuale a inflației în apropierea limitei inferioare a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație stabilite pentru luna decembrie 2010 (3,5 la sută \pm 1 punct procentual), evoluție decurgând din contracția severă a economiei românești provocată de criza financiară și economică globală. Un alt argument major îl constituie capacitatea acestui nivel al țintei de a satisface cerința de a se consolida dezinflația și de a se atinge în concordanță cu calendarul prevăzut pentru adoptarea euro un nivel al ratei inflației compatibil cu criteriul de inflație al Tratatului de la Maastricht, precum și, ulterior, cu definiția cantitativă a stabilității prețurilor adoptată de Banca Centrală Europeană.

⁸⁵ Pentru mai multe detalii a se consulta Casetă 3 din *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2008.

În același timp, opțiunea privind nivelul țintei de inflație pentru anul 2011 reflectă preocuparea BNR pentru stabilirea unor obiective realiste, atingerea acestora fiind esențială pentru consolidarea credibilității băncii centrale și implicit pentru ancorarea eficace a anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu. În contextul dat, menținerea unei abordări prudente în ceea ce privește pasul de reducere a țintei de inflație pentru 2011 este justificată de riscurile și incertitudinile legate de magnitudinea efectelor inflaționiste directe ce vor continua să fie exercitate de factori aflați în afara sferei de influență a băncii centrale, cei mai importanți fiind: (i) ajustarea prețurilor administrate; (ii) reluarea proceselor de convergență economică, inclusiv a convergenței nivelului prețurilor, după încheierea perioadei de contracție economică sincronizată; (iii) menținerea unor rigidități nominale asimetrice.

Analiza curentă relevă consolidarea, pe parcursul celui de-al treilea trimestru al anului 2009, a procesului dezinflației, nivelul atins de rata anuală a inflației în luna septembrie – 4,94 la sută – fiind ușor inferior valorii anticipate în *Raportul asupra inflației* din luna august 2009. Scăderea cu 0,92 puncte procentuale a ratei anuale de creștere a prețurilor de consum în cursul trimestrului III s-a datorat atât acțiunii factorilor ofertei – dinamicile anuale descendente ale prețurilor administrate și ale prețurilor volatile –, cât și manifestării – deși estompate – a efectelor adâncirii deficitului de cerere. Pe acest fond, deviația ratei anuale a inflației față de limita superioară a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație a coborât în septembrie 2009 la minimum ultimelor 24 de luni, existând șanse reale ca în ultimul trimestru al anului aceasta să fie eliminată.

O asemenea perspectivă este confirmată de prognoza actualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu, care indică pentru sfârșitul anului 2009 o rată anuală a inflației de 4,5 la sută. Comparativ cu runda anterioară de prognoză, ritmul proiectat al dezinflației din ultimul trimestru al anului 2009 este însă ușor mai lent, principala explicație constituind-o creșterea relativă a efectului inflaționist exercitat în devans de anunțata majorare la 1 ianuarie 2010 a accizelor pentru produsele din tutun. Sub influența unor ajustări mai consistente de accize, rata anuală prognozată a inflației se plasează, pe parcursul primelor trei trimestre ale anului 2010, pe o traiectorie ușor superioară celei proiectate anterior; cu toate acestea, ea coboară chiar din primul trimestru al anului 2010 în jumătatea inferioară a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație, *pattern*-ul fiind similar proiecției anterioare. Pe deasupra, în a doua parte a orizontului prognozei pe termen mediu, perspectiva inflației se ameliorează în raport cu exercițiul precedent de prognoză.

Accelerarea sensibilă a dezinflației prognozate în intervalul 2010-2011 este în principal rezultanta amplitudinii înregistrate în anul 2009 de deficitul estimat de cerere agregată, dar și a perspectivei prelungirii acestui *gap* pe parcursul următoarelor trimestre; dimensiunea sa este anticipată însă a se restrânge gradual, inclusiv datorită reducerii PIB potențial. Nivelul așteptat al deviației negative a PIB de la nivelul său potențial se menține ridicat în 2009, deși el a fost într-o oarecare măsură ajustat descrescător, în corelație cu rectificarea ușor descendentă operată asupra magnitudinii prognozate a contracției economice din acest an; corespunzător, dinamica refacerii activității economice în anul 2010 se anticipează a fi marginal mai lentă, comparativ cu ritmul prognozat anterior, dar mai alertă în cursul anului 2011.

Relativa atenuare, în raport cu previziunile anterioare, a severității declinului prognozat al activității economice în cursul acestui an are ca premise și indicii majore: (i) dimensiunea ușor inferioară așteptărilor a contracției suferite de economia românească în trimestrul II 2009; (ii) stabilizarea situației economice la nivel mondial și apariția semnelor de refacere economică în principalele state europene; (iii) încetinirea sau chiar stoparea în primele luni ale trimestrului III – posibil doar temporară – a trendului de scădere a activității în câteva sectoare reprezentative pentru cererea de consum și de investiții (comerțul cu amănuntul, lucrările de construcții); (iv) menținerea la nivel pozitiv a dinamicii anuale a câștigului salarial mediu net real, deși aflată pe un trend descendent; (v) continuarea reducerii dinamicii anuale negative a producției industriale în cursul primei părți a celui de-al treilea trimestru.

Din perspectiva evoluțiilor macroeconomice curente și a celor prefigurate pe termen scurt, o preocupare majoră a BNR continuă să o constituie prelungirea în perioada următoare a decalajului dintre ritmul prea lent al decelerării componentei inflației de bază, pe de o parte, și amplitudinea și viteza adâncirii deficitului de cerere agregată, pe de altă parte. Se apreciază că, pe lângă *pass-through*-ul cursului de schimb al leului și rigiditățile structurale ale pieței bunurilor și ale pieței forței de muncă, responsabile de acest comportament al inflației de bază continuă să fie într-o semnificativă măsură anticipațiile inflaționiste.

În aceste condiții, menținerea unei conduite prudente a politicii monetare, menită să ancoreze solid aceste anticipații, este esențială pentru estomparea pe termen mediu și lung a persistenței inflației. O asemenea configurare a politicii monetare este reclamată în actualul context și de: (i) înrăutățirea percepției investitorilor străini asupra economiei românești în condițiile tensionării mediului politic intern; (ii) posibila subestimare a impactului inflaționist *ex ante* al majorării la 1 ianuarie 2010 a accizelor pentru produsele din tutun, inducând riscul frânării dezinflației și al

plasării ratei anuale a inflației deasupra limitei superioare a intervalului de variație al țintei stabilite pentru decembrie 2009 (3,5 la sută ± 1 punct procentual); (iii) riscul – deși scăzut în actualul context – ca majorările anunțate ale altor accize la începutul anului 2010 și posibil ale altor impozite indirecte să genereze efecte secundare.

Pentru a fi eficace în combaterea persistenței inflației pe un orizont mai îndepărtat de timp, acțiunea politicii monetare trebuie însă complementată cu o atitudine relativ întărită a politicii fiscale și a celei de venituri – implicând reechilibrarea *mix*-ului de politici macroeconomice –, precum și cu măsuri consistente de reformă structurală. Pe termen scurt, persistența inflației ar mai putea fi, de asemenea, slăbită de posibila ajustare a comportamentului de stabilire a prețurilor cu amănuntul, dar și a salariilor, ca reacție la amplul recul consemnat de economia românească în primul semestru al anului, precum și la întârzierea apariției indiciilor clare ale stopării contracției economice. Materializarea acestor ipoteze ar fi de natură să atenueze constrângerile exercitate în prezent asupra implementării politicii monetare și să permită adecvarea graduală a conduitei acestei politici la perspectiva coborârii ratei anuale a inflației în apropierea limitei de jos a intervalului din jurul punctului central al țintei de inflație stabilite pentru decembrie 2010 – evoluție decurgând în principal din amplitudinea și durata extinsă a *gap*-ului negativ al PIB.

În acest context, o altă preocupare a BNR o constituie ampla dimensiune a ajustării pe care o suferă economia românească sub impactul crizei financiare și economice globale. Se consideră că severitatea relativ mai pronunțată a acestui impact, comparativ cu alte țări din UE sau din regiune, este atribuibilă în mare parte tendinței de supraîncălzire și de adâncire a dezechilibrelor interne și externe ce a caracterizat economia românească în perioada precriză. Principala evidență a ajustării masive a economiei o constituie viteza și amplitudinea peste așteptări ale restrângerii consemnate recent de deficitul de cont curent, reflectând, cu precădere, contracția amplă a cererii interne, implicit a celei adresate piețelor externe. Coroborate cu prelungirea recentă a trendului abrupt de scădere a investițiilor, aceste evoluții sunt de natură să reducă potențialul de creștere a economiei în următorii ani; un efect de atenuare a acestei scăderi ar putea însă exercita probabila reluare a creșterii economice interne de la un nivel al PIB real doar ușor inferior celui consemnat în anul 2007.

Rolul principal în stoparea căderii economiei românești, în revenirea ei spre dinamici anuale negative mai puțin pronunțate și ulterior în re poziționarea ritmurilor anuale de creștere economică în teritoriul pozitiv este de așteptat să-l dețină evoluțiile similare ale statelor industrializate, în special ale țărilor din zona euro. În cazul acestora din urmă, continuă, însă, să persiste semnele de

întrebare la adresa sustenabilității încetinirii declinului economic și a intensității potențialei reluări a creșterii economice, decurgând în principal din incertitudinile privind durata programelor de stimulare economică implementate de autorități.

La acestea se adaugă dificultatea evaluării decalajului de timp cu care evoluțiile economice interne vor succeda etapele procesului de recuperare a economiilor dezvoltate, în special a celor europene. Este însă de așteptat ca acesta să nu depășească semnificativ *lag*-ul consemnat în faza de propagare asupra economiei românești a efectelor începerii și adâncirii contracției economice globale. Din această perspectivă și având în vedere evoluția recentă a unora din indicatorii relevanți ai cererii interne, probabilitatea ca economia românească să fi atins în trimestrul III vârful declinului economic este relativ ridicată.

Un rol major în încetinirea adâncirii contracției economice în perioada recentă și chiar în probabila stopare a acesteia l-a avut reducerea semnificativă a dinamicii negative a exporturilor și implicit a producției industriale, reflectând într-o oarecare măsură și acțiunea favorabilă exercitată de stimulii implementați de autoritățile unor țări membre ale Uniunii Europene în vederea încurajării consumului. Inclusiv din această perspectivă, este de așteptat ca influențele potențialei refaceri viitoare a economiilor europene să fie receptate de economia internă prioritar prin intermediul ameliorării evoluției exporturilor. Pe fondul anticipatelor revigorări graduale a cererii externe, un efect stimulativ asupra exporturilor este posibil să înceapă să-l exercite și deprecierea acumulată de leu în raport cu principalele monede. La rândul ei, revitalizarea exporturilor ar putea impulsiona evoluția altor componente ale cererii și ofertei interne, contribuția sa la reluarea creșterii economice anticipându-se a fi astfel decisivă, dar probabil relativ decalată.

Revenirea sustenabilă spre valori pozitive a ritmului creșterii economice este condiționată și de evoluția viitoare a finanțării externe alocate economiei românești, existând însă mari incertitudini în ceea ce privește volumul și condițiile de randament atașate acesteia; preocupante, din această perspectivă, sunt accentuarea recentă a tendinței de scădere a investițiilor străine directe, precum și întârzierea apariției semnelor de ameliorare a comportamentului împrumuturilor financiare externe. Cel mai probabil, acestea reflectă trenarea refacerii încrederii mediului financiar internațional în perspectivele economiei reale globale și implicit ale economiei românești și persistența îngrijorării sectorului bancar extern legate de calitatea portofoliului propriu și nevoia sa de capitalizare.

Aceeași atitudine prociclică pare să continue să caracterizeze și sistemul bancar local. Un posibil semnal pozitiv îl constituie, însă,

tendința ușor crescătoare a volumului creditelor noi⁸⁶ – atât ale companiilor, cât și ale populației –, precum și recenta majorare a stocului creditului pentru locuințe, posibil corelată cu implementarea programului „Prima casă”. Revigorarea creditării sectorului privat se anticipează a fi totuși anevoioasă, ea fiind condiționată, pe de o parte, de atenuarea lipsei de încredere a băncilor în perspectivele pe termen scurt ale economiei și a percepției de risc asupra creditelor acordate companiilor și populației și, pe de altă parte, de refacerea treptată a cererii de credite. Apelul agenților economici la împrumuturi bancare ar putea fi totuși impulsionat în perioada următoare de eventuala relaxare a condițiilor de creditare ale instituțiilor de credit, inițiată inclusiv ca reacție la scăderile succesive operate de BNR asupra ratei dobânzii de politică monetară și la reducerile anterioare ale ratelor rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în lei, respectiv, celor în valută ale instituțiilor de credit. Scăderea ratelor dobânzilor la credite – benefică și din perspectiva efectului de avuție și bilanț și implicit a calității portofoliilor instituțiilor de credit – se anticipează a fi însă mai lentă și mai modestă decât reducerile operate de bănci asupra randamentelor depozitelor. Pe deasupra, ajustările descendente ale ratelor dobânzilor practicate de bănci în relațiile cu clienții ar putea fi frânate pe termen scurt de potențiala prelungire a ecartului conturat recent între ratele dobânzilor interbancare și rata dobânzii de politică monetară.

În aceste condiții, perspectiva cererii interne continuă să fie marcată de serioase incertitudini, accentuate inclusiv de caracterul eterogen al evoluției unor indicatori *leading*. Astfel, deși consumul privat este prima componentă a absorbției interne al cărei declin pare a se fi oprit, indicatorul de încredere a consumatorilor continuă să se deterioreze, contrar majorității indicatorilor ce reflectă așteptările mediului de afaceri. Pe deasupra, înclinația relativ pronunțată spre economisire ar putea persista, în condițiile menținerii temerilor populației legate de: (i) perspectiva locurilor de muncă, (ii) evoluția viitoare a veniturilor, aflate în scădere în perioada recentă și de (iii) capacitatea de a-și rambursa creditele anterior contractate.

În schimb, turnura recentă consemnată de indicatorii de încredere a mediului de afaceri sugerează o posibilă îmbunătățire viitoare a evoluției investițiilor – dezirabilă, de altfel, din perspectiva nevoii de schimbare a modelului de creștere economică – cu toate că, până de curând contracția acestei componente a cererii interne a continuat să se adâncească, cel puțin pe segmentul construcțiilor. Momentul producerii inflexiunii la nivelul acestui comportament este însă deosebit de incert, date fiind, în principal, continuarea deteriorării profitabilității și a perspectivelor vânzărilor companiilor, precum și incompleta ajustare descendentă a pieței imobiliare; pe

⁸⁶ Date furnizate de CRB.

acest fond, se prefigurează o posibilă prelungire a recursului firmelor la reduceri ale programului de lucru și ale salariilor și eventual la concedieri. Un oarecare impuls ar putea da însă activității investiționale derularea programului „Prima casă” și potențiala sporire a: (i) cheltuielilor cu investițiile publice, (ii) volumului fondurilor europene absorbite și (iii) resurselor atrase de la organisme și instituții financiare internaționale – măsuri asumate de autorități prin programul bugetar și acordurile încheiate în cursul acestui an.

Din perspectiva execuției bugetare pe primele nouă luni ale anului, șansele ca volumul investițiilor publice să se amplifice în ultima parte a acestui an sunt însă minime; cauza o reprezintă insuficienta ajustare a politicii cheltuielilor bugetare cu personalul, în raport cu cerințele de menținere a deficitului bugetar în limita de 7,3 la sută din PIB și cu cele de continuare a ajustării dezechilibrelor macroeconomice. Pe termen scurt, o asemenea structură ineficientă a cheltuielilor bugetare este de natură să întârzie revenirea în teritoriul pozitiv a creșterii economice și să întrețină anticipațiile inflaționiste nefavorabile. Pe termen mediu, eventuala prelungire a acestei politici ar perpetua modelul creșterii economice generator de dezechilibre macroeconomice – implicit de inflație – prin slăbirea capacității de refacere a potențialului creșterii economice și prin relativa stimulare a consumului și a importurilor.

Un alt risc la adresa dezinflației, relevat de evoluțiile bugetare recente, este cel de depășire a nivelului programat al deficitului bugetar, în ipoteza menținerii dinamicii cheltuielilor bugetare consemnate în primele nouă luni ale anului – eventual potențată de derularea în trimestrul IV a unui nou moment electoral; acestuia i se alătură riscul amânării inițierii consolidării fiscale prevăzute pentru anii 2010 și 2011, indus de incertitudinile generate de actuala tensionare a mediului politic. Materializarea acestora ar fi de natură să sporească dificultățile și costurile de finanțare/refinanțare a deficitului bugetar, respectiv a datoriei publice, inclusiv datorită posibilei perturbări a derulării împrumuturilor contractate cu organismele și instituțiile financiare internaționale. Totodată, potențiala deteriorare, pe acest fond, a percepției mediului economic și financiar intern și internațional asupra perspectivelor economiei românești ar putea alimenta presiunile de depreciere a monedei naționale - intensificate recent de un nou episod de înrăutățire a sentimentului investitorilor față de economiile din regiune - și implicit anticipațiile inflaționiste.

În condițiile în care se prefigurează manifestarea, pe termen scurt, a unor presiuni inflaționiste induse de ajustările preconizate ale accizelor începând cu 1 ianuarie 2010, precum și a impactului nefavorabil exercitat asupra anticipațiilor de accentuarea riscurilor legate de politicile fiscală și de venituri în contextul unui climat politic volatil, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 3 noiembrie 2009 menținerea ratei dobânzii de politică mone-

tară la nivelul de 8 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea fermă a lichidității din sistemul bancar în vederea consolidării transmisiei semnalelor de politică monetară și a revenirii ratelor dobânzilor interbancare în vecinătatea ratei dobânzii de politică monetară, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și respectiv în valută ale instituțiilor de credit. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reafirmat necesitatea ca eforturile continue și susținute ale politicii monetare, îndreptate spre ancorarea într-o manieră eficace a anticipațiilor inflaționiste și contracararea implicită a persistenței inflației de bază, să fie sprijinite prin încadrarea cât mai rapidă a celorlalte componente ale mix-ului de politici macroeconomice și a reformelor structurale pe coordonatele convenite în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat cu FMI, UE și alte instituții financiare internaționale.