



**Banca Națională a României**

# **RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI**

**Noiembrie 2010**

**Anul VI, nr. 22**

**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.*

*Banca Națională a României  
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 1 noiembrie 2010 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 2 noiembrie 2010.*

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

## Lista abrevierilor

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

# Cuprins

<b>I. SINTEZĂ.....</b>	<b>7</b>
<b>II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI.....</b>	<b>12</b>
<b>III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE .....</b>	<b>16</b>
<b>1. Cererea și oferta.....</b>	<b>16</b>
1.1. Cererea.....	17
1.2. Oferta.....	24
<b>2. Piața muncii.....</b>	<b>25</b>
2.1. Forța de muncă .....	26
2.2. Venituri.....	26
<b>3. Prețurile de import și prețurile de producție.....</b>	<b>28</b>
3.1. Prețurile de import.....	28
3.2. Prețurile de producție .....	29
<b>IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE .....</b>	<b>32</b>
<b>1. Politica monetară .....</b>	<b>32</b>
<b>2. Piețe financiare și evoluții monetare.....</b>	<b>36</b>
2.1. Ratele dobânzilor.....	37
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital .....	39
2.3. Moneda și creditul .....	41
<b>V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI .....</b>	<b>44</b>
<b>1. Scenariul de bază .....</b>	<b>46</b>
1.1. Perspectivele inflației .....	46
1.2. Presiuni exogene asupra inflației.....	48
1.3. Presiuni din partea cererii agregate.....	50
1.4. Riscuri asociate proiecției.....	59
<b>2. Evaluarea de politică monetară .....</b>	<b>62</b>



## I. SINTEZĂ

---

### *Evoluția inflației și cauzele acesteia*

În luna septembrie 2010, rata anuală a inflației IPC a urcat la nivelul de 7,77 la sută, cu 3,39 puncte procentuale peste nivelul atins în luna iunie 2010. Ca urmare, rata inflației s-a plasat în trimestrul III semnificativ peste limita superioară a intervalului de variație din jurul punctului central (3,5 la sută) al țintei stabilite pentru anul în curs. Cauza principală a acestei evoluții a fost majorarea cu 5 puncte procentuale a cotei standard a taxei pe valoarea adăugată, cu începere de la 1 iulie 2010. Influențe nefavorabile suplimentare au fost generate de dinamica prețurilor administrate și de propagarea asupra prețurilor produselor agroalimentare a șocurilor adverse resimțite pe piețele specifice interne și internaționale.

Creșterea cotei TVA a fost transmisă etapizat și în proporții diferite componentelor indicelui prețurilor de consum, până la sfârșitul trimestrului III cele mai mari efecte manifestându-se în cazul prețurilor produselor din tutun, prețurilor administrate și tarifelor serviciilor de telefonie. În cazul altor categorii de produse, cum ar fi, de exemplu, cele ale căror prețuri sunt incluse în indicele CORE2 ajustat<sup>1</sup>, amploarea și persistența deficitului de cerere din economie, precum și elementele sezoniere, pe lângă manifestarea etapizată, au atenuat într-o anumită măsură impactul șocului<sup>2</sup>. Condiționat de datele disponibile până la momentul finalizării prezentului raport, impactul direct cumulat al majorării cotei TVA asupra întregului coș al bunurilor de consum este evaluat a fi până în prezent inferior celui presupus în prognoza BNR din luna august (circa 61 la sută, comparativ cu 75 la sută).

Șocuri adverse de natura ofertei, distincte de cel al majorării cotei TVA, au provenit din partea prețurilor administrate și a prețurilor mărfurilor alimentare, ca efect al materializării parțiale a unora dintre scenariile de risc identificate în precedentul *Raport asupra inflației*. În cazul mărfurilor alimentare, evoluțiile nefavorabile au fost determinate de creșterile substanțiale ale prețurilor externe în paralel cu contracția ofertei interne pentru unele categorii de produse, în urma inundațiilor din lunile iunie-iulie, în condițiile manifestării unor efecte de bază semnificative.

Pe lângă factorii menționați, la accelerarea ratei inflației a contribuit și deteriorarea temporară a anticipațiilor inflaționiste sub impactul cumulului de șocuri adverse și al incertitudinii asociate perspectivelor implementării consecvente a măsurilor de consolidare fiscală și a celor privind politica veniturilor.

În perioada iulie-august, ritmul anual de creștere a salariului brut nominal în industrie s-a menținut la un nivel similar celui din trimestrul II. Încetinirea considerabilă a ratei anuale de creștere a productivității muncii în industrie a condus la reducerea de mai mică amploare în termeni anuali a costurilor unitare cu forța de muncă în lunile iulie-august comparativ cu cea din trimestrul precedent. Aceste evoluții nu au fost însă de natură să genereze presiuni inflaționiste din partea costurilor. În același timp, dinamica înregistrată de costurile unitare cu forța de muncă se menține favorabilă competitivității externe a produselor românești, în condițiile poziționării, conform evaluărilor BNR, a cursului real efectiv de schimb din acest trimestru în apropierea nivelului indicat de factorii fundamentali.

---

<sup>1</sup> Măsură a inflației de bază, care elimină din calculul IPC total o serie de prețuri asupra cărora influența politicii monetare (prin gestionarea cererii agregate) este puțin semnificativă sau nulă: cele administrate, volatile (legume, fructe, ouă, combustibili), ale produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice.

<sup>2</sup> Avansul înregistrat de această componentă a fost de numai 2,4 puncte procentuale.

Trimestrul II 2010 a fost al patrulea consecutiv în care s-a consemnat încetinirea declinului PIB real, ritmul anual de scădere reducându-se semnificativ la -0,5 la sută, de la -2,6 la sută în trimestrul anterior. Atenuarea contracției în termeni anuali a PIB s-a datorat unei modeste creșteri în termeni trimestriali (+0,3 la sută), precum și manifestării unui efect de bază. Ritmurile anuale de reducere a consumului final și a formării brute de capital fix au decelerat semnificativ, mai ales în cazul celei dintâi componente. Creșterea anuală a exporturilor a continuat să se accelereze în trimestrul II, fiind însă devansată de cea a importurilor. Ca urmare, contribuția exportului net la dinamica anuală a PIB a devenit negativă, după șase trimestre de influență în sens opus. În aceste condiții, decelerarea contracției în termeni anuali a activității economice s-a datorat contribuției pozitive a absorbției interne, determinată exclusiv de influența favorabilă a variației stocurilor.

Ansamblul evoluțiilor componentelor cererii agregate sugerează perspective încă incerte pe termen scurt ale redresării activității economice. Întârzierea apariției unor semnale clare de relaxare a constrângerilor financiare ale gospodăriilor și corporațiilor și de revigorare a înclinației către consum și investire – reflectată inclusiv de menținerea în teritoriul negativ a dinamicii anuale reale a creditului acordat sectorului privat – contribuie la persistența deficitului de cerere.

### ***Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent***

În data de 4 august 2010, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an. În contextul macroeconomic marcat de incertitudinile asociate implementării reformelor structurale și a măsurilor de consolidare fiscală, precum și evoluției mediului extern, prioritatea politicii monetare în perioada următoare a fost apreciată a fi contracararea eventualelor efecte de runda a doua ale majorării, cu începere de la 1 iulie 2010, a cotei standard a TVA. Ca urmare, decizia adoptată a avut drept scop asigurarea condițiilor monetare reale în sens larg corespunzătoare ancorării ferme a anticipațiilor inflaționiste și menținerii ratei anuale a inflației, recalculată prin eliminarea efectului de runda întâi al majorării TVA, pe o traiectorie compatibilă cu atingerea țintelor de inflație pe termen mediu.

În primele luni de aplicare a cotei majorate a TVA s-a consemnat un grad de transferare a impactului direct al acesteia asupra indicelui prețurilor de consum inferior celui prognozat anterior de BNR. Chiar și în aceste condiții, magnitudinea șocului inflaționist exogen a condus la o creștere a ratei anuale a inflației IPC la niveluri substanțial mai ridicate cu începere din luna iulie, în pofida amplitudinii și persistenței deficitului de cerere din acest interval. Dificultatea anticipării eșalonării în timp a efectelor de runda întâi, precum și riscul manifestării unor efecte semnificative de runda a doua au continuat să reprezinte surse de preocupare pentru banca centrală.

În aceeași perioadă, pe fondul persistenței deficitului de cerere agregată, activitatea economică a fost marcată de evoluții divergente pe termen scurt ale componentelor sectoriale. Ca urmare, continua să fie dificilă decelarea unei tendințe clare privind creșterea economică la orizonturi apropiate.

Incertitudinile asociate manifestării în continuare a efectelor majorării cotei TVA și a celor ale măsurilor de consolidare fiscală au apărut a fi accentuate de identificarea unor riscuri semnificative privind evoluțiile viitoare ale prețurilor administrate și ale prețurilor volatile ale produselor alimentare.

În acest context, în ședința din 29 septembrie 2010, Consiliul de administrație al BNR a reiterat necesitatea menținerii în continuare a unei conduite prudente a politicii monetare, în vederea



ancorării ferme a anticipațiilor inflaționiste. Ca urmare, Consiliul de administrație a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an, continuarea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

### ***Perspectivile inflației***

Proiecția actualizată prevede menținerea ratei inflației la niveluri situate peste limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale până în trimestrul III 2011. Reducerea ratei inflației și relativa stabilizare a acesteia de la începutul anului 2012 la valori apropiate de cea a țintei centrale vor fi susținute de menținerea PIB sub nivelul său potențial pe tot parcursul intervalului de prognoză. După atingerea unui maxim prognozat în trimestrul IV 2010, deficitul de cerere se va diminua pe măsura redresării treptate a economiei, fiind prevăzută revenirea la creștere economică anuală pozitivă în 2011. Evoluția ascendentă a activității economice va implica o majorare moderată a deficitului de cont curent al balanței de plăți, anticipată a nu genera presiuni inflaționiste semnificative din partea cursului de schimb al monedei naționale. Dată fiind incertitudinea ridicată asociată în special pe termen scurt evoluțiilor macroeconomice interne și internaționale, balanța riscurilor asociate proiecției inflației apare a fi înclinată în continuare în direcția abaterilor în sus de la traiectoria prognozată.

În urma evaluării perspectivelor pe termen scurt și mediu privind evoluția inflației și având în vedere obiectivul asigurării pe termen lung a stabilității prețurilor, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea țintei de inflație pentru anul 2012 la nivelul de 3 la sută  $\pm 1$  punct procentual, precum și adoptarea, începând cu anul 2013, a unei ținte staționare multianuale de inflație situate la nivelul de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual.

Țintele stabilite reflectă perspectiva consolidării dezinflației, după epuizarea efectelor temporare ale creșterii cotei TVA, precum și cerința coborârii sustenabile pe termen mediu a ratei anuale a inflației la un nivel compatibil cu criteriul de inflație al Tratatului de la Maastricht și ulterior cu definiția cantitativă a stabilității prețurilor adoptată de BCE. În același timp, valorile acestor ținte reflectă preocuparea BNR pentru stabilirea unor obiective credibile și fezabile, a căror realizare să nu inhibe modificările de prețuri relative ce vor însoți ajustările structurale din economia românească. Țintele asumate urmează să fie discutate cu guvernul.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2010 la nivelul de 8,2 la sută, cu 0,4 puncte procentuale peste cel prezentat în *Raportul asupra inflației* din luna august. Este de așteptat ca efectul de runda întâi al majorării TVA asupra ratei anuale a inflației IPC să se epuizeze până la sfârșitul trimestrului III 2011, reintrarea ratei inflației în intervalul de variație din jurul țintei centrale de 3 la sută urmând a se produce în trimestrul IV al aceluiași an. Proiecția prevede un nivel al ratei inflației de 3,4 la sută pentru sfârșitul anului 2011, cu 0,3 puncte procentuale peste cel prognozat anterior.

Revizuirea în sus a prognozei inflației IPC pe întregul interval de referință este consecința unor scenarii actualizate mai puțin favorabile privind influențele unor factori de natura ofertei, precum și a impactului proiectat al acestora, chiar dacă este perceput a fi temporar, asupra anticipațiilor privind inflația. La nivelul inflației CORE2, aceste influențe nefavorabile sunt atenuate într-o oarecare măsură de deficitul persistent de cerere, revizuit la valori mai ample în această rundă de prognoză. Acest factor va acționa în special prin limitarea potențialului de propagare a efectelor de runda a doua ale creșterii cotei TVA.

Pentru anul curent, impactul inflaționist suplimentar proiectat provine din propagarea, cu deosebire în dinamica prețurilor legumelor și fructelor, a șocurilor adverse resimțite pe piețele internă și internațională ale produselor agroalimentare, în contextul existenței unor efecte de bază. O influență favorabilă de mai mică amploare este dată de revizuirea în jos pe termen scurt a scenariilor privind creșterile prețurilor combustibililor. Pentru anul 2011, pe fondul revizuirii scenariului privind traiectoria prețului petrolului, impactul inflaționist exercitat de prețurile combustibililor este proiectat să devină mai nefavorabil. Contribuții inflaționiste suplimentare sunt anticipate și din partea prețurilor volatile ale alimentelor, precum și din partea inflației de bază CORE2.

În timp ce rata inflației aferente întregului coș al bunurilor de consum a fost revizuită către valori mai ridicate, datorită în principal manifestării unor șocuri exogene de natura ofertei, nivelul prognozat al inflației CORE2 pentru sfârșitul anului 2010 este plasat marginal sub cel din runda precedentă, încorporând efecte de runda întâi ale majorării TVA mai reduse pentru trimestrul III decât cele anticipate anterior. Deși inflația CORE2 se înscrie pe o traiectorie descendentă începând cu trimestrul I 2011, scăderea acesteia este relativ mai lentă în scenariul de bază actualizat, în principal ca urmare a revizuirii către valori mai ridicate a anticipațiilor privind inflația.

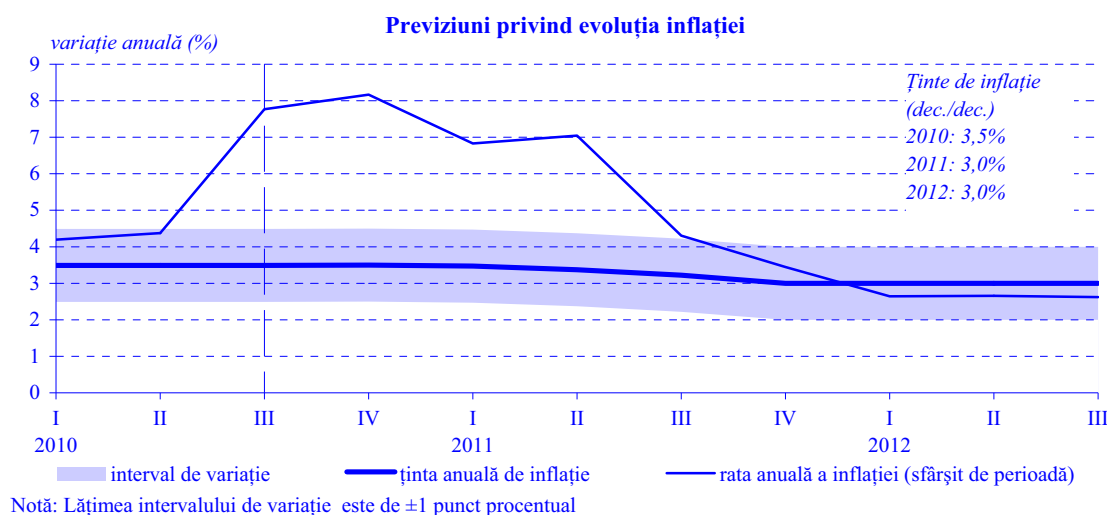
Banca centrală va avea drept obiectiv prioritar, pe întregul interval de referință al prognozei, consolidarea perspectivelor de reluare a dezinflației. Rata dobânzii de politică monetară va fi poziționată pe o traiectorie care să conducă la adecvarea în acest scop a ansamblului condițiilor monetare reale, favorizând în același timp redresarea treptată a procesului de creditare a economiei reale. Aceasta va permite convergența ratei anuale a inflației IPC către țintele stabilite pe termen mediu în paralel cu revenirea creșterii economice către ritmuri sustenabile. O condiție strict necesară pentru realizarea acestor obiective o reprezintă implementarea fermă și consecventă în cadrul *mix*-ului de politici macroeconomice a măsurilor de consolidare fiscală, a reformelor structurale și a măsurilor de creștere a gradului de absorbție a fondurilor europene, conform angajamentelor asumate în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat cu Uniunea Europeană, Fondul Monetar Internațional și alte instituții financiare internaționale.

Similar proiecției anterioare, gradul de incertitudine asociat celei curente este ridicat, iar balanța generală a riscurilor de abatere a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază al prognozei actuale apare a rămâne înclinată în sensul unor evoluții mai puțin favorabile. Din nou, relevanța riscurilor asociate mediului intern este dominantă pentru perioada de referință. Persistă, de asemenea, riscurile generate de mediul extern, cu unele modificări în sursele acestora.

Tensiunile ce caracterizează climatul politic și social intern reprezintă un factor major de risc prin dificultățile create implementării cu eficacitate a măsurilor de consolidare fiscală și a celor privind politica veniturilor, precum și a reformelor structurale. Neîndeplinirea obiectivelor stabilite prin acordul de finanțare încheiat cu UE, FMI și alte IFI ar putea conduce la deteriorarea în continuare a încrederii investitorilor internaționali și a mediului de afaceri intern în capacitatea autorităților naționale de gestionare într-o manieră sustenabilă a evoluțiilor macroeconomice. Drept consecință, agravarea constrângerilor de finanțare atât ale sectorului public, cât și ale celui privat ar afecta negativ nu numai perspectivele pe termen scurt de relansare a economiei, ci și potențialul acesteia de creștere pe termen mai lung. Implicațiile materializării acestor riscuri asupra sensului abaterii ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază sunt incerte pe termen scurt. Dincolo de acest termen însă, întârzierea eliminării rigidităților structurale din economie ar putea îndepărta în timp orizontul realizării atât a obiectivului stabilității prețurilor, cât și a celui privind adoptarea monedei euro.

Un risc semnificativ este asociat unor posibile creșteri ale prețurilor administrate mai accentuate decât cele prevăzute în scenariul de bază al proiecției. Relevanța deosebită a acestui risc pentru perioada de referință este dată de potențialele soluții apelabile în cazul agravării constrângerilor fiscale. Spre exemplu, eliminarea unor subvenții acordate din bugetele locale pentru mărfurile și serviciile livrate populației (de exemplu, energia termică) ar putea conduce la creșteri substanțiale ale prețurilor acestora.

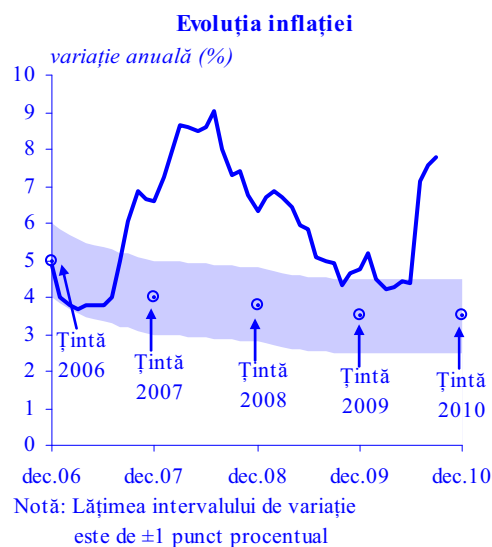
Unul dintre riscurile având drept sursă mediul extern provine din incertitudinile asociate evoluției viitoare a prețurilor materiilor prime sau a celor ale produselor agroalimentare. Accentuarea tensiunilor existente pe piețele internaționale ale acestora s-ar putea materializa în creșteri mai mari decât cele proiectate ale prețurilor interne. Un alt risc este asociat aprecierii recente semnificative a monedei euro în raport cu dolarul SUA. Eventuala inversare a acestei tendințe mai rapid decât se presupune în scenariul de bază ar conduce, prin efectul deprecierei leului față de dolar, la creșteri ale prețurilor combustibililor și ale altor materii prime mai ample decât cele luate în considerare în proiecție.



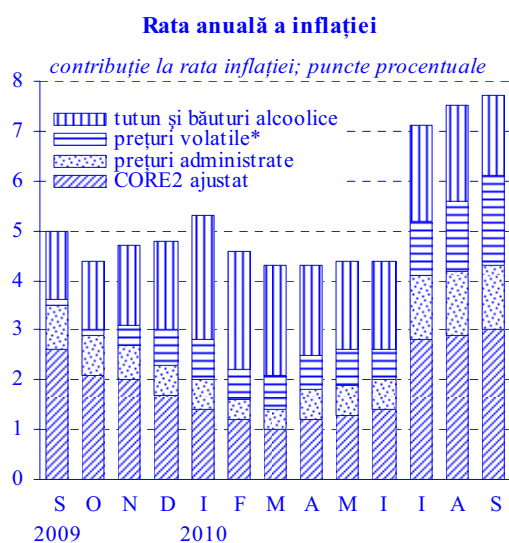
### **Decizia de politică monetară**

Având în vedere necesitatea ancorării ferme a anticipațiilor inflaționiste în scopul consolidării perspectivelor de reluare a procesului de dezinflație, în condițiile menținerii unor incertitudini semnificative privind evoluțiile de pe plan intern, precum și în ceea ce privește procesul de redresare a economiei mondiale, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 2 noiembrie 2010 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și păstrarea 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 reiterat faptul că reintrarea inflației pe o traiectorie descendentă și reluarea pe baze sustenabile a creșterii economice depind în mod decisiv de implementarea fermă a măsurilor de consolidare fiscală și a reformelor structurale, precum și de creșterea gradului de absorbție a fondurilor europene, conform angajamentelor asumate în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat cu Uniunea Europeană, Fondul Monetar Internațional și alte instituții financiare internaționale.

## II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI



Sursa: INS, calcule BNR



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

Sursa: INS, calcule BNR

În trimestrul III 2010, rata anuală a inflației IPC s-a accelerat cu 3,39 puncte procentuale, până la 7,77 la sută, depășind semnificativ limita superioară a intervalului de variație de  $\pm 1$  punct procentual corespunzător țintei anuale de 3,5 la sută. Determinantă pentru această evoluție a fost creșterea cotei standard a taxei pe valoarea adăugată începând din luna iulie, a cărei transmitere în prețuri a fost totuși limitată de persistența deficitului de cerere. Suplimentar, presiunile pe piețele agroalimentare s-au intensificat, pe fondul majorării puternice a prețurilor externe și al reducerii ofertei interne pe unele segmente. Aceleași influențe au condus la creșterea inflației de bază CORE2 ajustat<sup>3</sup> cu circa 2,4 puncte procentuale.

Majorarea cotei standard a taxei pe valoarea adăugată, de la 19 la sută la 24 la sută, a afectat bunuri și servicii cu o pondere de aproximativ 91 la sută în coșul de consum, restul reprezentând produse cărora li se aplică o cotă redusă, de 9 la sută (cărți, ziare, reviste, medicamente, plata cazării în sectorul hotelier), sau care sunt scutite de la plata TVA (îngrijire medicală, servicii culturale și de învățământ, servicii financiare, servicii de închiriere).

Prețurile de consum au reflectat în proporții diferite creșterea cotei TVA, rata medie de transmitere fiind estimată la 61 la sută până în luna septembrie. Transmiterea șocului fiscal a fost redusă în cazul prețurilor mărfurilor nealimentare incluse în inflația de bază, moderată în cel al prețurilor mărfurilor alimentare și integrală în cazul prețurilor administrate<sup>4</sup> și al tarifelor serviciilor de telefonie. Prețurile produselor din tutun au reprezentat un caz atipic, manifestând o elasticitate supraunitară din cauza modului de calcul al accizei aplicate acestora<sup>5</sup>.

Chiar dacă influența majorării cotei TVA asupra prețurilor volatile s-a situat sub medie, acestea au înregistrat un salt al dinamicii anuale de 8,3 puncte procentuale, până la 12,6 la sută în luna septembrie. Inundațiile repetate, survenite în România și în alte țări europene în lunile iunie-iulie, au provocat pierderi semnificative în oferta regională de legume și fructe, care s-au reflectat atât în prețurile producătorilor interni, cât și în prețurile externe. Astfel, după valori negative până în luna iunie 2010, rata anuală de creștere a prețurilor volatile alimentare incluse în IPC a ajuns la

<sup>3</sup> Variațiile anuale ale agregărilor speciale (cu excepția CORE1 și CORE2) reprezintă calcule realizate de BNR.

<sup>4</sup> Cu excepția prețurilor medicamentelor, supuse unei cotei reduse a TVA, și a tarifelor energiei termice, a căror ajustare va fi reflectată din punct de vedere statistic în trimestrul IV, odată cu începerea furnizării de energie termică.

<sup>5</sup> În funcție de prețul maxim de vânzare cu amănuntul, care include și TVA.

11,8 la sută la sfârșitul trimestrului III. În plus, ritmul anual aferent prețurilor combustibililor s-a accelerat cu 1,5 puncte procentuale, până la 13,2 la sută (nivel care rămâne însă apropiat de media trimestrelor I-II 2010); un factor important a fost, și de această dată, mișcarea cotațiilor petrolului pe piețele internaționale. Plasarea acestora în perioada iunie-august pe un palier inferior valorilor din lunile precedente<sup>6</sup> a contribuit, alături de inversarea tendinței cursului de schimb RON/USD<sup>7</sup> și de scăderea cererii de consum în luna iulie, la contracararea, într-o anumită măsură, a impactului creșterii cotei TVA asupra prețurilor carburanților. Relativa redresare a vânzărilor în luna august este posibil să fi favorizat prelungirea acestui efect de runda întâi în luna septembrie, când magnitudinea majorării prețului petrolului pe plan mondial explică doar parțial scumpirile succesive ale carburanților.

Influențe nefavorabile suplimentare celei asociate modificării regimului fiscal au fost vizibile și asupra dinamicii anuale a prețurilor administrate, care a urcat de la 3,6 la sută în iunie 2010 la 7,9 la sută în septembrie. La această evoluție au contribuit: (i) creșterea prețurilor medicamentelor în luna iulie; (ii) ajustări ale tarifelor serviciilor comunale, inclusiv ca urmare a reducerii transferurilor către bugetele locale; (iii) majorarea prețurilor transportului de călători pe căile ferate și cu metroul în luna septembrie, dar mai ales (iv) dispariția efectului de bază favorabil asociat scăderii tarifului gazelor naturale în iulie 2009 (în luna iunie, ritmul anual aferent era de -5,1 la sută, iar în septembrie ar fi fost zero la sută, în absența majorării cotei TVA).

Prețurile produselor din tutun au crescut în perioada analizată cu circa 10 la sută, ceea ce a condus la o dinamică anuală de aproape 40 la sută în luna septembrie, similară celei din iunie 2010. După cum s-a menționat, modul de calcul al accizei a amplificat efectul inflaționist al creșterii TVA; factori adiționali de presiune au constat în majorarea garanțiilor pentru antrepozitele fiscale (ca urmare a aplicării Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 54 din 23 iunie 2010 pentru combaterea evaziunii fiscale) și a costurilor unitare de producție (prin recalibrări mai frecvente ale liniilor de fabricație și reducerea gradului de utilizare a utilajelor, impuse de scăderea volumului de vânzări). În consecință, și în trimestrul III 2010 relevantă pentru analiza inflației de bază rămâne măsura ajustată a CORE2, care elimină variația prețurilor produselor accizabile.

Persistența deficitului de cerere și incertitudinile referitoare la impactul măsurilor de austeritate asupra cererii de consum au determinat majoritatea distribuitorilor să absoarbă o parte semnifi-

## Prețuri administrate versus prețuri libere

variație anuală (%); sfârșitul perioadei

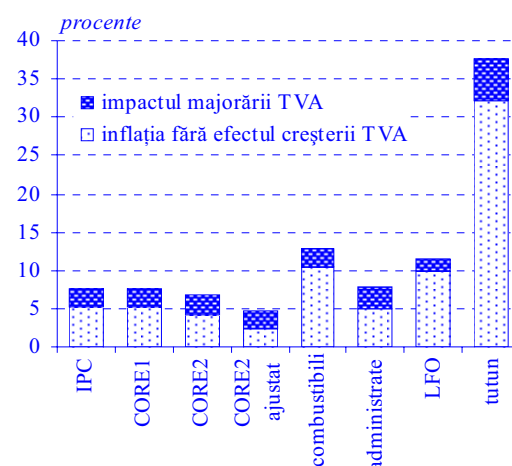
	2009		2010		
	III	IV	I	II	III
<b>Rata inflației</b>	<b>4,94</b>	<b>4,74</b>	<b>4,20</b>	<b>4,38</b>	<b>7,77</b>
<b>Prețuri administrate*</b>	<b>4,7</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>	<b>3,6</b>	<b>7,9</b>
<b>1. Mărfuri</b>					
<b>nealimentare*:</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>2,4</b>	<b>6,8</b>
energie electrică	0,2	0,2	4,2	4,2	8,6
energie termică	11,8	4,2	2,8	3,2	3,2
gaze naturale	-8,4	-8,4	-8,4	-5,1	4,2
medicamente	5,7	8,2	2,5	6,4	8,0
<b>2. Servicii*</b>	<b>13,5</b>	<b>9,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,1</b>	<b>11,2</b>
<i>din care:</i>					
apă, canal,					
salubritate	16,3	15,0	11,3	10,0	15,7
telefonie fixă	16,6	7,9	x	x	x
transport de călători					
pe calea ferată	0,0	0,0	0,0	0,0	8,6
transport urban					
(de călători)	7,6	7,4	5,3	4,7	6,7
<b>Prețuri libere (CORE1)</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	<b>7,8</b>
<b>CORE2**</b>	<b>5,9</b>	<b>4,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>6,8</b>
CORE2 exclusiv tutun					
și băuturi alcoolice	4,2	2,8	1,6	2,3	4,7
tutun și băuturi alcoolice	24,2	29,3	36,7	29,7	31,0

\*) calcule BNR

\*\*) CORE1 - prețuri volatile

Sursa: INS, calcule BNR

## Contribuția creșterii TVA la rata anuală a inflației în luna septembrie 2010

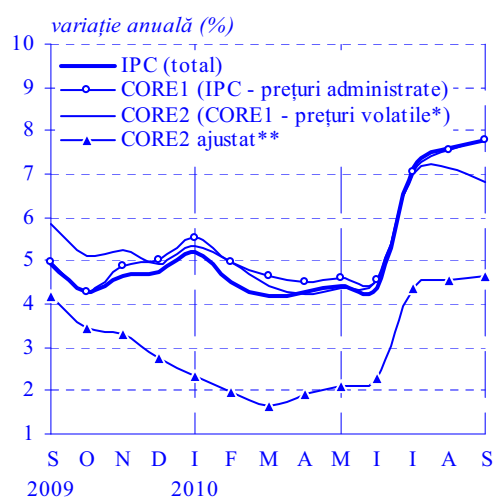


Sursa: INS, calcule BNR

<sup>6</sup> Prețul țiteiului Brent a coborât la un nivel mediu de 76 dolari SUA/baril comparativ cu aproape 82 dolari SUA/baril în intervalul aprilie-mai 2010.

<sup>7</sup> Apreciere a monedei naționale cu 6,3 la sută în septembrie comparativ cu iunie 2010.

## Inflația totală și inflația de bază (CORE)

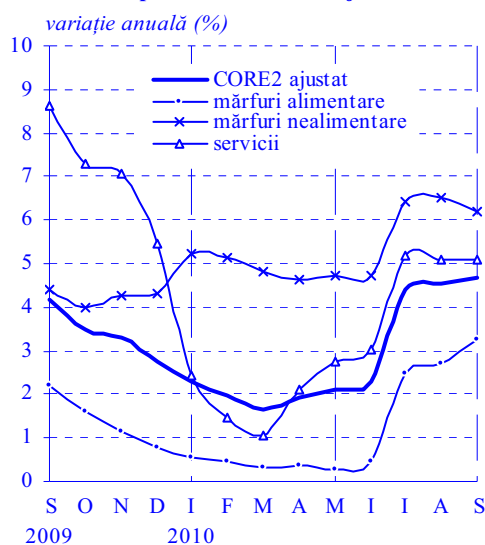


\*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

\*\*) se elimină grupele: tutun și băuturi alcoolice

Sursa: INS, calcule BNR

## Componentele CORE2 ajustat



Sursa: INS, calcule BNR

cativă din creșterea prețurilor generată de modificarea cotei TVA. Astfel, rata anuală a CORE2 ajustat a înregistrat o rată de transmitere a acestui șoc inferioară celei corespunzătoare inflației IPC totale cu circa 7 puncte procentuale și o accelerare în cadrul trimestrului de numai 2,4 puncte procentuale, din care aproximativ 0,15 puncte procentuale s-au datorat tensionării piețelor agro-alimentare.

În pofida majorării producției interne de cereale și de semințe de floarea soarelui comparativ cu anul anterior, ratele anuale de creștere ale prețurilor de producție s-au înscris pe tendințe ascendente<sup>8</sup>, ca urmare a evoluțiilor pe piețele internaționale. Sistarea exporturilor de cereale de către Rusia și Ucraina, puternic afectate de secetă, a determinat salturi bruște ale prețurilor materiilor prime agroalimentare la nivel mondial și deteriorarea anticipațiilor pe aceste piețe. În aceste circumstanțe, marii producători autohtoni au manifestat reticență în a mai livra materie primă pe piața internă, fie așteptând prețuri mai ridicate, fie reorientându-se către export, ceea ce a condus la sincope în fluxul de producție și, implicit, la scumpirea produselor de morărit și panificație și a uleiului (îndeosebi în luna septembrie).

Eliminând impactul modificării regimului fiscal, mărfurile nealimentare incluse în CORE2 ajustat au consemnat o ușoară dezinflație, pe fondul volumului scăzut de vânzări și al absenței presiunilor din partea prețurilor externe<sup>9</sup>, în timp ce rata anuală de creștere a prețurilor serviciilor libere a fost în relativă stagnare. Influențe nefavorabile au fost vizibile în cazul unor mărfuri și servicii cu prețuri sensibile la mișcarea cursului de schimb (produse electronice, autoturisme, servicii medicale). Chiar dacă deprecierea monedei naționale față de euro a fost modestă în intervalul curent (0,6 la sută în septembrie față de iunie) și similară celei din trimestrul III 2009, ritmurile anuale aferente grupelor mai sus menționate s-au majorat, în condițiile în care în anul precedent reducerea cererii a frânat în mai mare măsură ajustarea corespunzătoare a prețurilor; în schimb, dinamica anuală a tarifelor serviciilor de telefonie (cea mai importantă subgrupă din cadrul serviciilor libere) s-a situat în luna septembrie la un nivel egal cu cel din iunie 2010, acestea reflectând integral și simultan variația leului față de euro.

Anticipațiile inflaționiste formulate în luna iulie de operatorii din industria prelucrătoare, comerț și servicii și de consumatori<sup>10</sup> au reacționat la șocul majorării cotei TVA și, deși s-au atenuat ulterior, au rămas la niveluri mai ridicate comparativ cu cele din

<sup>8</sup> Accelerări de ritm cu 22 până la 31 puncte procentuale în cazul cerealelor și cu 46 puncte procentuale în cazul semințelor de floarea soarelui în august față de iunie 2010.

<sup>9</sup> Deflație în termeni anuali în lunile iulie-august în cazul prețurilor producției industriale pentru piața externă ale UE-15 pentru bunurile de consum (cu excepția mărfurilor alimentare, tutunului și băuturilor alcoolice).

<sup>10</sup> Conform sondajului realizat de INS/CE-DG ECFIN.

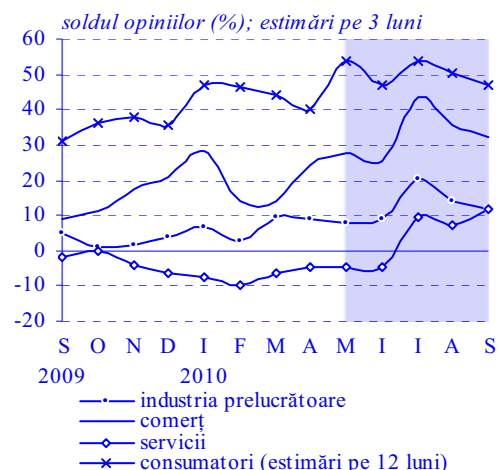
trimestrul II 2010, ceea ce ar putea sugera continuarea efectelor de runda întâi în perioada următoare.

Analiza comparativă a variației prețurilor bunurilor comercializabile/necomercializabile din perspectiva presiunilor concurențiale este în continuare complicată de măsuri administrative<sup>11</sup> și fiscale. Ritmurile anuale aferente celor două grupe de produse au înregistrat creșteri comparabile în trimestrul III 2010 (3,45 puncte procentuale, până la 7,45 la sută în cazul bunurilor comercializabile și respectiv 3,3 puncte procentuale, până la 6,6 la sută în cazul produselor necomercializabile), însă evoluția este în bună măsură rezultatul unor factori specifici. Astfel: (i) asupra prețurilor bunurilor comercializabile s-au manifestat presiuni externe de sensuri opuse – cele în sensul creșterii, generate de tensiunile conjuncturale pe piețele agroalimentare internaționale, au prevalat asupra celor favorabile, asociate mărfurilor nealimentare – și (ii) categoria bunurilor necomercializabile concentrează atât bunurile și serviciile neafectate de majorarea cotei standard a TVA, cât și produse ale căror prețuri au reflectat integral această creștere (unele produse cu prețuri administrate, servicii de telefonie). În plus, prețurile libere din ambele grupe de bunuri au reacționat la modificarea cotei TVA și în funcție de elasticitatea cererii interne. În aceste condiții, efectul comparativ al presiunilor concurențiale asupra prețurilor de consum în cele două sectoare este dificil de decelat.

Rata medie anuală a IAPC a urcat cu 0,6 puncte procentuale, ajungând la 5,2 la sută (cel mai ridicat nivel dintre țările Uniunii Europene). Totuși, decalajul față de rata medie anuală a IAPC din Uniunea Europeană s-a majorat cu doar 0,2 puncte procentuale, dată fiind accelerarea inflației cu 0,7 până la 1,2 puncte procentuale în șapte state membre<sup>12</sup>, în principal ca urmare a creșterii prețurilor produselor energetice (îndeosebi combustibili) și a unor efecte de bază nefavorabile. În cazul României, acestor influențe li s-au adăugat impactul nefavorabil al creșterii cotei standard a TVA și cel al majorărilor succesive ale prețurilor produselor din tutun.

La sfârșitul trimestrului III 2010, rata anuală efectivă a inflației a fost cu 0,27 puncte procentuale inferioară proiecției prezentate în *Raportul asupra inflației* din luna august, datorită unei transmiteri sub așteptări a impactului modificării cotei standard a TVA asupra prețurilor de consum și renunțării la reducerea/eliminarea subvențiilor acordate furnizorilor de energie termică (măsură amânată pentru anul 2011).

### Așteptările inflaționiste ale operatorilor economici



Notă: Începând cu luna mai 2010, indicatorii sunt calculați conform CAEN Rev.2.

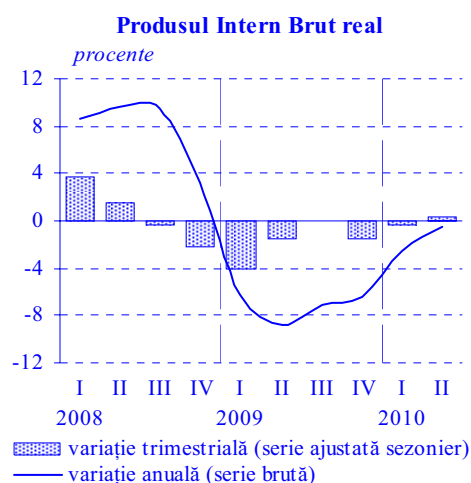
Sursa: CE - DG ECFIN

<sup>11</sup> A se vedea paragraful referitor la ajustarea prețurilor administrate.

<sup>12</sup> Belgia, Estonia, Grecia, Spania, Cipru, Luxemburg, Portugalia.

### III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

#### 1. Cererea și oferta

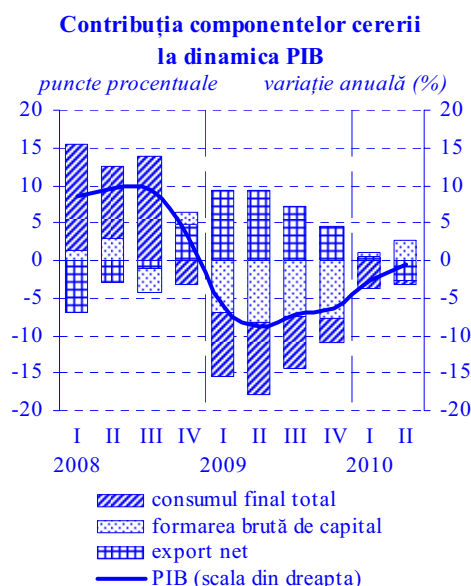


Sursa: INS

Pentru al patrulea interval consecutiv, în trimestrul II 2010 PIB real și-a încetinit ritmul de scădere, până la -0,5 la sută<sup>13</sup>. Rezultatul este atribuit, pe de o parte, ușoarei redresări din perioada curentă (dinamica trimestrială a consemnat o inversare de semn: de la -0,3 la +0,3 la sută), iar pe de altă parte, unui efect de bază – scăderea trimestrială a PIB real cu 1,5 la sută în aprilie-iunie 2009.

Similar primelor trei luni ale anului curent, ecartul substanțial dintre contracția anuală efectivă și proiecția benchmark realizată în luna iunie (-1,6 la sută) provine, practic în totalitate, din diferențele existente între ratele anuale rezultate din seria brută și cele obținute din seria ajustată sezonier, pe care se bazează prognoza.

Atenuarea vitezei de scădere a activității economice s-a datorat revigorării absorbției interne (+1,9 la sută în termeni anuali, față de -3 la sută în trimestrul I 2010), în timp ce contribuția netă a sectorului extern la dinamica PIB a devenit negativă. În ceea ce privește oferta, încetinirea ratei anuale de scădere a PIB în trimestrul II 2010 a fost susținută de toate sectoarele economice, mai accentuat fiind aportul industriei și al construcțiilor.



Sursa: INS, calcule BNR

Analiza evoluției în termeni trimestriali<sup>14</sup> indică faptul că resorturile economice ale revigorării PIB real în trimestrul II (+0,3 la sută) sunt limitate – rata pozitivă de creștere a fost generată, în principal, de poziția cumulată „variația stocurilor + discrepanța statistică” (+3,9 puncte procentuale), influența redresării relative a cererii de consum (+0,4 puncte procentuale) fiind de amplitudine net inferioară. În plus, contribuțiile aferente formării brute de capital fix și exportului net de bunuri și servicii s-au deteriorat semnificativ, în condițiile în care: (i) cererea de investiții s-a restrâns cu 4,4 la sută – rezultatul s-a datorat probabil ajustării achizițiilor destinate re tehnologizării, întrucât datele statistice disponibile relevă evoluții pozitive la nivelul lucrărilor de construcții pentru obiective noi și reparații capitale; (ii) decelerarea de circa 6 ori a dinamicii exporturilor (până la +2 la sută) a fost însoțită de o mișcare în același sens, dar de intensitate inferioară, a importurilor (+4,9 la sută, față de

<sup>13</sup> În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum, determinate pe baza seriei brute de conturi naționale.

<sup>14</sup> Modificările față de trimestrul anterior înregistrate de PIB și de componentele acestuia sunt calculate pe baza seriilor cu bază fixă ajustate în funcție de sezonaliitate.



+8,9 la sută în trimestrul I), astfel încât contribuția negativă a cererii externe nete la dinamica PIB s-a adâncit până la -2,8 puncte procentuale. Pe partea ofertei, rezultate favorabile au înregistrat industria (+4,2 la sută) și, în măsură mai mică, agricultura (+0,9 la sută, după contracția de 4,3 la sută din primul trimestru). VAB din construcții și-a întrerupt declinul, în timp ce serviciile s-au restrâns cu 0,8 la sută, reprezentând singurul sector economic cu un aport negativ la dinamica trimestrială a PIB (-0,4 puncte procentuale).

## 1.1. Cererea

Analiza în structură a cererii interne relevă atenuări de pantă în cazul ambelor componente principale – consumul final s-a redus cu 0,7 la sută (față de -4 la sută în trimestrul I), iar investițiile și-au diminuat de 3 ori viteza anuală de scădere (până la -9,5 la sută). În consecință, aportul cumulat al cererii de bunuri de consum și de bunuri de capital a rămas negativ (chiar dacă a scăzut în intensitate comparativ cu trimestrul precedent), astfel încât intrarea pe teritoriu pozitiv a dinamicii absorbției interne a fost în mod decisiv determinată de acumularea stocurilor, cu o contribuție de +4,9 puncte procentuale la variația PIB. Nu trebuie ignorat însă faptul că, în cazul seriei neajustate sezonier, exprimată în prețuri comparabile, care este utilizată în calculul variațiilor de volum publicate de INS, poziția „variația stocurilor” include și discrepanța statistică – element rezidual, a cărui pondere în PIB s-a majorat la aproape 12 la sută în trimestrul II 2010<sup>15</sup>.

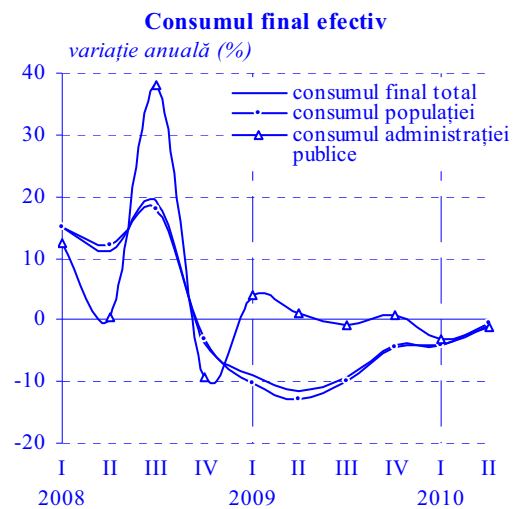
În ceea ce privește cererea externă netă, contribuția la dinamica PIB a devenit negativă (-2,6 puncte procentuale), ca urmare a avansului mai rapid înregistrat de achizițiile din import în comparație cu exporturile de bunuri și servicii.

### 1.1.1. Cererea de consum

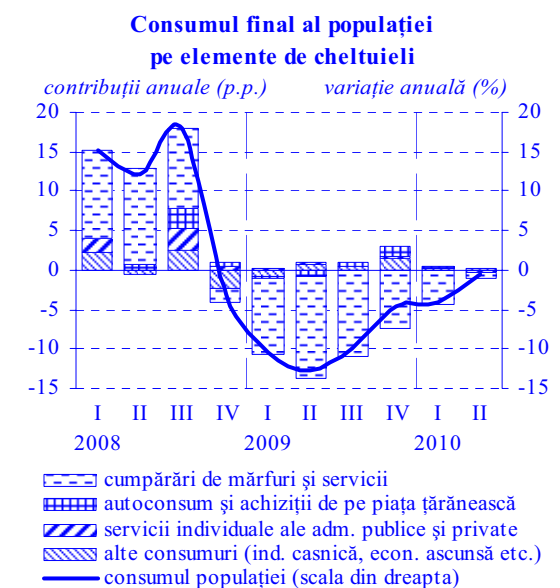
Frânarea ritmului de scădere a consumului final s-a datorat atât componentei private, cât și celei guvernamentale, ambele consemnând temperări ale declinului anual de volum în raport cu trimestrul I 2010 (de 6,4 ori, respectiv de 2,4 ori).

### Cererea de consum a populației

Atenuarea până la -0,6 procente a dinamicii anuale a consumului final al populației în intervalul analizat a fost susținută de cumpărările de bunuri și servicii din rețeaua comercială, al căror volum a fost cu numai 1 procent mai restrâns decât cel din trimestrul II 2009 (în primele 3 luni ale anului, contracția anuală pe acest segment a fost de 6,5 la sută). Rezultatul a fost indus, pe de o

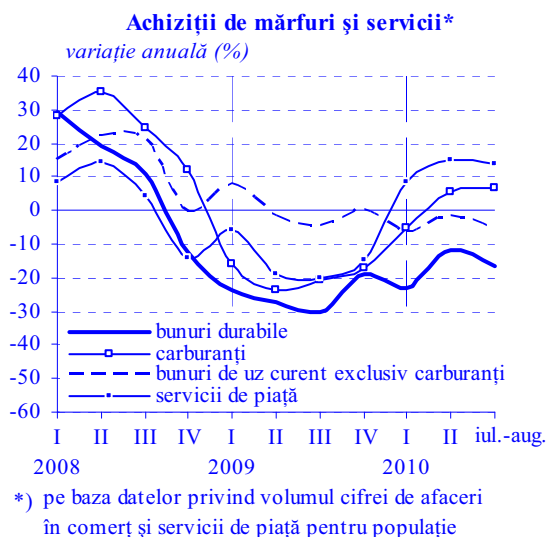


Sursa: INS

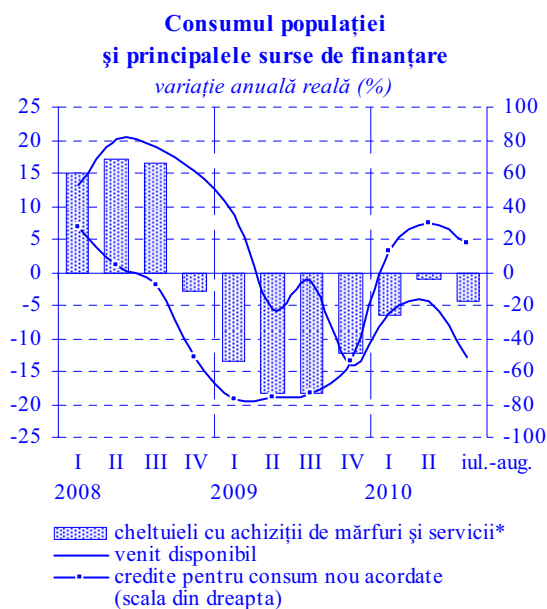


Sursa: INS, calcule BNR

<sup>15</sup> Calcule efectuate pe baza seriei brute a datelor de conturi naționale în prețuri constante (media anului 2000=100).



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, MFP, calcule BNR

parte, de manifestarea unui efect de bază, iar pe de altă parte, de redresarea temporară a cererii de consum în perioada curentă, parțial explicată prin devansarea unor achiziții, în perspectiva creșterii cotei standard a TVA la 1 iulie 2010. Așa cum era de așteptat, această opțiune a vizat îndeosebi grupa produselor de folosință îndelungată – datele privind volumul cifrei de afaceri din comerț indică o inversare, de amplitudine relativ importantă, a traiectoriei vânzărilor de bunuri durabile (de la circa -10 la sută în perioada ianuarie-martie la aproape +7 la sută în intervalul analizat, variații trimestriale), comparativ cu evoluția trimestrială a vânzărilor de bunuri de uz curent (cvasistagnare în primele trei luni ale anului, circa +3 la sută în aprilie-iunie). O redresare a cererii de consum în perioada următoare rămâne improbabilă, în condițiile în care indicatorii de încredere publicați în intervalul iulie-septembrie de Comisia Europeană (DG ECFIN) s-au menținut la niveluri modeste atât pe segmentul operatorilor comerciali și de prestări servicii (pe un orizont de 3 luni), cât și pe cel al consumatorilor (12 luni).

În ceea ce privește contribuția poziției „autoconsum și achiziții de pe piața țărănească” la variația consumului privat, amplitudinea acesteia a rămas neglijabilă.

Din perspectiva influenței asupra prețurilor de consum, evoluțiile curente ale volumului cifrei de afaceri din comerț în cazul produselor cu reprezentativitate ridicată în coșul de consum sugerează o ușoară acumulare de presiune din partea cererii în trimestrul II. Indicii în acest sens sunt relevate de inversarea trendului achizițiilor de bunuri de uz curent, o evoluție asemănătoare fiind consemnată și în urma excluderii carburanților, situație în care volumul cifrei de afaceri s-a majorat cu circa 2 la sută în trimestrul II.

Explicații pentru frânarea ritmului anual de scădere a cererii de consum privat se regăsesc, în primul rând, la nivelul venitului disponibil al populației<sup>16</sup>, a cărui contracție în termeni anuali (-4,4 la sută) a fost inferioară celei manifestate în trimestrul I (-6,2 la sută). În plus, influența negativă exercitată asupra cererii de consum de persistența declinului veniturilor a fost compensată, într-o anumită măsură, de reducerea în continuare a înclinației către economisire, sugerată de accentuarea traiectoriei descendente a depozitelor la termen nou constituite de populație în trimestrul II 2010, evoluție la care a contribuit nivelul tot mai scăzut al dobânzilor oferite de băncile comerciale.

Cât privește resursele împrumutate, sensul și amplitudinea influenței acestora în finanțarea consumului privat sunt dificil de estimat, în

<sup>16</sup> 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.

condițiile în care reluarea trendului ascendent al creditelor noi de consum în trimestrul II, atât pe componenta în lei, cât și pe cea în euro, a fost atribuită majorării cererii de refinanțare a împrumuturilor anterioare sub acțiunea unor impulsuri de natura ofertei – măsuri adoptate de băncile comerciale (scăderea dobânzilor pentru creditele nou acordate, eliminarea sau reducerea unor comisioane) și perspectiva unei noi ajustări a taxelor notariale –, care s-au resimțit și pe segmentul creditelor pentru nevoi personale garantate cu ipotecă. De asemenea, o serie de bănci comerciale au decis să accepte la refinanțare contracte de *leasing*<sup>17</sup>. Neregăsindu-se în noi achiziții de bunuri, aceste noi contracte încheiate de populație cu instituțiile financiare nu s-au reflectat însă și în variația cheltuielilor de consum.

Din perspectiva raportului de preferințe pentru produse autohtone/importate, trimestrul II a consemnat accentuarea relativă a contribuției segmentului extern la satisfacerea cererii de consum. Tendința este mai evidentă în cazul bunurilor de uz curent, unde importurile și-au intensificat ritmul de creștere<sup>18</sup>, în timp ce oferta autohtonă de profil a marcat o nouă restrângere în termeni reali<sup>19</sup>. O rată și mai alertă de creștere a fost înregistrată la importurile de bunuri durabile, însă trebuie remarcată și încetinirea semnificativă a declinului anual al producției interne (de la -14,7 la sută în trimestrul I la -1,6 la sută în intervalul analizat). Vânzările de autovehicule de fabricație internă s-au redresat, dar avansul acestora a fost cu circa 7 puncte procentuale mai lent în comparație cu cel al importurilor.

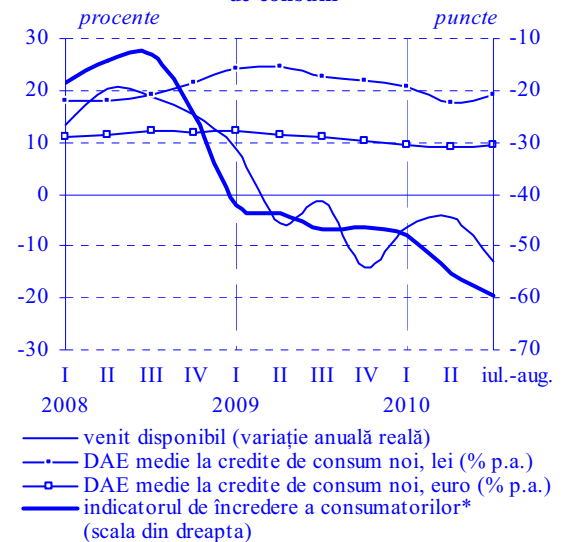
### Cererea de consum guvernamental

În trimestrul II 2010, consumul final guvernamental s-a diminuat cu 1,3 la sută, tendință corelată cu evoluția numărului de salariați din sectorul bugetar.

### Evoluții bugetare

În trimestrul II 2010, bugetul general consolidat a înregistrat un deficit de 9 851 milioane lei (1,9 la sută din PIB<sup>20</sup>, din care deficit primar 1,5 la sută din PIB), în creștere față de cel din perioada similară a anului anterior (6 458 milioane lei, respectiv 1,3 la sută din PIB, din care deficit primar 1 la sută din PIB). Ca urmare, la

### Principalii factori de influență a cererii de consum



\*) date ajustate sezonier; ultima observație: trim. III 2010.

Sursa: CE - DG ECFIN, MFP, INS, calcule BNR

<sup>17</sup> Potrivit metodologiei de conturi naționale, achizițiile auto efectuate de populație sunt incluse în consumul final efectiv.

<sup>18</sup> Modificările volumului fizic al exporturilor și importurilor de bunuri au fost calculate pe baza datelor din balanța de plăți, deflate cu indicii valorii unitare în comerțul internațional. Pentru analiza în structură s-a utilizat Nomenclatorul Combinat.

<sup>19</sup> Sugerată de dinamica anuală negativă a volumului cifrei de afaceri pentru producția industrială destinată pieței interne.

<sup>20</sup> Nivelul PIB nominal luat în considerare este cel din execuția bugetară publicată de MFP în luna iulie 2010.

finalul primului semestru al anului 2010 deficitul cumulat al bugetului general consolidat a atins un nivel de 18 070 milioane lei, situat marginal sub valoarea convenită în cadrul acordului încheiat cu UE, FMI și alte IFI.

Pe parcursul trimestrului II, veniturile bugetare totale și-au atenuat ritmul de scădere<sup>21</sup> (la -3 la sută, față de -5,7 la sută în intervalul ianuarie-martie), în condițiile în care declinul veniturilor fiscale s-a încetinit (-4 la sută, față de -9,1 la sută în trimestrul I), iar veniturile nefiscale, precum și sumele primite de la UE au înregistrat rate de creștere pozitive (13,1<sup>22</sup>, respectiv 38 la sută). Evoluția veniturilor fiscale a fost în principal rezultanta efectelor opuse exercitate, pe de o parte, de ameliorarea sensibilă a dinamicii veniturilor din TVA (-0,2 la sută, față de -15,4 la sută în trimestrul I) și, pe de altă parte, de prelungirea scăderii încasărilor din contribuțiile de asigurări sociale (-8,9 la sută) și de reintrarea în teritoriul negativ a dinamicii veniturilor din impozitul pe profit (-14,5 la sută, față de 4,1 la sută în trimestrul anterior) și din accize.

Cheltuielile bugetare totale au înregistrat din nou un ritm pozitiv de creștere anuală (3,9 la sută), în condițiile în care avansul componentei curente (+5,6 la sută, față de -1,9 la sută în trimestrul anterior) a fost doar parțial contrabalansat de comprimarea cheltuielilor de capital (-13 la sută față de -39,3 la sută în trimestrul I). Analiza structurii celor dintâi relevă menținerea tiparului precedentelor trei trimestre, conform căruia dinamica negativă a cheltuielilor de personal (-4,3 la sută, față de -12,7 la sută în trimestrul anterior) și a celor cu bunurile și serviciile (-6,9 la sută, comparativ cu -4,8 la sută în trimestrul I) este acompaniată de un ritm pozitiv de creștere a transferurilor (15,1 la sută, față de 4,4 la sută în primul trimestru). În perioada analizată, cel din urmă a fost susținut atât de componenta de asistență socială (4,6 la sută, față de 10,5 la sută în trimestrul anterior), cât mai ales de cea destinată altor transferuri (+56 la sută, față de -17,5 la sută în trimestrul I), respectiv proiectelor cu finanțare din fonduri externe nerambursabile (89,3 la sută).

În vederea integrării în construcția bugetară a setului de măsuri adoptate în scopul încadrării deficitului în ținta de 6,8 la sută din PIB, guvernul a operat în data de 18 august o rectificare bugetară<sup>23</sup>. Comparativ cu varianta anterioară, noul program aprobat pentru

---

<sup>21</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmul anual de creștere exprimat în termeni reali.

<sup>22</sup> Este posibil ca dinamica veniturilor nefiscale să fi fost afectată de modificarea sferei de cuprindere a acestei categorii de venituri ca urmare a schimbării regimului unor instituții și autorități publice (conform Legii nr. 329 din 05/11/2009 privind reorganizarea unor autorități și instituții publice, raționalizarea cheltuielilor publice, susținerea mediului de afaceri și respectarea acordurilor-cadru cu Comisia Europeană și FMI).

<sup>23</sup> Ordonanțele Guvernului nr. 18 și 19 din 18/08/2010 cu privire la rectificarea bugetului de stat și a bugetului asigurărilor sociale de stat pe anul 2010.

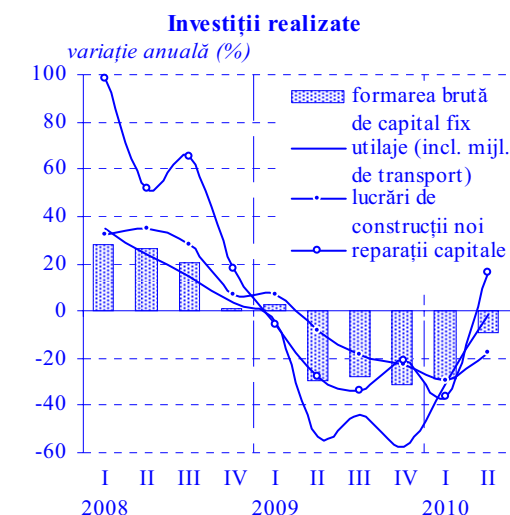
anul 2010 prevede o reducere cu circa 0,7 la sută din PIB a veniturilor bugetare (până la 32,3 la sută din PIB), precum și o scădere a cheltuielilor, cu 0,1 la sută din PIB (până la 39,1 la sută din PIB). În contextul revizuirii prognozei de creștere economică, diminuarea veniturilor bugetare programate este în principal rezultatul scăderii încasărilor din contribuțiile de asigurări sociale (cu 0,7 la sută din PIB), din accize (cu 0,4 la sută din PIB), precum și din impozitul pe profit și din impozitul pe venit și salarii. Impactul acestor scăderi este parțial atenuat de creșterea veniturilor din TVA (0,3 la sută din PIB), ca urmare a măririi cotei de impozitare începând cu luna iulie 2010, la care se adaugă creșterea preconizată a veniturilor nefiscale (cu 0,6 la sută din PIB). Pe partea de cheltuieli bugetare principalele modificări constau, pe de o parte, în suplimentarea sumelor alocate asistenței sociale (0,6 la sută din PIB) și celor destinate bunurilor și serviciilor, și, pe de altă parte, în reducerea nivelului programat al cheltuielilor de personal (-0,7 la sută din PIB) și al celor pentru investiții.

Noile coordonate bugetare au fost incluse și în „Strategia Fiscal Bugetară pe perioada 2011-2013” – document de programare bugetară multianuală elaborat în baza Legii responsabilității fiscal-bugetare (Legea nr. 69/2010), adoptat de guvern în data de 15 septembrie și înaintat apoi Parlamentului. Strategia detaliază cadrul fiscal-bugetar pentru următorii trei ani, stabilind nivelul deficitului bugetar (4,4, 3,0 și respectiv 2,5 la sută din PIB) și valorile-țintă ale altor indicatori bugetari majori; ulterior aprobării de către Parlament, o parte dintre acestea vor deveni repere obligatorii ale procesului de programare bugetară aferent anilor 2011 și 2012<sup>24</sup>.

### 1.1.2. Cererea de investiții

Formarea brută de capital fix și-a atenuat sensibil viteza de scădere în termeni anuali (până la -9,5 la sută), însă rezultatul se datorează exclusiv efectului de bază asociat reducerii vertiginoase (-32,3 la sută, variație trimestrială) a cererii de investiții în trimestrul II 2009.

La modificarea survenită în traiectoria investițiilor au contribuit toate componentele – achizițiile de utilaje (inclusiv mijloace de

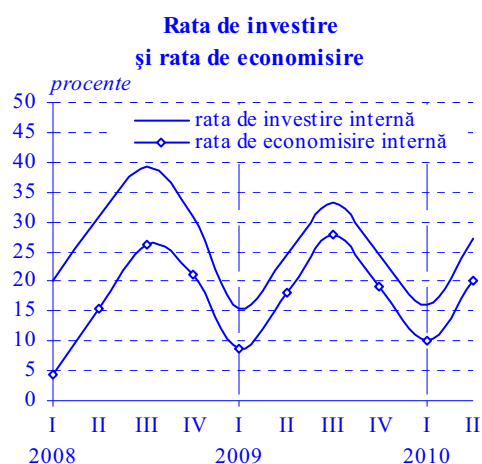


Sursa: INS, calcule BNR

<sup>24</sup> Conform art. 20 alin. 1 din Legea nr. 69/2010, cadrul fiscal-bugetar include următorii indicatori: (i) soldul bugetului general consolidat și (ii) cheltuielile de personal cuprinse în acesta – ambele exprimate ca pondere în PIB, (iii) plafoanele privind finanțările rambursabile care pot fi contractate de către unitățile administrativ-teritoriale și cele privind emiterea de garanții de către Guvern sau unitățile administrativ-teritoriale, (iv) nivelul nominal al cheltuielilor totale și de personal pentru bugetul general consolidat și componentele acestuia (exclusiv asistența financiară din partea Uniunii Europene și a altor donatori), (v) soldul nominal al bugetului general consolidat și al componentelor acestuia și (vi) soldul primar al bugetului general consolidat. Conform art. 18 din aceeași lege, limitele aprobate de Parlament pentru primii doi indicatori sunt obligatorii pentru următorii doi ani bugetari; limitele similare aferente celorlalte poziții sunt obligatorii doar pentru următorul an bugetar.

transport achiziționate de companii și instituții), lucrările de construcții noi și alte investiții au consemnat un declin mai lent, iar lucrările de reparații capitale au înregistrat chiar o inversare de semn în dinamica anuală (până la circa +16 la sută). Dincolo de efectul de bază care a susținut relativa îmbunătățire a rezultatelor pe toate segmentele enumerate, datele statistice disponibile permit identificarea unor semnale favorabile și în evoluția curentă a investițiilor în construcții, respectiv o redresare a dinamicilor trimestriale în perioada aprilie-iunie în cazul lucrărilor la obiective noi, dar mai ales în cel al reparațiilor capitale. Din păcate însă, este posibil ca trimestrul III să marcheze revenirea pe trend descrescător, în condițiile în care volumul cheltuielilor pe cele două tipuri de lucrări s-a redus în intervalul iulie-august cu circa 19 la sută și respectiv 33 la sută față de media trimestrului II (probabil din cauza ploilor abundente), iar indicatorul de încredere DG ECFIN corespunzător sectorului a continuat să se plaseze la un nivel extrem de modest (în medie, -41 puncte).

Motivații ale încetinerii ritmului anual de scădere a investițiilor oferă majoritatea canalelor de finanțare:



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

- (i) În privința surselor proprii, atenuarea continuă a pantei descrescătoare a valorii adăugate brute pe ansamblul economiei în ultimele patru trimestre sugerează o traiectorie similară a cheltuielilor de capital în sectorul corporatist. În cazul populației, venitul disponibil estimat a continuat să scadă în termeni reali, însă cu o viteză anuală ușor temperată.
- (ii) Creditele bancare<sup>25</sup> contractate de companii pentru achiziționarea de echipamente s-au majorat într-un ritm anual mai lent decât în trimestrul I, în timp ce volumul creditelor destinate investițiilor imobiliare s-a restrâns comparativ cu perioada similară a anului anterior. O redresare a creditului imobiliar s-a observat pe segmentul populației, dar evoluția este explicată, în bună măsură, de amplificarea solicitărilor de refinanțare.

De altfel, reluarea în următoarele luni a trendului ascendent al investițiilor rezidențiale este incertă, având în vedere menținerea expectațiilor nefavorabile privind piața forței de muncă și capacitatea populației de a-și rambursa împrumuturile, măsurile de ajustare fiscală în vigoare începând cu semestrul II 2010, dar și decizia de amânare a achiziției unei locuințe în așteptarea unor noi scăderi de prețuri pe piața imobiliară. O perspectivă similară este conturată și de rezultatele sondajului GfK/DG ECFIN în rândul consumatorilor, care indică pesimismul accentuat al populației în privința efectuării în următoarele 12 luni a unor investiții pentru cumpărarea/construirea sau repararea unei locuințe.

<sup>25</sup> Calcule BNR pe baza datelor proprii și a celor furnizate de Centrala Riscurilor Bancare.

- (iii) Resursele împrumutate în sistem *leasing* au continuat să se restrângă considerabil în termeni anuali (-28,4 la sută), chiar dacă dinamica negativă a valorii în euro a contractelor încheiate în trimestrul II s-a atenuat cu circa 3 puncte procentuale.
- (iv) O temperare a declinului s-a consemnat și în cazul investițiilor directe ale nerezidenților, însă viteza anuală de scădere a fluxurilor nete pe parcursul ultimelor patru trimestre a rămas accentuată (circa -51 la sută<sup>26</sup>).
- (v) Nici în cazul acumulărilor de capital efectuate din surse bugetare nu s-au observat modificări de trend în comparație cu intervalul anterior, volumul acestora înregistrând o nouă contracție de peste 20 la sută în termeni anuali.

În ceea ce privește piețele de proveniență a bunurilor de capital, trimestrul II nu a consemnat modificări de tendință față de primele trei luni ale anului – cota de piață deținută de produsele de fabricație externă și-a menținut traiectoria crescătoare, evoluție sugerată de intensificarea ratei de creștere a volumului fizic aferent importurilor de mașini și echipamente (avansul în termeni anuali a depășit 40 la sută<sup>18</sup>); în schimb, oferta autohtonă a continuat să se restrângă, deși cu o viteză sensibil atenuată în comparație cu trimestrul I (până la -2,6 la sută).

### 1.1.3. Cererea externă netă

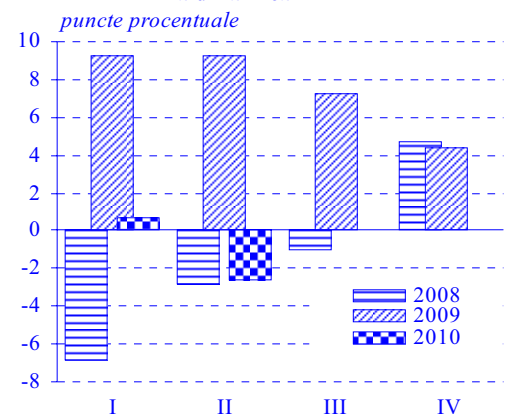
Accentuarea traiectoriei ascendente a cererii principalilor parteneri externi în trimestrul II<sup>27</sup> a condus la o nouă intensificare a tranzacțiilor comerciale. Evoluția este reflectată și de datele provizorii de conturi naționale, amplificarea substanțială a ratelor anuale de creștere comparativ cu intervalul anterior datorându-se însă și unor efecte de bază.

- (i) Pentru a patra oară consecutiv, volumul exporturilor de bunuri și servicii a înregistrat o dinamică trimestrială pozitivă, rata anuală de creștere acumulând încă 2 puncte procentuale față de trimestrul precedent (până la 21,4 la sută).
- (ii) Prin efectul de antrenare exercitat de exporturi, volumul importurilor de bunuri și servicii a continuat să crească, ritmul anual ajungând la 24,5 la sută.

<sup>26</sup> Calcule pe baza datelor din balanța de plăți.

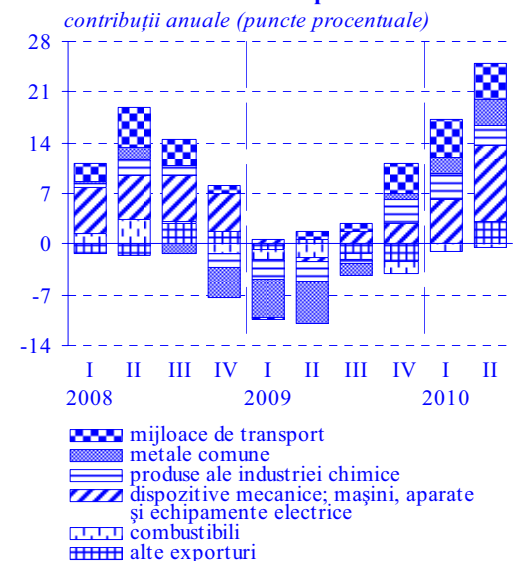
<sup>27</sup> La nivelul UE27, PIB real și-a majorat semnificativ rata anuală de creștere (2,2 la sută, față de 0,9 la sută în trimestrul anterior). Această evoluție a fost însoțită de dinamizarea importurilor de bunuri și servicii (13 la sută, față de 5,2 la sută), traiectorie atribuită atât unui efect de bază, cât și intensificării ritmului trimestrial de creștere (până la 4 la sută, date ajustate sezonier).

Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB

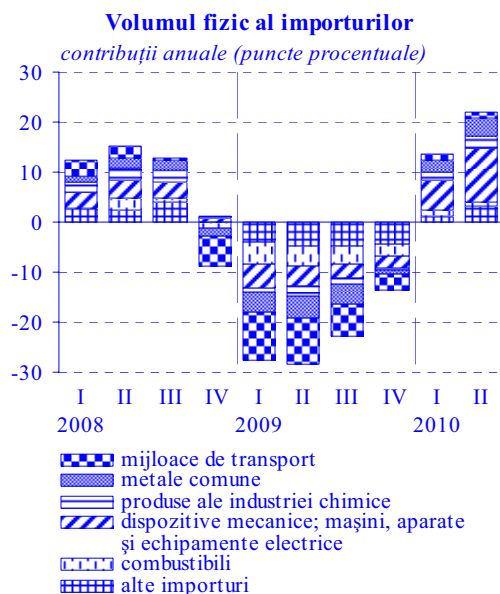


Sursa: INS, calcule BNR

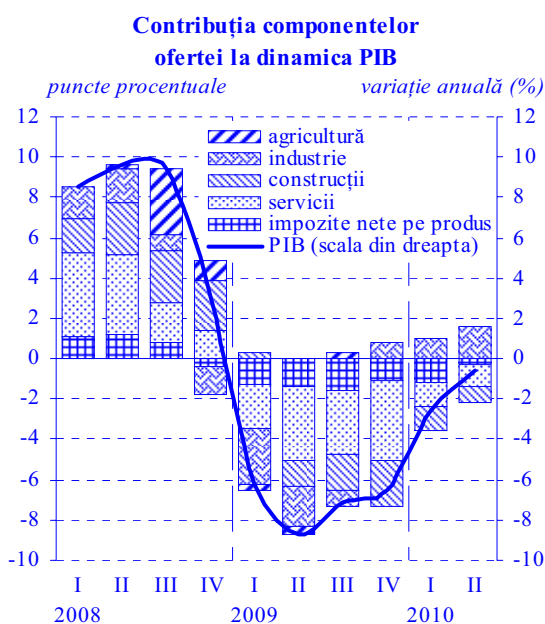
Volumul fizic al exporturilor



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

Aproape două treimi din variația anuală a volumului fizic al exporturilor de bunuri<sup>18</sup> a fost susținută de produsele cu valoare adăugată mare – grupele „mașini și echipamente” și „mijloace de transport” au contribuit cu aproximativ 10 și respectiv 5 puncte procentuale –, performanță care a ridicat la 44 la sută ponderea acestui tip de bunuri în valoarea totală a exporturilor.

În privința importurilor de bunuri, intensificarea de ritm înregistrată în trimestrul II s-a datorat în principal achizițiilor de mașini și echipamente (aproape 11 puncte procentuale) și, în măsură mai mică, grupelor „metale comune” și „mijloace de transport”.

## 1.2. Oferta

La atenuarea declinului înregistrat de PIB în termeni anuali au contribuit în trimestrul II 2010 toate sectoarele economice, industria și construcțiile deținând însă pozițiile dominante.

Revigorarea producției industriale s-a reflectat în inversarea tendinței valorii adăugate brute (+4,2 la sută, față de -0,2 la sută în trimestrul I, variații trimestriale). În consecință, rata anuală de creștere a avansat la 5,9 la sută, industria fiind astfel, pentru al doilea trimestru consecutiv, singurul sector economic cu un aport pozitiv la dinamica PIB (1,6 puncte procentuale).

Evoluția favorabilă a activității industriale a fost, în bună măsură, generată de:

- (i) o nouă amplificare a cererii adresate industriei metalurgice, determinată nu numai de un efect de bază, dar și de inversarea clară a traiectoriei descrise de ritmul trimestrial de creștere în perioada curentă. Ca rezultat al celor două influențe, dinamica anuală a producției s-a apropiat de 50 la sută, relansarea activității fiind susținută atât de segmentul intern al cererii, cât și de cel extern;
- (ii) revenirea pe trend crescător a producției aferente industriei chimice și celei farmaceutice, performanță datorată nu numai unui efect de bază, ci și evoluției curente;
- (iii) dinamica susținută înregistrată în continuare de producția de mijloace de transport și, prin asociere, de echipamente electrice (+30 la sută, respectiv +37 la sută, variații anuale). În primul caz, se remarcă totuși înjumătățirea ritmului de creștere, generată în exclusivitate de un pronunțat efect de bază (salt trimestrial de +36 la sută în perioada similară a anului 2009, o contribuție importantă revenind creșterii cererii externe, pe fondul derulării unor programe naționale de reînnoire a parcurilor auto în țări, precum Franța și Germania).



Deși sectorul construcțiilor continuă să se confrunte cu dificultăți majore, VAB și-a temperat declinul la mai puțin de jumătate din nivelul trimestrului I (până la -8,3 la sută în termeni anuali), contribuția negativă a acestui sector la dinamica anuală a PIB restrângându-se la -0,7 puncte procentuale. Atenuări ale vitezei anuale de scădere au fost consemnate atât pe segmentul clădirilor, cât și pe cel al construcțiilor inginerești, însă doar în primul caz performanța a fost susținută de o mișcare ascendentă în termeni trimestriali – evoluția, mai pronunțată la nivelul lucrărilor de reparații capitale pentru clădiri rezidențiale, poate fi atribuită, într-o anumită măsură, dificultăților financiare întâmpinate de populație în această perioadă, operațiunea de consolidare a locuinței existente constituind o opțiune mai accesibilă în comparație cu construirea unui imobil nou.

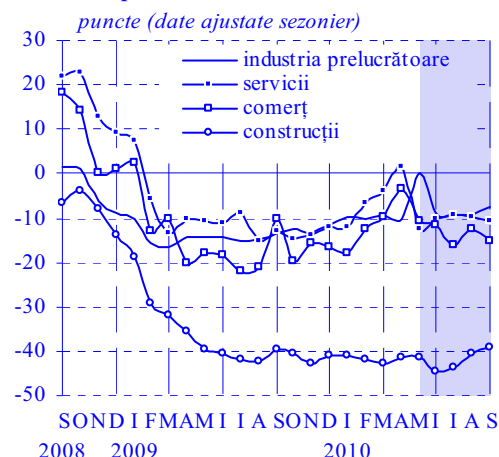
VAB aferentă sectorului „servicii” și-a menținut traiectoria descrescătoare, dinamica anuală din trimestrul II fiind apropiată de cea din intervalul anterior (-2,3 la sută). În structură, ușoara inversare de semn a rezultatelor din subsectorul financiar (+0,8 la sută față de -1,5 la sută) a fost anihilată de contracția mai puternică a activității de „comerț, hoteluri și restaurante, transporturi și telecomunicații”, atribuită în principal apelului în scădere la serviciile de transport (de mărfuri și călători) și de telefonie (atât pe segmentul de *retail*, cât și în cazul companiilor și al instituțiilor publice).

În agricultură, VAB s-a majorat cu 0,7 la sută (variație anuală), în principal pe fondul rezultatelor favorabile înregistrate de producția vegetală în intervalul aprilie-iunie.

## 2. Piața muncii

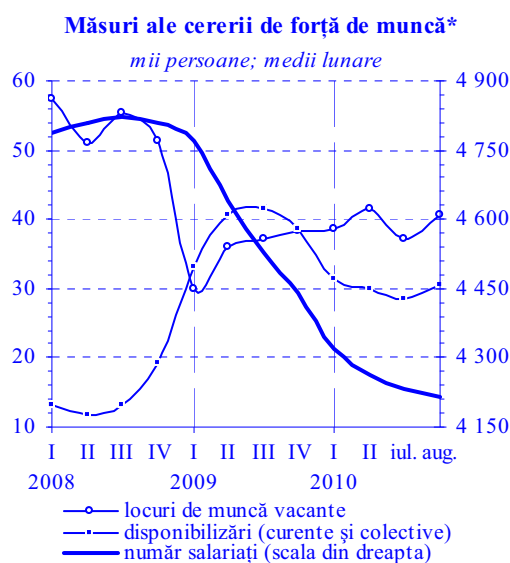
*Perioada iunie-august 2010 a consemnat o accentuare a incertitudinilor în plan economic, generată inițial de debaterile referitoare la setul de măsuri propuse în vederea reducerii deficitului fiscal și, ulterior stabilirii acestor măsuri, de impactul scăderii puterii de cumpărare a veniturilor asupra activității sectorului privat. Acest context a influențat nefavorabil intențiile de angajare ale companiilor, creând premise pentru menținerea unor condiții fragile pe piața muncii, și, implicit, pentru persistența unor venituri salariale mai reduse în termeni reali. Astfel, pentru trimestrul III 2010 se estimează consolidarea rolului inhibitor al cererii de consum asupra presiunilor inflaționiste, dar și scăderea contribuției în acest sens a costurilor unitare cu forța de muncă din industrie, al căror ritm anual de ajustare s-a încetinit în lunile iulie-august comparativ cu trimestrul II.*

### Sectorul corporatist: indicatorii de încredere pentru următoarele 3 luni



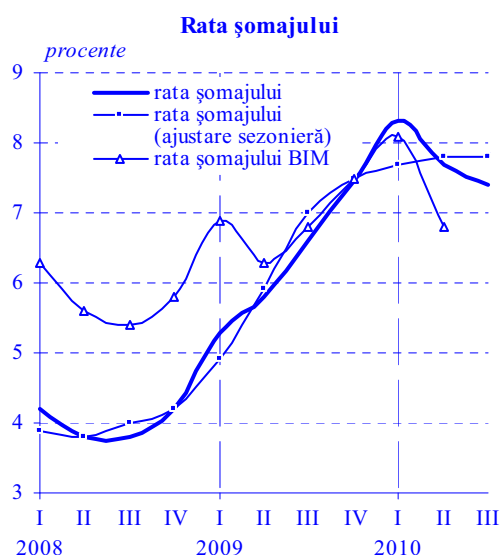
Notă: Începând cu luna mai 2010, indicatorii de încredere publicați de DG ECFIN la nivelul fiecărui sector economic sunt calculați conform CAEN Rev. 2.

Sursa: CE-DG ECFIN



\*) date ajustate sezonier

Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

## 2.1. Forța de muncă<sup>28</sup>

Tendința de ușoară creștere trimestrială a locurilor de muncă vacante și a angajărilor, vizibilă în intervalele anterioare, s-a inversat în lunile iulie-august 2010. Companiile și-au diminuat activitatea de recrutare, fiind în situația de a-și reanaliza rentabilitatea planurilor de afaceri în urma deciziei neașteptate a autorităților, la sfârșitul lunii iunie, de majorare a cotei TVA începând din luna iulie; decizia, luată în completarea măsurii de reducere a salariilor din sectorul bugetar și a unui număr important de indemnizații și ajutoare sociale, a amplificat incertitudinile sectorului privat referitoare la cerere și, implicit, la perspectivele de afaceri. În plus, numărul de disponibilizări s-a majorat în luna august comparativ cu cele trei luni precedente, însă este posibil ca acestea să fi fost stabilite înaintea anunțării modificărilor legislative menționate, astfel încât efectul la nivelul trimestrului III ar putea rămâne limitat (de altfel, media lunilor iulie-august a fost marginal inferioară mediei trimestrului II).

În aceste condiții, numărul salariaților raportat de angajatori a continuat să se restrângă, ritmul de scădere din perioada iulie-august 2010 fiind marginal inferior celui din trimestrul II atât în sectorul privat, cât și în cel bugetar.

În ceea ce privește oferta excedentară de forță de muncă, determinantă pentru evoluția ratei șomajului în lunile iulie-august a fost nu doar mișcarea cererii de forță de muncă (în relativ recul), ci și majorarea numărului de persoane care au renunțat la căutarea unui loc de muncă prin intermediul ANOFM. Aceasta a compensat reducerea angajărilor din rândul șomerilor și a permis menținerea ratei șomajului la nivelul de 7,8 la sută. Situația reprezintă un semnal referitor la dificultățile de reintegrare în piața muncii a persoanelor cu o calificare redusă sau fără experiență practică<sup>29</sup> într-o perioadă în care exigența angajatorilor în procesul de recrutare a crescut sensibil.

## 2.2. Venituri

Dinamica anuală a salariului mediu net nominal în economie și-a accentuat tendința descendentă în perioada iulie-august 2010, coborând în teritoriu negativ. Dacă în trimestrul II decelerarea de ritm (cu circa 2,1 puncte procentuale față de trimestrul I, până la 3,5 la sută) s-a datorat nu atât unor reduceri salariale, cât devansării cu o lună a primelor acordate de Paști (în luna martie față de aprilie în anul anterior), trimestrul III este marcat de scăderea cu 25 la sută

<sup>28</sup> Datele din această secțiune sunt ajustate sezonier, iar comparațiile se realizează față de media trimestrului anterior, în absența unei mențiuni exprese.

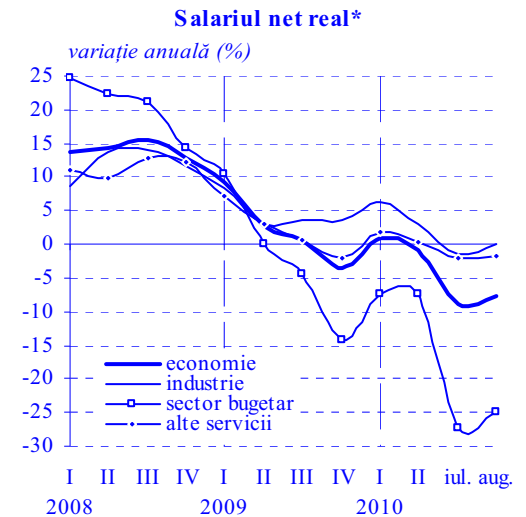
<sup>29</sup> Numărul absolvenților intrați în șomaj s-a majorat cu 28 la sută în lunile iulie-august 2010 față de aceeași perioadă a anului anterior (date neajustate sezonier).

a salariilor din sectorul bugetar<sup>30</sup>. De asemenea, ritmul anual de creștere a salariilor nete din sectorul preponderent privat s-a încetinit în lunile iulie-august (cu circa 0,6 puncte procentuale față de trimestrul anterior, până la 5,2 la sută), ca urmare a modificărilor fiscale referitoare la tichetele de masă<sup>31</sup>. Se anticipează continuarea acestei evoluții în următoarele luni, în condițiile în care pachetul de măsuri implementat la 1 iulie influențează nefavorabil cererea de consum și, prin urmare, veniturile companiilor; acest context ar putea genera și un efect de demonstrație – unele companii private ar putea limita la rândul lor câștigurile salariale ale angajaților, chiar în cazuri în care situația financiară nu o impune neapărat, doar pentru a se alinia la nivelul mediu din piață.

În industrie, ritmul anual de creștere a câștigurilor salariale brute s-a situat la 8,3 la sută în perioada iulie-august 2010, nivel similar celui din trimestrul II, consemnând chiar o accelerare de 0,7 puncte procentuale în cazul industriei prelucrătoare. Costurile unitare cu forța de muncă au continuat să fie inferioare celor din intervalul corespunzător al anului anterior, însă decalajul față de acestea s-a îngustat. Astfel, declinul în termeni anuali al costurilor unitare cu forța de muncă a fost de numai 5,7 la sută pe ansamblul industriei (4,8 la sută în industria prelucrătoare), față de circa 10 la sută în trimestrul II, ca rezultat al încetirii notabile a ratei anuale de creștere a productivității muncii. Aceste evoluții mai puțin favorabile (îndeosebi în unele ramuri producătoare de bunuri intermediare – chimie, metalurgie) nu au fost de natură să genereze presiuni inflaționiste din partea costurilor sau pierderi în planul competitivității externe (decalajul dintre dinamica anuală a productivității muncii din industria prelucrătoare și cea a câștigurilor salariale exprimate în euro a rămas pozitiv, situându-se la circa 6 puncte procentuale în perioada analizată, față de 12 puncte procentuale în trimestrul II 2010). De menționat totuși că tendințele descrise anterior trebuie privite cu oarecare rezervă, având în vedere posibile influențe distorsionante asociate modificării de sezonality la nivelul producției și, prin urmare, a productivității muncii (de exemplu, în industria mijloacelor de transport și, posibil, în ramurile conexe, scăderea bruscă a cererii în trimestrul IV 2008 și trimestrul I 2009 a impus, ca alternativă la restrângerea schemei de personal, acordarea concediilor de odihnă,

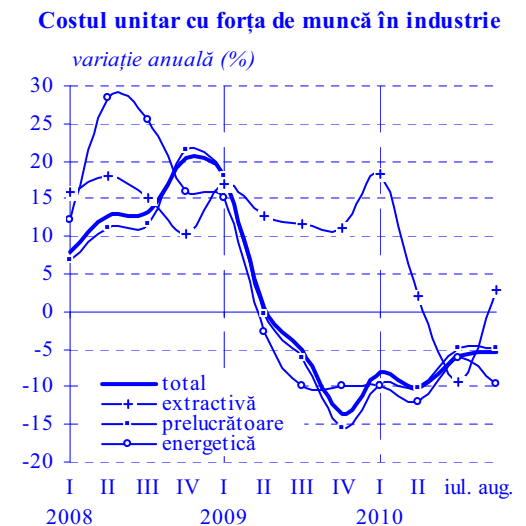
<sup>30</sup> Conform Legii nr. 118/2010. Reducerea efectivă, pe baza datelor INS, a fost de 20,7 la sută; diferența față de procentul de 25 la sută se explică prin: (i) aplicarea prevederii potrivit căreia salariile nu pot scădea sub nivelul salariului minim brut pe țară și (ii) acordarea unor drepturi salariale aferente perioadelor anterioare (pentru explicații mai detaliate referitoare la această diferență, a se vedea Comunicatele de presă nr. 184 și 207 emise de INS).

<sup>31</sup> Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 58 din 26/06/2010 prevede eliminarea scutirii salariaților de la plata impozitului pe veniturile din salarii corespunzător acestor tichete începând cu luna iulie. Influența predominantă a măsurii fiscale asupra dinamicii anuale a salariului net este relevată de faptul că ritmul anual aferent salariului brut a urcat cu 0,3 puncte procentuale în perioada iulie-august 2010 comparativ cu trimestrul II.



\*) deflatat cu IPC

Sursa: INS, calcule BNR



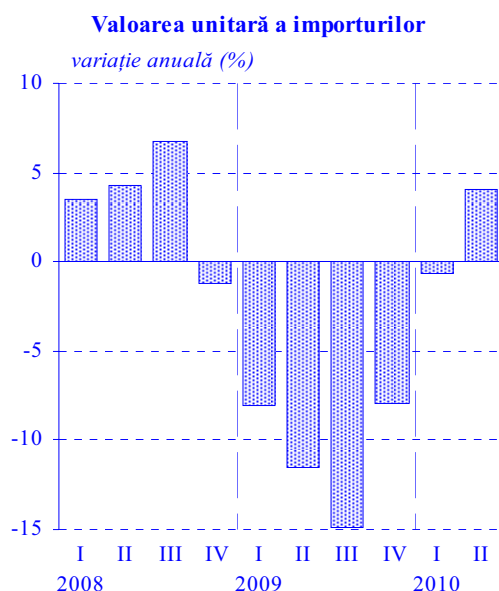
Sursa: INS, calcule BNR

concentrate în mod tradițional în luna august – practică la care s-a revenit în anul 2010).

Dacă potențialul dezinflaționist al costurilor unitare cu forța de muncă s-a diminuat, o tendință contrară se observă în cazul venitului real disponibil, odată cu implementarea măsurilor de austeritate începând cu luna iulie; acestea au redus atât veniturile nominale ale salariaților din sectorul bugetar, indemnizațiile de șomaj și alte ajutoare sociale, cât și puterea de cumpărare a tuturor categoriilor de venituri, prin efectul pe care majorarea cotei TVA l-a determinat asupra ratei anuale a inflației. Astfel, după ce în trimestrul II 2010 reducerea în termeni anuali a venitului real disponibil s-a încetinit la 4,4 la sută (pe seama atenuării contracției transferurilor din exterior), în perioada iulie-august aceasta a ajuns la 13 la sută. Evoluția a fost, în principal, rezultatul unui ritm anual negativ de peste 15 la sută în cazul veniturilor salariale în economie și de circa 11 la sută în cazul transferurilor sociale (față de -8,9 la sută și respectiv +2,7 la sută în trimestrul II); în plus, veniturile din străinătate și-a accentuat scăderea cu circa 4 puncte procentuale, până la 12,8 la sută.

### 3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul II 2010, atât prețurile de import, cât și cele aferente producției industriale pentru piața internă au exercitat un impact nefavorabil asupra prețurilor de consum, acest tip de influențe fiind previzibil și în perioada următoare. Deși prețurile producției agricole au continuat să consemneze și în trimestrul II 2010 variații anuale negative, evoluțiile din perioada iulie-august indică drept probabilă o inversare de tendință în următoarele trei luni.



Sursa: INS, calcule BNR

#### 3.1. Prețurile de import

În trimestrul II 2010, presiunea din partea prețurilor externe a devenit mult mai pronunțată, indicele valorii unitare a importurilor majorându-se de la 99,31 la sută în trimestrul I 2010 la 104,07 la sută. În ceea ce privește aportul mișcărilor cursului de schimb, acesta a fost neglijabil în cazul euro, dar a devenit nefavorabil în cel al dolarului SUA, moneda de decontare a majorității materiilor prime importate. În plus, pe acest segment s-au consemnat și cele mai accentuate variații ale prețurilor externe în trimestrul II 2010: minereuri (18,1 la sută), combustibili (33,5 la sută), metale (7 la sută).

Din perspectiva bunurilor de consum, cea mai ridicată rată de creștere a prețurilor externe s-a regăsit în cazul produselor farmaceutice (14,6 la sută, cu 11 puncte procentuale peste valoarea din primele trei luni ale anului), presiuni fiind observate în cazul tuturor piețelor de proveniență a acestui tip de produse; cu toate acestea, în cazul principalului furnizor, Uniunea Europeană, acest

tip de evoluție nu este confirmat de dinamica prețurilor de producție pentru piața externă din industria farmaceutică, ceea ce sugerează faptul că alte categorii de costuri grevează asupra prețurilor de import ale medicamentelor (ex. costuri de distribuție). În cazul celorlalte bunuri de consum importate au continuat să se înregistreze variații anuale negative ale prețurilor externe (excepție făcând cafeaua și uleiurile vegetale), de amplitudine comparabilă celor din primele trei luni ale anului.

Similar trimestrului I, indici pronunțat supraunitari s-au consemnat în cazul echipamentelor electrice (105,2 la sută) o posibilă influență fiind asociată scumpirii metalelor; același factor este posibil să fi acționat și în cazul mijloacelor de transport, indicele valorii unitare modificându-se de la 93,9 la sută în trimestrul I la 102,9 la sută.

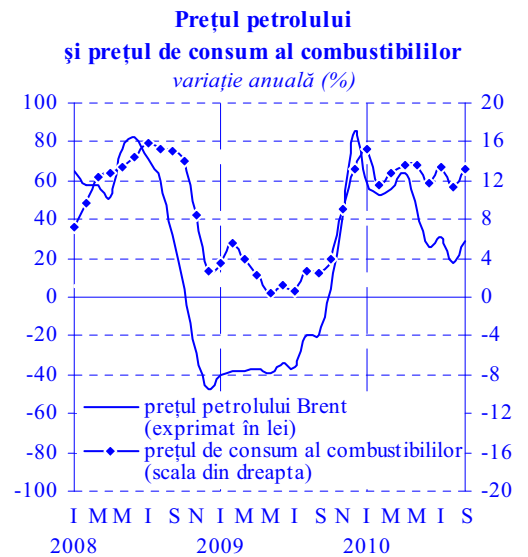
În condițiile în care tendințele curente manifeste pe piețele externe ale metalelor și resurselor energetice au continuat să persiste și în trimestrul III 2010 și în plus au devenit extrem de accentuate presiunile în cazul materiilor prime agricole, este previzibilă continuarea trendului ascendent pe care s-au înscris indicii valorii unitare începând cu trimestrul IV 2009.

## 3.2. Prețurile de producție

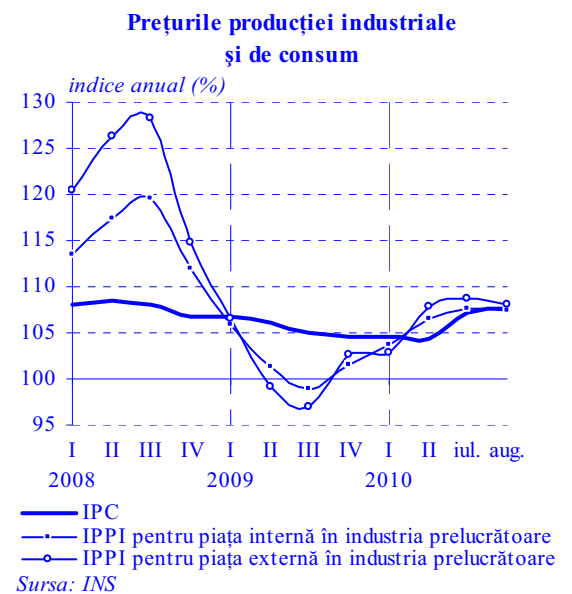
### 3.2.1. Prețurile producției industriale

Trendul ascendent pe care s-au plasat ratele anuale de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă începând cu ultima parte a anului 2009 a continuat și în trimestrul II 2010 (+1,5 puncte procentuale față de media trimestrului I 2010, până la 5,3 la sută), contribuția majoră revenind bunurilor intermediare. Accelerarea de ritm anual (de aproximativ 6 puncte procentuale) observată în cazul acestei grupe a fost imprimată atât de efectul de bază asociat tendinței pronunțat descendente din prima parte a anului 2009, cât și de evoluțiile curente marcate de ascensiunea prețurilor externe ale materiilor prime. În structură, prelucrarea metalelor a constituit segmentul cu cea mai pronunțată influență, ritmurile anuale de creștere a prețurilor de producție modificându-se de la -7,4 la sută în trimestrul I 2010 la +10,4 în perioada aprilie-iunie; posibile explicații ale evoluției derivă din efectele asociate scumpirii materiilor prime și volatilității ridicate a comenzilor, în condițiile în care unele combinate mari au decis să nu mai producă pe stoc, ci doar în funcție de comenzile primite.

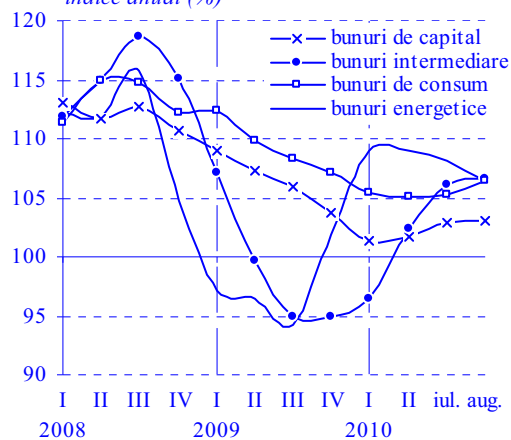
În cazul bunurilor energetice, cealaltă grupă de bunuri care a marcat dinamica prețurilor producției industriale în ultimele două trimestre, curba ascendentă descrisă de variațiile anuale ale prețurilor de producție a consemnat o tendință de aplatizare, deși



Sursa: INS, AIE, calcule BNR



**Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale**  
indice anual (%)



Sursa: INS

nivelul acestora a continuat să rămână sensibil peste medie (9 la sută în trimestrul II 2010), iar ritmurile trimestriale au rămas pronunțat pozitive (+2,5 la sută; serie desezonalizată). La nivelul ramurii reprezentative pentru această grupă de bunuri – industria de prelucrare a hidrocarburilor – ratele anuale de creștere a prețurilor de producție au atins un maxim de 36,6 la sută în luna mai 2010, după care au coborât treptat până la 19,2 la sută în luna august, pe fondul unei tendințe de temperare a ascensiunii prețului extern al petrolului.

Ritmurile anuale de creștere a prețurilor de producție înregistrate de celelalte categorii de bunuri s-au modificat marginal comparativ cu intervalul precedent și au continuat să se situeze sub media sectorului industrial: 1,6 la sută în cazul bunurilor de capital și, respectiv, 5,1 la sută în cazul celor de consum. La nivelul acestora din urmă a intervenit, totuși, o modificare de structură determinată de inversarea tendinței celor două segmente principale: plusuri de dinamică în cazul mărfurilor alimentare și al băuturilor și pierderi de ritm pentru restul bunurilor de consum. Deși s-au manifestat cu o intensitate redusă în trimestrul II 2010, semnalele de presiune asupra prețurilor de producție ale mărfurilor alimentare au devenit și mai pronunțate în perioada iulie-august, când media variațiilor lunare s-a ridicat la 1,3 la sută (față de 0,3 la sută în primul semestru al anului; serii desezonalizate). Factorii cu potențial explicativ includ: (i) costurile mai mari de aprovizionare în condițiile în care prețurile externe ale unor materii prime (în principal cereale) au intrat pe o pantă puternic ascendentă pe fondul deficitului de ofertă creat în urma recoltelor slabe obținute de unele dintre principalele țări furnizoare (ex. Rusia, Ucraina); (ii) temerile privind alterarea producției agricole din acest an, ca urmare a inundațiilor produse în unele zone ale țării; (iii) decizia unor producători agricoli de a sista vânzările pe piața internă anticipând creșterea prețurilor pe fondul evoluțiilor din plan extern.

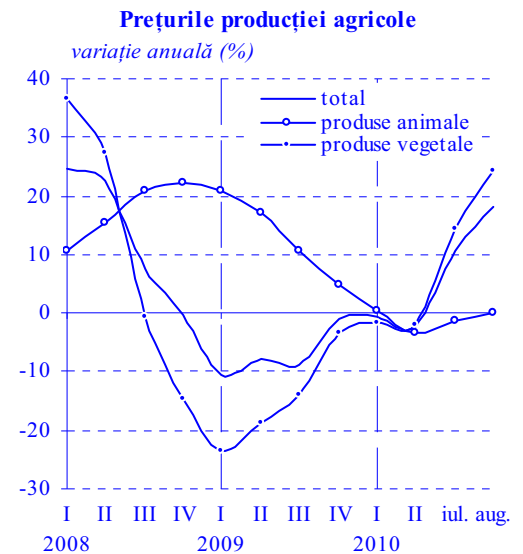
Trendul ascendent al ritmului anual de creștere a prețurilor de producție pentru piața internă în industrie se va menține și în perioada următoare, în condițiile în care bunurile energetice și cele intermediare vor continua să consemneze variații importante ale prețurilor în termeni anuali, iar presiunile observate în cazul alimentelor se vor intensifica (potrivit anticipațiilor producătorilor din domeniu). Suplimentar, dinamica anuală a prețurilor de producție corespunzătoare comenzilor noi pentru industria prelucrătoare s-a accelerat la 6,7 la sută în luna august, comparativ cu un minim de 0,1 la sută atins în trimestrul I 2010.

### 3.2.2. Prețurile producției agricole

Variațiile anuale ale prețurilor producției agricole au înregistrat valori negative și în trimestrul II 2010 (-2,3 la sută), deși amplitudinea acestora s-a atenuat de la o lună la alta, până la +0,3 la sută în luna iunie; tendința s-a datorat exclusiv prețurilor produselor vegetale, în cazul produselor animale fiind vizibilă o accentuare a ritmurilor negative.

Similar intervalelor precedente, evoluțiile de pe segmentul cerealelor (cu excepția grâului) au continuat să imprime sensul și amplitudinea mișcărilor prețurilor de producție în cazul componentei vegetale (-2 la sută față de trimestrul II 2009). Evoluțiile curente au indicat însă o situație mai puțin favorabilă din perspectiva dezinflației, variația medie lunară aferentă trimestrului II 2010 (+2,9 la sută) fiind sensibil superioară celei consemnate în primul trimestru al anului (0,7 la sută), posibil ca urmare a: (i) stocurilor mai mici, în condițiile în care producția obținută în 2009 a fost inferioară celei din anul precedent; (ii) încetării acordării unor subvenții pentru diverse culturi agricole în urma expirării perioadelor tranzitorii negociate de România în procesul de aderare la UE; deși aceste măsuri au intrat în vigoare de la începutul anului, este posibil ca impactul asupra costurilor producătorilor să se fi manifestat odată cu demararea lucrărilor agricole.

În cazul produselor animale, prețurile de producție au scăzut cu 3,3 la sută față de trimestrul II 2009, mișcarea fiind susținută de toate sortimentele de carne (cu excepția celei de pasăre); aportul major a revenit evoluțiilor curente, rata medie lunară de scădere a prețurilor de producție ale produselor animale fiind de 3 la sută în trimestrul II, comparativ cu -0,7 la sută în primele trei luni ale anului. Și în acest caz, ar putea fi invocat efectul eliminării subvențiilor pentru producția de carne, care este posibil să fi determinat măsuri de reducere a efectivelor de animale existente pentru reducerea efortului financiar al crescătorilor. Suplimentar, ridicarea embargoului pentru exporturile de produse din carne de porc către UE (din 2010), cu condiția ca materia primă să fie importată, a diminuat cererea internă pentru acest sortiment; astfel, prețurile de producție în acest caz au consemnat cea mai accentuată scădere în trimestrul II 2010 (-6,1 la sută față de aceeași perioadă a anului anterior). Pe acest segment, prețurile de producție ar putea continua să scadă și în trimestrul III 2010, dar traiectoria pronunțat ascendentă pe care s-au înscris prețurile producției vegetale (ritm mediu anual de 19,3 la sută în lunile iulie-august, în principal din cauza evoluțiilor consemnate în cazul grâului și al florii soarelui) va conduce la revenirea la variații anuale pozitive, la nivel agregat.



Sursa: INS

## IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

---

### 1. Politica monetară

*Pe parcursul trimestrului III, BNR a menținut constante atât nivelul ratei dobânzii de politică monetară, de 6,25 la sută, cât și nivelurile în vigoare ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit. În același timp, banca centrală și-a adecvat maniera de gestionare a lichidității corespunzător condițiilor prevalente pe piața financiară, caracterizate prin diminuarea incertitudinilor legate de criza financiară regională și relativa normalizare a situației pe segmentul monetar și cel valutar. Prin aceste măsuri, BNR a urmărit să calibreze condițiile monetare reale în sens larg din perspectiva ancorării anticipațiilor inflaționiste și a contracțării efectelor secundare ale majorării cotei TVA, dar și a susținerii tendinței de ajustare a ratelor dobânzilor la creditele și depozitele în lei.*

Deteriorarea semnificativă, inclusiv față de așteptările anterioare<sup>32</sup>, a perspectivei pe termen scurt a inflației, datorită creșterii cotei TVA de la 19 la 24 la sută începând din 1 iulie<sup>33</sup> și riscul manifestării efectelor secundare ale acestei măsuri de consolidare fiscală au determinat Consiliul de administrație al BNR să mențină, în ședința din 4 august 2010, *status-quo*-ul ratei dobânzii de politică monetară și al ratelor rezervelor minime obligatorii. Totodată, Consiliului de administrație al BNR a decis să nu revizuiască în sens ascendent ținta de inflație stabilită pentru decembrie 2010, chiar dacă abaterea ratei inflației față de aceasta se prefigura a fi semnificativă. Principalele argumente le-au constituit caracterul temporar al devierii de la țintă a ratei inflației și necesitatea prevenirii dezancorării așteptărilor inflaționiste pe orizontul mai îndepărtat de timp, prin păstrarea angajamentului BNR față de țintele de inflație și prin reconfirmarea concentrării atenției autorității monetare asupra țintei pe termen mediu. Întregul set de decizii a avut ca scop ancorarea solidă a anticipațiilor inflaționiste și prevenirea manifestării efectelor secundare ale majorării cotei TVA, implicit crearea condițiilor pentru ca, odată cu epuizarea impactului direct al creșterii cotei TVA, rata inflației să-și reia convergența spre punctul central al țintei de inflație stabilite pentru decembrie 2011 (3 la sută  $\pm 1$  punct procentual). O asemenea perspectivă avea ca suport așteptata prelungire a valorilor ridicate ale *gap*-ului negativ al PIB, în condițiile prefigurării încetirii redresării activității economice în raport cu prognoza anterioară,

---

<sup>32</sup> Proiecția pe termen mediu inclusă în *Raportul asupra inflației* din mai 2010.

<sup>33</sup> Decizia – survenită ca urmare a respingerii de către Curtea Constituțională a propunerii de reducere cu 15 la sută a pensiilor – a fost adoptată în data de 26 iunie, autoritățile urmărind astfel să evite perturbarea majoră a derulării aranjamentului de finanțare externă încheiat cu UE, FMI și IFI.



inclusiv sub impactul efectului advers anticipat a fi exercitat de măsurile suplimentare de consolidare fiscală implementate de autorități începând cu luna iulie.

Reacția băncii centrale a mai fost justificată de faptul că riscul producerii efectelor secundare ale majorării cotei TVA era amplificat de potențiala producere în viitorul apropiat a unor noi șocuri inflaționiste pe parte ofertei, induse, în principal, de o creștere relativ mai amplă a prețurilor administrate și a prețurilor unor produse alimentare, cea din urmă fiind condiționată în principal de dimensiunea pierderilor de producție agricolă provocate de inundațiile și condițiile meteorologice nefavorabile din acest an. Un risc suplimentar la adresa reluării și consolidării ulterioare a procesului dezinflației îl constituia posibila abatere a politicii fiscale de la coordonatele convenite cu UE și FMI, având ca potențială consecință încetinirea/amânarea consolidării fiscale; riscul deriva din perspectiva redresării mai lente a economiei comparativ cu previziunile anterioare, precum și din incertitudinile privind eficacitatea măsurilor suplimentare de austeritate bugetară implementate recent de autorități. În același timp însă, era de așteptat ca prelungirea valorilor ridicate ale deficitului de cerere agregată să exercite un efect inhibitor atât asupra gradului de transferare a majorării cotei TVA asupra indicelui prețurilor de consum, cât și asupra potențialelor efecte secundare ale acestui șoc inflaționist.

Necesitatea contracarării efectelor secundare ale majorării cotei TVA a motivat și decizia de menținere a ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută, adoptată de Consiliul de administrație al BNR în ședința din 29 septembrie 2010. Un alt argument al acestei decizii l-a constituit persistența unor riscuri la adresa evoluției pe termen scurt a inflației, în special a celor legate de (i) evoluția prețurilor administrate și a prețurilor volatile ale produselor alimentare în context sezonier și al efectului de bază, precum și de (ii) menținerea incertitudinii privind eficacitatea măsurilor de consolidare fiscală, dată fiind situația de pe scena socială și politică internă.

Riscul manifestării unor efecte semnificative de runda a doua ale măsurii privind TVA continua să fie relevant, chiar dacă în primele două luni ale trimestrului III, creșterea ratei anuale a inflației a fost marginal inferioară valorii proiectate în cadrul celui mai recent exercițiu de prognoză, reflectând un grad mai redus de transferare a majorării cotei TVA asupra indicelui prețurilor de consum, în condițiile persistenței gap-ului negativ al PIB. În același timp, rămânerea/adâncirea în teritoriul negativ a dinamicii anuale a unor indicatori relevanți pentru evoluția cererii interne, în prima parte a trimestrului III, erau de natură să reconfirme perspectiva reaccentuării în acest interval a declinului PIB și al componentelor absorbției interne. În cazul cererii de consum, principalele indicii ale unei asemenea evoluții le-au constituit: (i) noua cădere suferită

în iulie de volumul cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul, respectiv al celei din comerțul auto moto; (ii) amplul declin în termeni anuali consemnat în aceeași lună de câștigul salarial mediu net real, reflectat și de reducerea consistentă a cheltuielilor de personal din sectorul bugetar; (iii) prelungirea valorilor negative ale dinamicii anuale a remiterilor, în iulie; (iv) foarte probabila resimțire în continuare a efectelor contracționiste – directe și indirecte – ale măsurilor de consolidare fiscală. Acestea li s-a asociat o deteriorare a evoluției economisirii bancare nete a populației<sup>34</sup>, în condițiile în care influența accentuării declinului variației plasamentelor efectuate de acest segment a surclasat-o pe cea generată de reluarea tendinței de scădere a dinamicii creditelor acordate persoanelor fizice.

Aceasta din urmă s-a readâncit în teritoriul negativ în perioada iulie-august (-4,0 la sută, față de o medie de -2,8 la sută în trimestrul II), evoluția fiind doar parțial atribuibilă efectului statistic exercitat asupra sa de creșterea temporară a ratei anuale a inflației ca urmare a majorării cotei TVA. Potrivit datelor disponibile<sup>35</sup>, cererea de împrumuturi a populației pare a fi continuat să se diminueze în acest interval, pe fondul înrăutățirii situației financiare curente și așteptate a acestui segment, dar și al creșterii pesimismului privind perspectiva locurilor de muncă<sup>36</sup>; o influență nefavorabilă a avut și creșterea ratelor dobânzilor la împrumuturile noi în lei și în euro, indusă de evoluția cotațiilor reprezentative ROBOR și EURIBOR, dar mai ales de sporirea marjelor de dobândă, asociată, cel mai probabil, intrării în vigoare a Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 50/2010 privind contractele de credit pentru consumatori<sup>37</sup>. La rândul ei, oferta de creditare pare să fi devenit relativ mai restrictivă, băncile anunțând o posibilă înăsprire a standardelor și a termenilor de creditare în trimestrul III – în contrast cu tendința de relativă stabilizare manifestată de acestea în trimestrul II. Pe acest fond, volumul mediu al creditelor noi acordate persoanelor fizice<sup>38</sup> în perioada iulie-august a fost inferior celui din trimestrul II; totodată, el a consemnat un ritm mediu anual de creștere mai redus decât cel aferent intervalului aprilie-iunie. Reflectând toate aceste influențe, variația anuală medie a soldului

---

<sup>34</sup> În absența altor precizări, dinamicile reprezintă rate anuale de creștere în termeni reali.

<sup>35</sup> Ediția din august 2010 a *Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației* și datele CRB.

<sup>36</sup> Conform Sondajului CE – DG ECFIN.

<sup>37</sup> În contrast cu tendința manifestată în lunile precedente, *spread*-ul ratei medii a dobânzii la creditele noi ale populației în lei, respectiv în euro, față de cotațiile reprezentative ROBOR3M, respectiv EURIBOR3M s-a majorat în perioada analizată.

<sup>38</sup> Dat fiind efectul distorsionant exercitat de aplicarea Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 50/2010 asupra unora dintre datele raportate de bănci în baza Normei BNR nr. 14/2006, pentru acest segment de analiză au fost preferate informațiile raportate către CRB, care se referă la creditele în valoare de peste 20 000 lei acordate în perioada de referință; totuși, și aceste date trebuie interpretate cu prudență, întrucât ele includ împrumuturile pentru refinanțare.

creditelor de consum și al celor pentru alte scopuri acordate populației<sup>39</sup> s-a diminuat la -9,5 la sută în perioada analizată (față de -7,7 la sută în trimestrul II), preponderent pe seama contracției mai puternice a componentei în lei. În schimb, soldul creditelor pentru locuințe a consemnat o relativă dinamizare (un ritm mediu de creștere de 14,9 la sută, cu 0,3 puncte procentuale peste media trimestrului II), datorată și de această dată exclusiv evoluției componentei în valută (24,7 la sută, comparativ cu 20,5 la sută în trimestrul II, calculată pe baza valorilor exprimate în euro).

În contrast cu evoluția relativ statică din trimestrul II, dinamica anuală a plasamentelor din bănci ale persoanelor fizice a consemnat la rândul ei un declin accentuat în intervalul iulie-august (pătrunzând chiar în teritoriul negativ în august), nivelul astfel atins reprezentând minimul ultimilor nouă ani; evoluția s-a datorat în cea mai mare măsură scăderii înregistrate de soldul acestor depozite în fiecare din lunile analizate (chiar în termeni nominali, în special în iulie), sub influențele exercitate de majorarea cotei TVA și de reducerea veniturilor salariale – de natură să afecteze economisirea bancară a populației. Ponderea depozitelor la termen (peste și sub doi ani) în depozitele totale ale persoanelor fizice a continuat totuși să se consolideze – deși relativ mai lent decât în prima parte a anului –, cererea de bani în scop precautionar a acestui segment fiind susținută de incertitudinea privind propria situație financiară. În plus, spre deosebire de lunile anterioare, tendința a fost favorizată de lărgirea ecarterului dintre ratele dobânzilor la depozitele noi la termen în lei și cele la plasamentele similare pe termen foarte scurt ale persoanelor fizice. Dinamica anuală a soldului depozitelor la termen ale populației a continuat însă să se reducă (12,0 la sută, cu 6,5 puncte procentuale sub media trimestrului II), nivelul atins fiind cel mai mic de la finele anului 2008; la rândul ei, variația anuală a depozitelor ON și-a reaccentuat valoarea negativă (-25,5 la sută, față de -21,1 la sută în trimestrul II). Concomitent, populația a continuat să-și accentueze preferința pentru plasamentele în valută, soldul acestora (exprimat în euro) consemnând în perioada iulie-august variații anuale pozitive (relativ ridicate), spre deosebire de depozitele totale în lei ale persoanelor fizice, care au înregistrat dinamici anuale negative.

Inclusiv pe acest fond, în favoarea prudenței politicii ratei dobânzii a continuat să pledeze riscul manifestării unei volatilități excesive a cursului de schimb al leului, indus de potențialele fluctuații ample ale primei de risc atașate investițiilor pe piața locală. Aceasta s-a diminuat sensibil în prima parte a trimestrului (ulterior deciziei FMI de a elibera o nouă tranșă din împrumutul acordat României), dar s-a menținut la niveluri superioare celor atinse anterior trimestrului II, evoluția reflectând în principal persistența temerilor legate de implementarea măsurilor de consolidare fiscală. Percepția

<sup>39</sup> Cei doi indicatori au fost cumulați pentru eliminarea efectelor modificărilor de metodologie statistică survenite ca urmare a intrării în vigoare a Normei BNR nr. 10/2009 pentru aplicarea Regulamentului BCE nr. 25/2009.

de risc a consemnat un nou episod de deteriorare în ultima parte a lunii august și în primele zile din septembrie, pe fondul retensionării scenei politice și al derulării procesului de remaniere a guvernului; influențele astfel exercitate au fost potențate de semnalul negativ dat de înrăutățirea perspectivei privind execuția bugetară în Ungaria. La rândul lui, apetitul global pentru risc s-a menținut relativ volatil pe parcursul perioadei analizate, reflectând, printre altele, evoluția temerilor privind criza datoriei suverane în statele membre ale UE, precum și a celor legate de perspectivele pe termen scurt ale economiei SUA (a se vedea subsecțiunea 2.2. *Cursul de schimb și fluxurile de capital*).

Ameliorarea sentimentului investitorilor față de economiile din regiune în prima parte a trimestrului III și relativa normalizare a situației pe piața monetară și cea valutară au permis readecvarea manierei de gestionare de către banca centrală a lichidității din sistemul bancar din perspectiva susținerii tendinței de ajustare a ratelor dobânzilor la creditele și depozitele în lei. Poziția de debitor net a BNR față de sistemul bancar s-a menținut pe parcursul trimestrului, dar valoarea acesteia s-a redus față de perioada anterioară, în condițiile în care efectul net al factorilor autonomi ai lichidității a fost contracționist. Pe parcursul lunilor iulie-septembrie, surplusul de rezerve a fost absorbit parțial prin intermediul operațiunilor BNR de atragere de depozite la rată fixă de dobândă, cu scadența de 3, respectiv 7 zile, în cadrul cărora ofertele băncilor (variind între 4,5 și 6 miliarde lei) au fost adjudecate în limita volumului anunțat (de 1 miliard lei); un rol mai important în drenarea excedentului de lichiditate l-a deținut facilitatea de depozit oferită de BNR băncilor, prin care s-a absorbit un volum mediu zilnic de 1 031 miliarde lei<sup>40</sup>. Pe acest fond, media ratelor dobânzilor pe termen scurt ale pieței monetare s-a redus treptat; ajustarea cotațiilor pe termen mai lung a avut însă proporții mai reduse, acestea menținându-se pe un palier ușor superior ratei dobânzii de politică monetară.

## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

*Randamentul mediu al depozitelor pieței monetare interbancare s-a diminuat comparativ cu trimestrul II, în timp ce ratele dobânzilor la creditele și depozitele noi ale clienților nebancari au consemnat evoluții divergente în intervalul iunie-august 2010, inclusiv sub influența unor factori conjuncturali. Cursul de schimb mediu leu/euro a continuat să crească – însă mult mai lent –, mișcarea reflectând în principal dificultățile de implementare a măsurilor de austeritate bugetară și incertitudinile privind perspectiva consolidării fiscale. Lichiditatea din economie și-a redus dinamica, în timp ce creditul acordat sectorului privat și-a*

---

<sup>40</sup> Reprezentând peste 80 la sută din volumul mediu al operațiunilor de politică monetară destinate atragerii excedentului de rezerve.

atenuat contracția, în condițiile menținerii trendului ascendent al ratei de creștere a componentei în valută.

## 2.1. Ratele dobânzilor

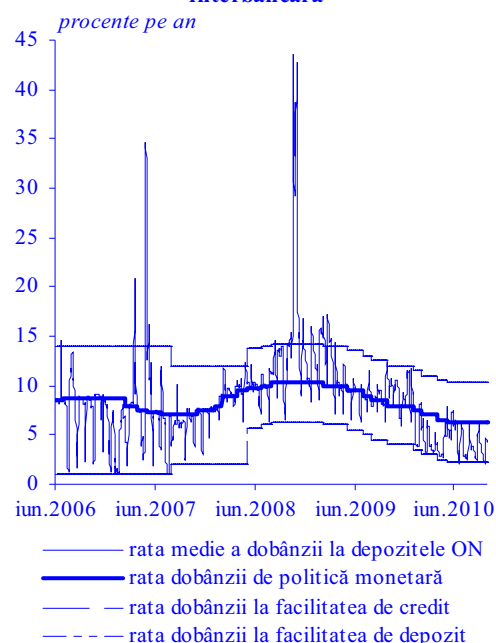
În trimestrul III, ratele dobânzilor pieței monetare interbancare și-au prelungit tendința de scădere reluată la finele trimestrului anterior, media lor coborând astfel la nivelul de 4,2 la sută, inferior cu 1,1 puncte procentuale celui din precedentele trei luni.

Pe parcursul intervalului analizat, ratele dobânzilor ON s-au situat, de regulă, la limita inferioară a coridorului determinat de randamentele facilităților permanente, ele înregistrând însă creșteri temporare – în primele zile ale perioadelor de constituire a RMO –, până la niveluri apropiate ratei dobânzii de politică monetară. Evoluția a reflectat relativa relaxare a condițiilor lichidității, datorată, pe de o parte, efectuării de către Trezorerie a unor operațiuni generatoare de injecții de rezerve, și, pe de altă parte, drenării excedentului de lichiditate preponderent prin intermediul facilității de depozit a BNR.

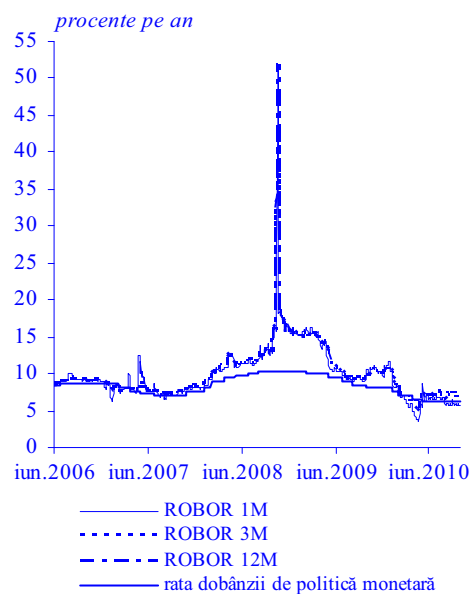
Cotațiile ROBOR (1M-12M) au stagnat inițial pe palierul relativ mai înalt pe care s-au plasat la finele lunii iunie, pentru ca în ultimele zile ale lunii iulie ele să înregistreze o ajustare descendentă; aceasta a coincis cu anunțul încheierii cu succes a emisiunii de titluri de stat în valută efectuate de MFP pe piața locală, în cadrul căreia resursele atrase au depășit substanțial volumul anunțat. Ulterior, cotațiile pe scadențele cuprinse între 3 și 12 luni s-au stabilizat la valori ușor superioare ratei dobânzii de politică monetară. În consecință, media randamentelor ROBOR (1M-12M) din luna septembrie a scăzut cu 0,2 puncte procentuale față de cea consemnată în ultima lună a trimestrului precedent. Evoluțiile nu au fost însă uniforme pe întregul spectru de maturități; astfel, cotațiile medii au scăzut pe scadențele 1M și 3M (cu 0,9, respectiv 0,1 puncte procentuale), dar au sporit ușor pe termenele mai lungi. Ca urmare, ratele *forward* implicite (determinate pornind de la cotațiile medii din septembrie) au sporit față de cele calculate în luna iunie, cu aproximativ 0,3 puncte procentuale pe orizontul de 3 luni și doar marginal pe orizonturile de 6 și 9 luni. Potrivit acestora, nivelul ratei ROBOR3M este așteptat să se situeze la 7,6 la sută în ultima lună a anului curent și să scadă apoi la 7,0 la sută în primul trimestru din 2011 și la 6,9 la sută la jumătatea anului viitor.

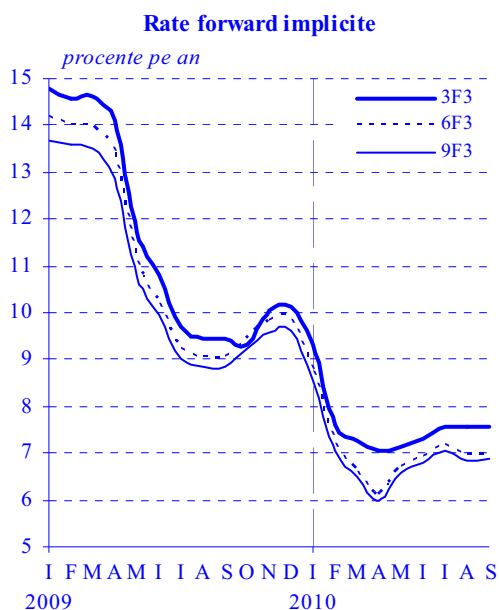
În schimb, în trimestrul III, randamentul mediu de pe piața primară a titlurilor de stat a fost superior cu 0,5 puncte procentuale celui din trimestrul anterior, în condițiile în care ratele dobânzilor aferente titlurilor emise în acest interval s-au situat, pentru

**Ratele dobânzilor pe piața monetară interbancară**



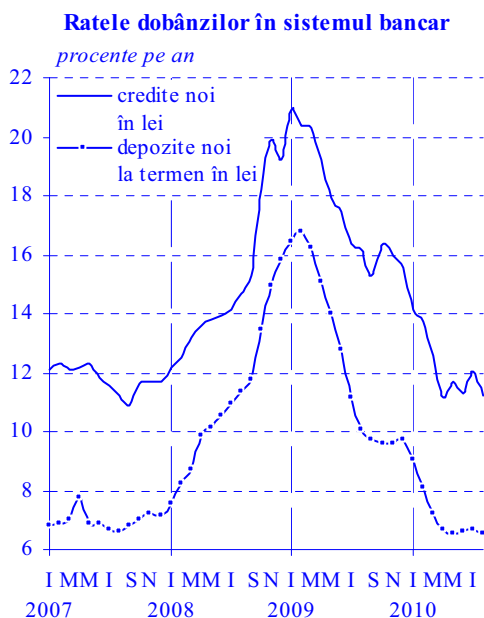
**Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR**





cvasitotalitatea scadențelor<sup>41</sup>, la nivelul de 7 la sută pe care l-au atins la jumătatea lunii iunie. Urmărind să evite majorarea costurilor cu datoria publică, MFP s-a opus creșterii acestor rate de dobândă, prin respingerea parțială sau chiar integrală a ofertelor de cumpărare depuse de participanții la licitațiile de titluri de stat în lei; ca urmare, volumul de înscrieri în lei puse în circulație s-a diminuat<sup>42</sup>, finanțarea deficitului bugetar și refinanțarea datoriei publice efectuându-se inclusiv prin utilizarea unei părți din resursele atrase prin emisiunea de titluri de stat denumite în euro derulată în luna iulie pe piața internă<sup>43</sup>, respectiv din fondurile provenite din împrumuturile externe.

O ajustare ascendentă a consemnat și randamentul mediu aferent operațiunilor definitive derulate în acest trimestru pe piața secundară a titlurilor de stat (până la 6,9 la sută). Rulajul trimestrial al acestei piețe (exclusiv BNR) a continuat însă să scadă (însușind 16 miliarde lei), majoritatea tranzacțiilor desfășurate fiind ireversibile (aproximativ 83 la sută)<sup>44</sup>. Cele mai tranzacționate au fost titlurile cu maturitatea reziduală de până la un an (inclusiv), al căror randament mediu a crescut față de trimestrul anterior cu 0,3 puncte procentuale. Deținerile de titluri de stat denumite în lei ale nerezidenților au consemnat fluctuații în ambele sensuri, plasându-se la finele lunii septembrie la un nivel inferior celui din iunie.



Ratele medii ale dobânzilor practicate de bănci în relațiile cu clienții nebancari au oscilat ușor pe parcursul intervalului iunie – august 2010; la finele acestuia, rata medie a dobânzii la depozitele noi la termen (6,56 la sută) a rămas aproape neschimbată în raport cu valoarea din luna mai, în timp ce rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi s-a diminuat față de același reper cu 0,49 puncte procentuale<sup>45</sup> (până la 11,21 la sută). Tendințele nu au fost omogene nici din perspectiva celor două sectoare de clientelă, în condițiile în care evoluția ratelor dobânzilor practicate în relațiile cu persoanele fizice a reflectat o serie de influențe conjuncturale. Astfel, randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale populației s-a majorat cu 0,22 puncte procentuale (până la 7,46 la sută) – în special datorită ofertelor promoționale asociate aplicării, începând

<sup>41</sup> Excepția au constituit-o obligațiunile cu scadența de 10 ani (maturitate reziduală de 7 ani), al căror randament a fost de 7,1 la sută.

<sup>42</sup> Atât în comparație cu lunile anterioare, cât și față de volumul anunțat.

<sup>43</sup> Titlurile astfel emise – în valoare de 1,2 miliarde euro – au scadența de un an și un randament de 4,9 la sută.

<sup>44</sup> Volumul tranzacțiilor cu titluri de stat derulate prin BVB a fost de doar 70 milioane lei. Cele mai tranzacționate titluri au fost cele cu maturitatea reziduală de 1 și 2 ani (85 la sută din rulajul total), al căror randament mediu trimestrial a crescut, la rândul său, până la 7,2 și respectiv 7,3 la sută.

<sup>45</sup> Tendința a fost imprimată preponderent de modificarea ratelor dobânzilor la creditele noi în lei ale societăților nefinanciare, care au reprezentat mai mult de 80 la sută din împrumuturile noi raportate conform Normei BNR nr. 11/2009.

cu luna iulie, a măsurii de impozitare cu 16 la sută a câștigurilor oferite de aceste plasamente<sup>46</sup>; totodată, rata medie a dobânzii creditelor noi ale persoanelor fizice a crescut cu 0,61 puncte procentuale (până la 12,41 la sută) – în principal datorită sporirii marjelor practicate de bănci, ca efect al intrării în vigoare a Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 50/2010 privind contractele de credit pentru consumatori. În schimb, pe segmentul societăților nefinanciare, rata medie a dobânzii la depozitele și creditele noi a scăzut cu 0,14, respectiv 0,74 puncte procentuale, până la 5,84 la sută, respectiv 10,92 la sută; în cazul celor din urmă, tendința a fost imprimată preponderent de diminuarea ratei medii a dobânzii aferentă împrumuturilor de valoare mică (echivalentul a mai puțin de 1 milion euro), acordate pe termen scurt și cu rată variabilă de dobândă.

## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

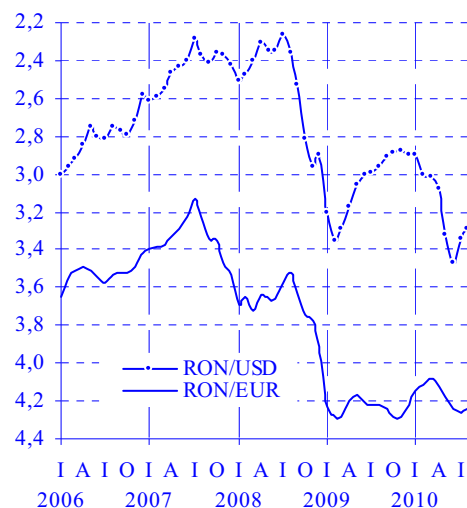
Creșterea abruptă consemnată de cursul leu/euro la finele trimestrului anterior s-a corectat în primele zile ale lunii iulie, rata de schimb manifestând o relativă stabilitate până în ultima parte a lunii august, când a consemnat o nouă amplificare cu caracter episodic. Aceste evoluții au reflectat, în principal, schimbările de sentiment al pieței, induse în mai mică măsură de fluctuațiile apetitului global pentru risc cât, mai ales, de variațiile de intensitate ale incertitudinilor privind implementarea și eficacitatea măsurilor de consolidare fiscală adoptate de autoritățile române. În aceste condiții, traiectoria raportului leu/euro s-a decuplat de trendul predominant descendent consemnat de cursurile de schimb ale coroanei cehe și zlotului<sup>47</sup>; în schimb, volatilitatea ratei de schimb leu/euro a continuat să fie inferioară valorilor parametrilor similari ai majorității cursurilor monedelor din regiune.

Astfel, în intervalul iulie-septembrie, leul s-a depreciat față de euro cu 0,6 la sută în termeni nominali și s-a apreciat cu 2,9 la sută în termeni reali (comparativ cu o depreciere de 3,6 la sută în termeni nominali și 3,1 la sută în termeni reali în trimestrul II); în raport cu dolarul însă – în condițiile în care valoarea acestuia a scăzut față de euro – moneda națională s-a apreciat cu 5,3 la sută în termeni nominali și cu 8,6 la sută în termeni reali (comparativ cu o depreciere de 12,7 la sută și, respectiv, 12,5 la sută în trimestrul II). Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul III, leul a înregistrat prima depreciere nominală din ultimele trei trimestre comparativ cu euro (0,7 la sută) și cea mai amplă depreciere nominală din ultimele patru trimestre în raport cu dolarul SUA (10,4 la sută).

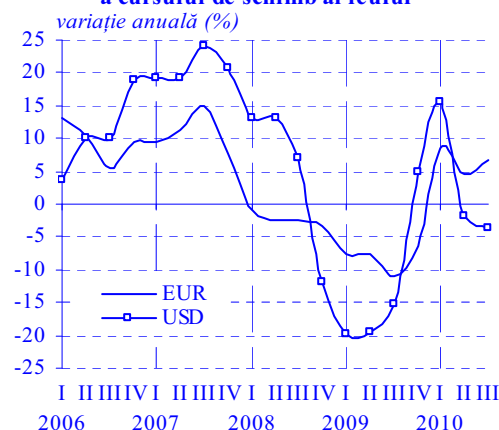
<sup>46</sup> Prevăzută în Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 58 din 26 iunie 2010 pentru modificarea și completarea Legii nr. 571/2003 privind Codul fiscal și alte măsuri financiar-fiscale.

<sup>47</sup> În intervalul iulie-septembrie, coroana ceacă și zlotul au consemnat aprecieri semnificative în raport cu euro (4,6 la sută și, respectiv, 3,8 la sută).

Cursul de schimb nominal



Evoluția în termeni reali a cursului de schimb al leului\*

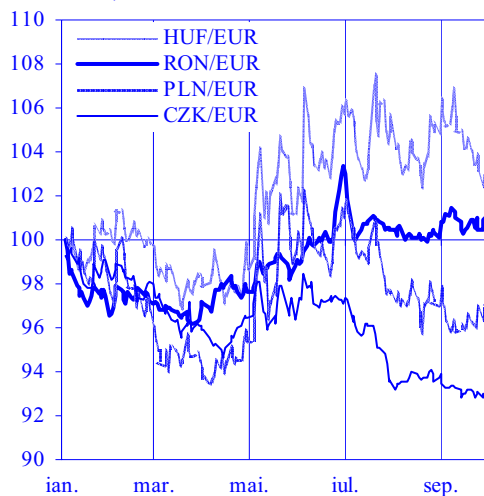


\* ) apreciere (+), depreciere (-); deflatat cu IPC

Sursa: INS, BNR

### Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune în anul 2010

indici; 31 decembrie 2009=100



Sursa: BNR, BCE

### Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2009 8 luni	2010 8 luni
<b>Contul financiar</b>	<b>2 372</b>	<b>3 480</b>
<b>Investiții directe</b>	<b>2 963</b>	<b>1 807</b>
- rezidenți în străinătate	-91	-150
- nerezidenți în România	3 054	1 956
<b>Investiții de portofoliu și derivate financiare</b>	<b>-107</b>	<b>733</b>
- rezidenți în străinătate	-322	124
- nerezidenți în România	215	609
<b>Alte investiții de capital</b>	<b>156</b>	<b>3 001</b>
- credite și împrumuturi de la FMI	4 925	3 365
- investiții pe termen mediu și lung	2 858	-1 246
- investiții pe termen scurt	-3 652	16
- numerar și depozite pe termen scurt	-4 919	795
- altele	944	71
<b>Active de rezervă ale BNR (net)</b> ( "-" creștere / "+" scădere)		

Trendul alert ascendent pe care s-a poziționat cursul de schimb leu/euro în ultima decadă din luna iunie s-a inversat în primele zile ale lunii următoare, pe fondul atenuării incertitudinilor privind implementarea programului de austeritate bugetară propus de guvern, în principal ca urmare a semnalului încurajator dat de decizia *board*-ului FMI de a aproba eliberarea celei de-a V-a tranșe din împrumutul acordat României; în aceste condiții, rata de schimb a revenit în data de 8 iulie la valoarea de 4,2285 lei/euro, coborând astfel cu 3,3 la sută față de nivelul atins la finele lunii iunie. Ulterior, cursul de schimb leu/euro a crescut ușor, mișcarea reflectând relativa înrăutățire a sentimentului pieței, indusă în principal de: (i) înmulțirea indiciilor unei evoluții sub așteptări a economiei americane, (ii) suspendarea în data de 17 iulie a programului de finanțare încheiat între FMI/UE și Ungaria și retrogradarea perspectivei *rating*-ului acestei țări, precum și de (iii) coborârea *rating*-ului Portugaliei.

În ultimele zile ale lunii iulie, cursul de schimb leu/euro s-a înscris pe un trend ușor descendent, el receptând, alături de ratele de schimb ale celorlalte monede din regiune, efectele favorabile exercitate asupra percepției investitorilor de: (i) diminuarea riscului atribuit băncilor și emitenților suverani din UE, inclusiv ca efect al derulării în bune condiții a primei emisiuni de titluri de stat efectuate de Grecia după încheierea acordului cu FMI/UE, precum și datorită rezultatelor exercițiului de testare la stres derulat la nivelul sectorului bancar din UE și de (ii) evoluția peste așteptări a majorității economiilor din zona euro în trimestrul II. Mișcarea coborâtoare a cursului leu/euro a fost însă inferioară ca amplitudine (leul s-a apreciat în august cu 0,5 la sută, în timp ce în același interval zlotul, coroana cehă și forintul s-au întărit cu 2,3, 2,1 și respectiv 0,8 la sută), în condițiile în care ameliorarea sentimentului pieței a fost limitată de persistența incertitudinilor privind procesul de consolidare fiscală, precum și de înrăutățirea perspectivei economiei românești (FMI a revizuit la 1,9 la sută scăderea prognozată a PIB pentru anul 2010).

Cursul de schimb leu/euro a consemnat un nou episod de creștere la finele lunii august și în primele zile din septembrie, pe fondul amplificării tensiunilor politice și al derulării procesului de remaniere a guvernului; creșterea în aceste condiții a primei de risc atașată investițiilor pe piața locală a fost potențată de semnalul negativ dat de deteriorarea evoluțiilor bugetare din Ungaria. Disiparea ulterioară a tensiunilor interne, succedată de afirmarea publică a angajamentului autorităților din Ungaria de a reduce deficitul bugetar sub nivelul de 3 la sută în anul 2011 au fost de natură să conducă la revenirea cursului de schimb al leului, alături de cel al forintului, pe o traiectorie descendentă; mișcarea a fost susținută și de relativa creștere a apetitului global pentru risc, impulsivă, printre altele, de derularea cu succes a emisiunilor de obligațiuni în euro lansate de Spania, Grecia și Polonia. Cu toate acestea, pe ansamblul lunii septembrie leul s-a depreciat în termeni



nominali cu 0,6 la sută comparativ cu euro (în același interval, forintul s-a depreciat cu 0,2 la sută); în schimb, zlotul și coroana cehă s-au întărit cu 0,9 și, respectiv, 0,6 la sută față de moneda unică europeană.

## 2.3. Moneda și creditul

### Moneda

În perioada iunie-august 2010, dinamica<sup>48</sup> masei monetare (M3) s-a redus semnificativ (-3,3 puncte procentuale, până la 0,7 la sută), acest indicator plasându-se, începând din luna iulie, pe un palier negativ, în premieră pentru ultimii nouă ani și jumătate. Evoluția a reflectat relativa slăbire a activității economice, inclusiv sub impactul măsurilor de austeritate adoptate de guvern în scopul consolidării fiscale, potențialele realocări de dețineri de active incluse în M3 înspre titluri de stat, precum și efectul statistic al creșterii ratei anuale a inflației ca urmare a majorării cotei TVA.

Ambele componente principale ale M3 au contribuit la această evoluție: depozitele la termen sub doi ani au continuat să-și diminueze viteza de creștere, în timp ce masa monetară în sens restrâns (M1) și-a menținut relativ stabilă dinamica negativă. Cea din urmă a reflectat efectul conjugat al (i) redinamizării numerarului în circulație (după un an de scădere în termeni reali) în detrimentul depozitelor *overnight* în lei, (ii) accelerării creșterii depozitelor *overnight* în valută (exprimate în euro), exclusiv pe seama variației plasamentelor companiilor, care a atins maximum ultimilor doi ani și al (iii) influenței statistice a creșterii ratei anuale a inflației. La rândul ei, evoluția depozitelor la termen sub doi ani s-a datorat în principal încetirii vitezei de creștere a plasamentelor populației (în special a componentei în lei); aceasta a rămas însă în teritoriul pozitiv, fapt ce sugerează o relativă persistență a cererii de bani în scopuri precauționare. Un efect similar a exercitat și temperarea dinamicilor anuale ale depozitelor la termen sub doi ani în lei și în valută ale companiilor – care au reintrat, respectiv, s-au adâncit în teritoriul negativ –, inclusiv ca urmare a realocării parțiale a acestor plasamente înspre cele la termen de peste doi ani în lei și înspre depozitele *overnight* în valută.

Analiza sectorială relevă faptul că dinamica depozitelor totale din M3 ale populației și-a menținut trendul descendent, ea atingând astfel minimum ultimilor nouă ani, pe fondul (i) scăderii veniturilor și menținerii unui grad înalt de îndatorare a acestui segment și, într-o mai mică măsură, al (ii) creșterii interesului populației pentru titlurile de stat (posibil și ca efect al tratamentului fiscal favorabil aplicat câștigurilor aduse de aceste plasamente). La rândul ei, dinamica depozitelor totale din M3 ale companiilor a reintrat în

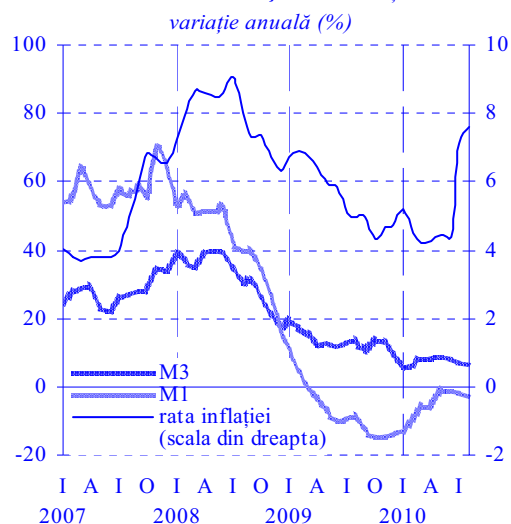
**Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale**

variație procentuală în termeni reali

	2009		2010			
	III	IV	I	II	iul.	aug.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	6,8	6,7	2,1	3,9	-0,3	-1,1
M1	-14,8	-18,3	-13,5	-6,8	-8,5	-9,7
Numerar în circulație	-2,9	-8,9	-5,7	0,6	2,7	2,7
Depozite overnight	-19,0	-21,9	-16,7	-9,9	-13,3	-14,8
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	32,8	36,7	15,1	10,8	4,6	4,3

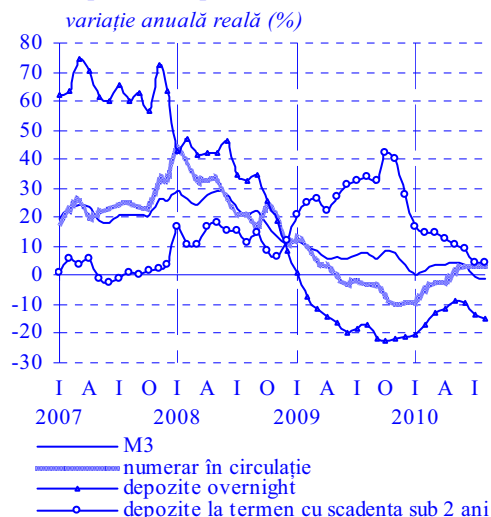
Sursa: INS, BNR

**Masa monetară și rata inflației**

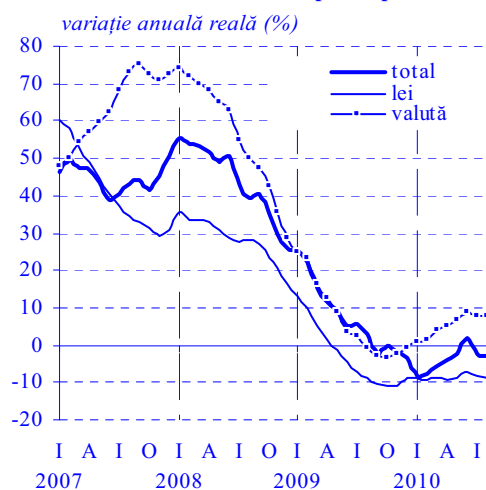


Sursa: INS, BNR

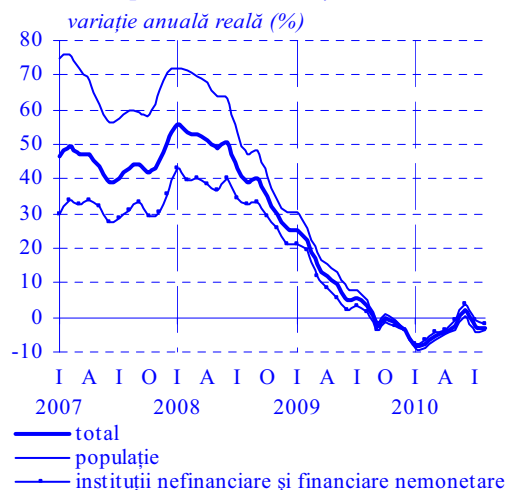
<sup>48</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada iunie-august 2010, exprimate în termeni reali.

**Principalele componente ale masei monetare**

Sursa: INS, BNR

**Creditul acordat sectorului privat pe monede**

Sursa: INS, BNR

**Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale**

Sursa: INS, BNR

teritoriul negativ, plasându-se la cel mai mic nivel din ultimii zece ani, în condițiile scăderii veniturilor firmelor<sup>49</sup>, dar și ale creșterii deținerilor de titluri de stat ale acestui sector. Scăderea ritmului de creștere a depozitelor din M3 s-a datorat preponderent, în cazul ambelor categorii de clienți, evoluției componente în lei, dinamica celei în valută menținându-se la un nivel înalt (deși în scădere) în cazul populației și relativ stabilă în cel al companiilor. Pe acest fond, ponderea depozitelor în devize în M3 s-a majorat ușor (32,3 la sută, ca medie a perioadei).

Din perspectiva contrapartidelor masei monetare, reducerea vitezei de creștere a M3 a reflectat scăderea dinamicii activelor externe nete ale sistemului bancar, precum și accelerarea ritmului de creștere a pasivelor financiare pe termen lung (inclusiv conturile de capital). Creditul sectorului privat a acționat în sens opus, prin temperarea variației sale negative, în timp ce creditul net al administrației publice a avut o influență relativ neutră.

**Creditul**

În perioada iunie-august 2010, creditul sectorului privat a continuat să-și atenueze contracția<sup>50</sup> (-1,1 la sută, față de -4,0 la sută în intervalul anterior). Evoluția s-a datorat în special componente în valută (exprimată în euro) – a cărei viteză de creștere s-a accelerat până la cea mai mare valoare din trimestrul al doilea 2009 până în prezent –, precum și reducerii ușoare a dinamicii negative a componente în lei. Pe parcursul intervalului, variația creditului total al sectorului privat nu a fost uniformă, aceasta revenind temporar în luna iunie în teritoriul pozitiv, inclusiv datorită efectului statistic al deprecierei monedei naționale. În aceste condiții, ponderea creditului în devize în totalul creditului sectorului privat a crescut, atingând maximul ultimilor opt ani (62,4 la sută, ca medie a perioadei).

Analiza structurii pe sectoare instituționale relevă faptul că împrumuturile companiilor au continuat să fie cele mai dinamice, ritmul de creștere a acestora reintrând în teritoriul pozitiv. Evoluția s-a datorat atât potențialei atenuări a restrictivității ofertei de credite, cât și unei anumite revigorări a cererii de împrumuturi a acestor entități<sup>51</sup>; cea din urmă a survenit pe fondul ameliorării

<sup>49</sup> Conform datelor din execuția bugetară, media ritmului de creștere anuală în termeni reali a impozitului pe profit s-a diminuat semnificativ în această perioadă.

<sup>50</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada iunie-august 2010, exprimate în termeni reali.

<sup>51</sup> Conform ediției din luna august a *Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației*, în trimestrul II standardele de creditare a companiilor s-au menținut relativ neschimbate, iar tendința de înăsprire a termenilor de creditare s-a atenuat; totodată, instituțiile de credit anticipau o diminuare a gradului de restrictivitate a standardelor și termenilor de creditare în trimestrul III. În același timp, cererea de credite a companiilor a crescut în trimestrul II – după cinci trimestre de declin – instituțiile de credit așteptându-se însă la inversarea acestei tendințe în următoarele trei luni.

– posibil temporare – a activității din industrie, precum și al reducerii ratei dobânzii la creditele noi în lei ale societăților nefinanciare până la minimumul ultimilor doi ani și jumătate (mai pregnantă în cazul împrumuturilor cu valoarea sub un milion echivalent euro<sup>52</sup>). Similar perioadei anterioare, creditele în valută ale companiilor au consemnat cea mai înaltă rată de creștere, în condițiile în care componenta pe termen mediu, respectiv scurt, și-a triplat, respectiv dublat viteza de creștere, iar cea pe termen lung și-a menținut dinamica la cel mai înalt nivel de la finele anului 2008. La rândul lor, creditele în lei acordate companiilor au consemnat o atenuare a variației negative, exclusiv pe seama componentei pe termen scurt, a cărei dinamică a redevenit pozitivă, în premieră pentru ultimul an. Volumul total al creditelor noi ale companiilor<sup>53</sup> a fost în creștere în această perioadă; mișcarea a corespuns în mare parte variației soldului împrumuturilor, indicând o posibilă încetinire a operațiunilor de restructurare a datoriilor bancare ale firmelor.

În schimb, în cazul populației, cererea de credite s-a menținut slabă, iar oferta a continuat să fie restrictivă<sup>54</sup>. Totuși, soldul împrumuturilor acordate populației și-a înjumătățit variația negativă, în condițiile accelerării creșterii creditelor pentru locuințe, precum și ale temperării descreșterii celor pentru consum și alte scopuri<sup>55</sup>. În ambele cazuri, determinante au fost componentele în devize (exprimate în euro), cea destinată locuințelor înregistrând chiar un ritm de creștere maxim pentru ultimul an și jumătate, în principal pe seama derulării programului „Prima casă”. Volumul creditelor noi ale populației<sup>56</sup> s-a redus ușor față de intervalul anterior, dar s-a menținut înalt din perspectiva valorilor atinse de la finele anului 2008 până în prezent.

Creditul net al administrației publice centrale și-a menținut viteza de creștere relativ constantă, reducerea dinamicii titlurilor de stat deținute de bănci fiind compensată de încetinirea ritmului de creștere a depozitelor administrației publice centrale.

---

<sup>52</sup> Pe baza datelor raportate de bănci conform Normei BNR nr. 11/2009.

<sup>53</sup> Pe baza datelor CRB privind creditele în valoare de peste 20 000 lei, aprobate în perioada analizată.

<sup>54</sup> Conform *Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației* (publicat în august 2010), cererea de credite a populației s-a menținut negativă în trimestrul II 2010, băncile neanticipând o revigorare a acesteia în trimestrul III 2010. În același timp, restrictivitatea standardelor de creditare a populației nu s-a modificat semnificativ în trimestrul II 2010, instituțiile de credit așteptându-se la o înăsprire a acestora în trimestrul III 2010, în special în cazul creditelor de consum.

<sup>55</sup> Cele două categorii au fost analizate sub forma unui indicator unic, în vederea eliminării efectului modificărilor metodologice statistice (introduse din luna iunie 2010, în conformitate cu *Regulamentul BCE nr. 25/2009 privind bilanțul sectorului instituțiilor financiare monetare*).

<sup>56</sup> Pe baza datelor CRB privind creditele în valoare de peste 20 000 lei aprobate în perioada analizată.

## V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

---

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2010 la nivelul de 8,2 la sută, cu 0,4 puncte procentuale peste cel prezentat în Raportul asupra inflației din luna august. Este de așteptat ca efectul de runda întâi al majorării TVA asupra ratei anuale a inflației IPC să se epuizeze până la sfârșitul trimestrului III 2011, reintrarea ratei inflației în intervalul de variație din jurul țintei centrale de 3 la sută urmând a se produce în trimestrul IV al aceluiași an. Proiecția prevede un nivel al ratei inflației de 3,4 la sută pentru sfârșitul anului 2011, cu 0,3 puncte procentuale peste cel prognozat anterior.

Revizuirea în sus a prognozei inflației IPC pe întregul interval de referință este consecința unor scenarii actualizate mai puțin favorabile privind influențele unor factori de natura ofertei, precum și a impactului proiectat al acestora, chiar dacă este perceput a fi temporar, asupra anticipațiilor privind inflația. La nivelul inflației CORE2, aceste influențe nefavorabile sunt atenuate într-o oarecare măsură de deficitul persistent de cerere, revizuit la valori mai ample în această rundă de prognoză. Acest factor va acționa în special prin limitarea potențialului de propagare a efectelor de runda a doua ale creșterii cotei TVA.

Pentru anul curent, impactul inflaționist suplimentar proiectat provine din propagarea, cu deosebire în dinamica prețurilor legumelor și fructelor, a șocurilor adverse resimțite pe piețele internă și internațională ale produselor agroalimentare, în contextul existenței unor efecte de bază. O influență favorabilă de mai mică amploare este dată de revizuirea în jos pe termen scurt a scenariilor privind creșterile prețurilor combustibililor. Pentru anul 2011, pe fondul revizuirii scenariului privind traiectoria prețului petrolului, impactul inflaționist exercitat de prețurile combustibililor este proiectat să devină mai nefavorabil. Contribuții inflaționiste suplimentare sunt anticipate și din partea prețurilor volatile ale alimentelor, precum și din partea inflației de bază CORE2.

În timp ce rata inflației aferente întregului coș al bunurilor de consum a fost revizuită către valori mai ridicate, datorită în principal manifestării unor șocuri exogene de natura ofertei, nivelul prognozat al inflației CORE2 pentru sfârșitul anului 2010 este plasat marginal sub cel din runda precedentă, încorporând efecte de runda întâi ale majorării TVA mai reduse pentru trimestrul III decât cele anticipate anterior. Deși inflația CORE2 se înscrie pe o traiectorie descendentă începând cu trimestrul I 2011, scăderea acesteia este relativ mai lentă în scenariul de bază actualizat, în principal ca urmare a revizuirii către valori mai ridicate a anticipațiilor privind inflația.

Banca centrală va avea drept obiectiv prioritar pe întregul interval de referință al prognozei consolidarea perspectivelor de reluare a dezinflației. Rata dobânzii de politică monetară va fi poziționată pe o traiectorie care să conducă la adecvarea în acest scop a ansamblului condițiilor monetare reale, favorizând în același timp redresarea treptată a procesului de creditare a economiei reale. Aceasta va permite convergența ratei anuale a inflației IPC către țintele stabilite pe termen mediu în paralel cu revenirea creșterii economice către ritmuri sustenabile. O condiție strict necesară pentru realizarea acestor obiective o reprezintă implementarea fermă și consecventă în cadrul mix-ului de politici macroeconomice a măsurilor de consolidare fiscală, a reformelor structurale și a măsurilor de creștere a gradului de absorbție a fondurilor europene, conform angajamentelor asumate în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat cu Uniunea Europeană, Fondul Monetar Internațional și alte instituții financiare internaționale.

Similar proiecției anterioare, gradul de incertitudine asociat celei curente este ridicat, iar balanța generală a riscurilor de abatere a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază al prognozei actuale apare a rămâne înclinată în sensul unor evoluții mai puțin favorabile. Din nou, relevanța riscurilor asociate mediului intern este dominantă pentru perioada de referință. Persistă, de asemenea, riscurile generate de mediul extern, cu unele modificări în sursele acestora.

Tensiunile ce caracterizează climatul politic și social intern reprezintă un factor major de risc prin dificultățile create implementării cu eficacitate a măsurilor de consolidare fiscală și a celor privind politica veniturilor, precum și a reformelor structurale. Neîndeplinirea obiectivelor stabilite prin acordul de finanțare încheiat cu UE, FMI și alte IFI ar putea conduce la deteriorarea în continuare a încrederii investitorilor internaționali și a mediului de afaceri intern în capacitatea autorităților naționale de gestionare într-o manieră sustenabilă a evoluțiilor macroeconomice. Drept consecință, agravarea constrângerilor de finanțare atât ale sectorului public, cât și ale celui privat ar afecta negativ nu numai perspectivele pe termen scurt de relansare a economiei, ci și potențialul acesteia de creștere pe termen mai lung. Implicațiile materializării acestor riscuri asupra sensului abaterii ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază sunt incerte pe termen scurt. Dincolo de acest termen însă, întârzierea eliminării rigidităților structurale din economie ar putea îndepărta în timp orizontul realizării atât a obiectivului stabilității prețurilor, cât și a celui privind adoptarea monedei euro.

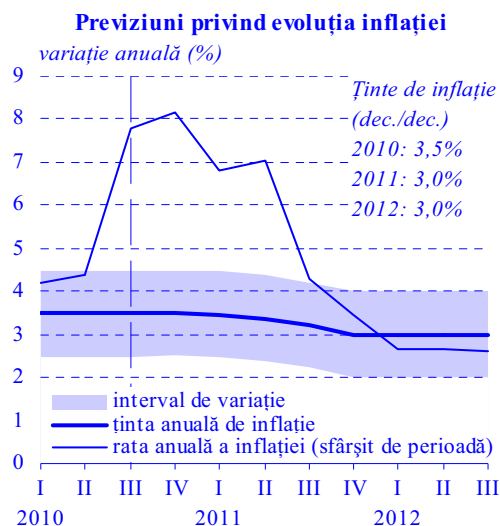
Un risc semnificativ este asociat unor posibile creșteri ale prețurilor administrate mai accentuate decât cele prevăzute în scenariul de bază al proiecției. Relevanța deosebită a acestui risc pentru perioada de referință este dată de potențialele soluții apelabile în

cazul agravării constrângerilor fiscale. Spre exemplu, eliminarea unor subvenții acordate din bugetele locale pentru mărfurile și serviciile livrate populației (de exemplu, energia termică) ar putea conduce la creșteri substanțiale ale prețurilor acestora.

Unul dintre riscurile având drept sursă mediul extern provine din incertitudinile asociate evoluției viitoare a prețurilor materiilor prime sau a celor ale produselor agroalimentare. Accentuarea tensiunilor existente pe piețele internaționale ale acestora s-ar putea materializa în creșteri mai mari decât cele proiectate ale prețurilor interne. Un alt risc este asociat aprecierii recente semnificative a monedei euro în raport cu dolarul SUA. Eventuala inversare a acestei tendințe mai rapid decât se presupune în scenariul de bază ar conduce, prin efectul deprecierei leului față de dolar, la creșteri ale prețurilor combustibililor și ale altor materii prime mai ample decât cele luate în considerare în proiecție.

## 1. Scenariul de bază

### 1.1. Perspectivele inflației



Notă: Lățimea intervalului de variație este de  $\pm 1$  punct procentual

Sursa: INS, calcule BNR

Scenariul de bază al proiecției macroeconomice plasează rata anuală a inflației IPC la valoarea de 8,2 la sută la sfârșitul anului 2010 și la 3,4 la sută pentru sfârșitul anului următor. Comparativ cu valorile corespunzătoare publicate în Raportul asupra inflației din luna august, prognoza ratei anuale a inflației IPC este mai mare cu 0,4 puncte procentuale în 2010 și, respectiv, cu 0,3 puncte procentuale în 2011. Efectul de runda întâi al majorării TVA asupra ratei anuale<sup>57</sup> a inflației IPC este de așteptat să se manifeste etapizat, fiind prevăzut a se epuiza până la sfârșitul trimestrului III 2011<sup>58</sup>, reintrarea ratei inflației în intervalul de  $\pm 1$  punct procentual din jurul țintei centrale urmând a se produce un trimestru mai târziu, în trimestrul IV 2011.

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

procente

Perioada	T4 2010	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T1 2012	T2 2012	T3 2012
Țintă	3,5				3,0			
Proiectată	8,2	6,8	7,0	4,3	3,4	2,6	2,7	2,6

<sup>57</sup> Pentru detalii cu privire la impactul majorării cotei TVA asupra ratei trimestriale și a celei anuale a inflației IPC, a se vedea subsecțiunea 1.1. Perspectivele inflației din Raportul asupra inflației publicat în august 2010.

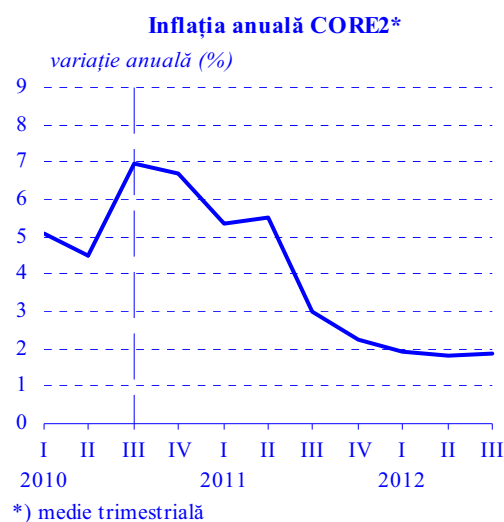
<sup>58</sup> Reevaluările aferente runde curente de prognoză au relevat manifestarea unor efecte de runda întâi ale majorării cotei TVA asupra ratei trimestriale a inflației IPC și în trimestrul IV 2010, în principal datorită preluării cu întârziere a acestei majorări la nivelul prețului energiei termice, abia în momentul livrării către agenții economici, pe parcursul lunii octombrie 2010. Astfel, datorită unui efect de bază, impactul direct al majorării cotei TVA asupra ratei anuale a inflației IPC se va manifesta și pe parcursul trimestrului III 2011.

Pentru anul curent, contribuții inflaționiste suplimentare față de cele incluse în *Raportul asupra inflației* precedent sunt proiectate din partea prețurilor volatile ale alimentelor (LFO), în timp ce pentru anul 2011, pe lângă influența mai nefavorabilă din partea LFO, o contribuție mai ridicată o au și inflația CORE2 și cea a combustibililor<sup>59</sup>.

În runda curentă, proiecția ratei inflației a fost fundamentată pe baza următoarelor elemente:

(i) Rata anuală a inflației CORE2 este proiectată să decelereze semnificativ pe parcursul intervalului de prognoză, însă într-un ritm mai lent față de runda anterioară, de la nivelul de 6,7 la sută preconizat pentru trimestrul IV 2010, până la un nivel de 2,3 la sută în ultimul trimestru al anului 2011, fluctuând apoi, pentru restul intervalului de prognoză<sup>60</sup>, în apropierea valorii de 2 la sută. Se anticipează că, pornind în trimestrul III 2010 de la un nivel efectiv mai redus decât cel anticipat în proiecția precedentă<sup>61</sup>, inflația anuală de bază se va situa în ultimul trimestru al anului curent marginal sub valorile proiectate anterior, însă, pe parcursul anului viitor, contribuția acestei componente la inflația IPC este preconizată a fi mai amplă. Aceste evoluții ale ratei proiectate a inflației CORE2 sunt rezultatul acțiunii divergente a mai multor factori determinanți:

- traiectoria așteptărilor privind inflația ale agenților economici, reevaluată în sus. Ca și în proiecția anterioară, revizuirea reflectă în principal materializarea ori anticiparea manifestării pe parcursul intervalului de proiecție a unor efecte adverse din partea șocurilor de natura ofertei<sup>62</sup>;
- presiuni inflaționiste din partea prețurilor de import marginal mai ridicate pe parcursul primelor două trimestre de prognoză, în principal pe fondul anticipării unei rate mai mari a inflației IAPC din zona euro. Pentru restul intervalului de prognoză, pe fondul scăderii aversiunii față de risc a



Sursa: INS, calcule BNR

<sup>59</sup> Folosind o măsură de inflație care exclude efectul de runda întâi al majorării TVA, presiunile inflaționiste la adresa întregului coș al bunurilor de consum se anticipează a fi mai ample comparativ cu cele preconizate în raportul din luna august. Decisive în acest sens sunt, atât pentru anul curent, cât și pentru cel viitor, dinamica proiectate mai ridicate ale inflațiilor CORE2 ajustat și LFO.

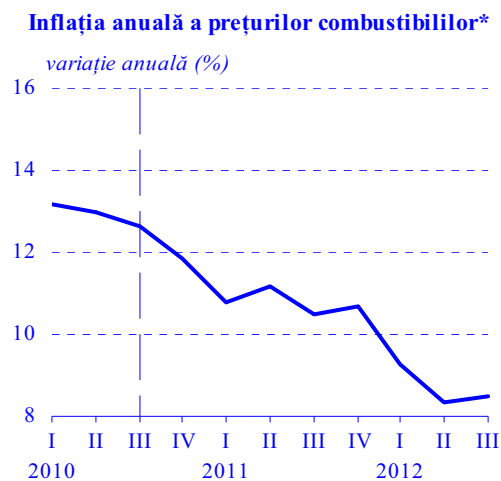
<sup>60</sup> Ultimul trimestru inclus în orizontul de prognoză în runda curentă este trimestrul III 2012.

<sup>61</sup> Cu 0,8 puncte procentuale. O parte din această reevaluare se datorează consemnării, în perioadele recente, a unui grad relativ mai redus de transferare a cotei TVA, prin efectul de runda întâi, asupra inflației de bază CORE2, în condițiile persistenței deficitului de cerere.

<sup>62</sup> Pentru runda curentă, acestea se datorează unor presiuni inflaționiste suplimentare pe piețele mărfurilor alimentare (condiții meteorologice adverse pe plan intern și majorarea prețurilor produselor substituibile de pe piețele internaționale), precum și incertitudinilor asociate ajustării în sens ascendent a unor categorii importante de prețuri administrate (în special prețuri la energie).

investitorilor străini și al menținerii unor randamente ridicate la plasamentele în monedă națională comparativ cu cele din zona euro, inflația prețurilor de import se plasează sub valorile aferente *Raportului asupra inflației* din luna august;

- deficitul de cerere, care se anticipează că se va plasa pe o traiectorie mai favorabilă, *ceteris paribus*, procesului dezinflaționist, comparativ cu cea publicată în raportul precedent<sup>63</sup>.



\*) medie trimestrială

Sursa: INS, calcule BNR

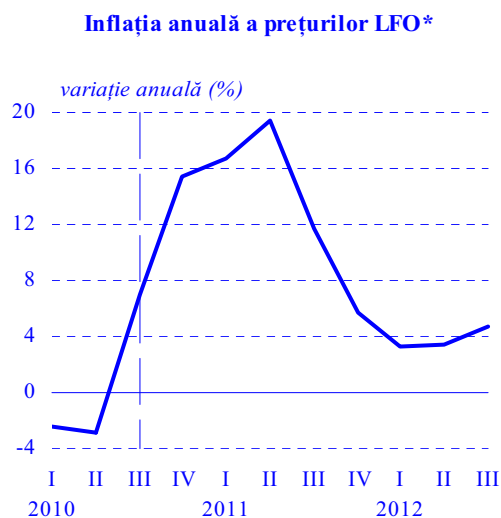
(ii) Pentru ultima parte a anului curent, față de runda precedentă, rata anuală a inflației combustibililor are o evoluție mai favorabilă procesului dezinflaționist, în principal datorită manifestării, în trimestrul III 2010, a unor presiuni inflaționiste provenind din partea acestei componente mai mici decât cele anticipate și a utilizării, pentru trimestrul IV 2010, a unei ipoteze privind prețul petrolului revizuite la valori mai reduse<sup>64</sup>. Ulterior, pe parcursul anului 2011, în condițiile creșterii preconizate a prețului petrolului într-un ritm mai alert comparativ cu cel din prognoza precedentă<sup>65</sup> se anticipează înregistrarea unei contribuții mai mari a acestei componente la rata anuală a inflației IPC.

(iii) Contribuția cumulată a inflației prețurilor administrate și a celor volatile ale legumelor, fructelor și ouălor (LFO) la rata anuală a inflației IPC este mai ridicată cu 0,4 puncte procentuale în 2010 și cu 0,1 puncte procentuale în 2011 comparativ cu proiecția anterioară.

## 1.2. Presiuni exogene asupra inflației

Comparativ cu proiecția precedentă, contribuția cumulată a componentelor exogene<sup>66</sup> ale inflației IPC este mai ridicată cu 0,4 puncte procentuale în 2010 și cu 0,1 puncte procentuale în 2011. Presiunile inflaționiste suplimentare provin, atât pentru 2010 cât și pentru 2011, din partea prețurilor volatile ale alimentelor, acestea fiind contracarate parțial în anul curent de o evoluție relativ mai favorabilă a prețurilor administrate față de runda anterioară de proiecție.

Scenariul de evoluție a prețurilor administrate în anul curent a fost revizuit în sens favorabil față de proiecția anterioară, această modificare putând fi pusă pe seama anticipării unei încorporări



\*) medie trimestrială

Sursa: INS, calcule BNR

<sup>63</sup> Pentru detalii suplimentare, a se vedea subsecțiunea 1.3.3. *Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție.*

<sup>64</sup> Pentru mai multe detalii, a se vedea subsecțiunea 1.2. *Presiuni exogene asupra inflației.*

<sup>65</sup> Creșterea prețului petrolului în trimestrul IV 2011 față de trimestrul IV 2010 este presupusă a fi de 9,1 la sută, comparativ cu 7,2 la sută în proiecția anterioară.

<sup>66</sup> În categoria componentelor exogene ale inflației IPC sunt incluse prețurile administrate, prețurile volatile ale fructelor, legumelor și ouălor (LFO) și prețurile produselor din tutun.



incomplete în prețuri a majorării cotei TVA. Pentru anul 2011, dată fiind incertitudinea asociată proiecției acestor prețuri în lipsa unui calendar oficial de ajustare, s-a menținut ipoteza de tip expert adoptată în ultimele două runde, aceea a unei creșteri anuale de 3,8 la sută<sup>67</sup>.

**Tabelul nr. 5.2. Scenariul privind evoluția prețurilor administrate și a celor volatile\***

		Prețuri administrate		Prețuri volatile ale alimentelor	
		2010	2011	2010	2011
Proiecția curentă	Variație anuală (%)	9,6	3,8	15,5	5,7
	Contribuție la inflația anuală IPC (p.p.)	1,6	0,6	1,0	0,4
Proiecția anterioară	Variație anuală (%)	9,9	3,8	8,2	4,8
	Contribuție la inflația anuală IPC (p.p.)	1,7	0,6	0,6	0,3

\* Calcule T4 an curent / T4 an anterior

Sub impactul majorării accizei în prima parte a anului și al creșterilor de preț din luna iulie care au încorporat și noua cotă TVA<sup>68</sup>, dinamica prețurilor produselor din tutun este proiectată să aibă o contribuție semnificativă la inflația IPC și în anul curent, respectiv de 1,5 puncte procentuale. Pentru anul viitor, în absența unor ajustări prevăzute în Codul fiscal la nivelul accizei produselor din tutun, creșterile de preț la această componentă a coșului de consum sunt preconizate a fi relativ minore (aproximativ 1 la sută).

Prognoza prețurilor volatile ale alimentelor a fost revizuită în sus față de proiecția precedentă, mai amplu în anul curent (7,3 puncte procentuale); ca urmare, după evoluția favorabilă din 2009<sup>69</sup>, contribuția preconizată a acestor prețuri la inflația anuală IPC (tabelul nr. 5.2.) în acest an este însemnată, ținând seama de ponderea redusă a acestei componente în coșul de consum<sup>70</sup>. Reevaluările operate au fost determinate în principal de evoluțiile nefavorabile ale prețurilor legumelor, ca urmare a recoltelor mai slabe cauzate de condițiile climaterice adverse, dar și a impactului exercitat de dinamica prețurilor internaționale asupra comportamentului producătorilor autohtoni.

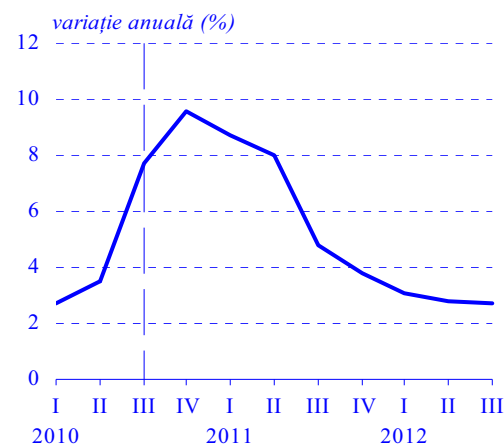
<sup>67</sup> Pentru detalii a se vedea *Raportul asupra inflației* din luna mai 2010, capitolul V, subsecțiunea 1.2. *Presiuni exogene asupra inflației*.

<sup>68</sup> Dinamica anuală a prețurilor produselor din tutun în 2010 este explicată în principal de evoluția acestora în lunile ianuarie și iulie. Conform datelor publicate de INS, ratele lunare ale inflației la aceste produse au fost 13,87 la sută și respectiv 9,47 la sută, în condițiile în care majorarea cotei TVA de la 19 la sută la 24 la sută implică un impact maxim de 4,2 la sută (excluzând efectul asupra bazei de calcul a accizei *ad valorem*, care conține la rândul său TVA).

<sup>69</sup> Inflația anuală LFO a avut la sfârșitul anului 2009 o contribuție negativă la inflația anuală IPC.

<sup>70</sup> Alimentele cu prețuri volatile reprezintă aproximativ 6,7 la sută în coșul de consum.

**Inflația anuală a prețurilor administrate\***



\*) medie trimestrială

Sursa: INS, calcule BNR

Scenariul privind evoluția economiei zonei euro are în vedere o revenire moderată a acesteia, pe fondul unei dinamici relativ modeste a cererii interne. Prognoza pentru creșterea economică a fost revizuită în sens ascendent, comparativ cu valorile utilizate în runda anterioară de proiecție, cu 0,5 puncte procentuale pentru anul curent, sub impactul unor factori temporari asupra cererii interne, și cu 0,1 puncte procentuale pentru 2011, modificarea reflectând în principal anticiparea unei evoluții mai favorabile a exporturilor, în special către economiile emergente dinamice. Rata anuală a inflației IAPC este anticipată a se situa pentru prima parte a orizontului de proiecție la niveluri superioare celor prognozate anterior, ca urmare a creșterii cotațiilor materiilor prime, însă perspectivele inflației sunt stabile în perioada următoare, beneficiind de evoluția modestă a cererii interne. Comparativ cu traiectoria considerată în *Raportul asupra inflației* din luna august, rata dobânzii EURIBOR la 3 luni a fost revizuită către niveluri ușor mai reduse pe tot intervalul de prognoză. Valorile așteptate ale cursului EUR/USD au fost modificate, comparativ cu proiecția precedentă, în sensul unei monede euro mai puternice, fiind considerate și evoluțiile recente ale cursului spot, pe fondul semnalelor privind o posibilă relaxare a politicii Fed. Similar rundelor anterioare, scenariul de evoluție a prețului petrolului pe piața internațională reflectă anticiparea revenirii graduale a economiei mondiale, valorile așteptate fiind însă inferioare celor din proiecția precedentă.

**Tabelul nr. 5.3. Evoluția așteptată a variabilelor externe**

	<i>valori medii anuale</i>	
	2010	2011
Prețul petrolului WTI (dolari/baril)	77,4	82,0
Cursul de schimb euro/dolar	1,32	1,30
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (%)	0,78	1,02
Creștere economică în zona euro (%)	1,6	1,5
Inflația anuală din zona euro (%)*	1,8	1,5

\* Valoare aferentă trimestrului IV

Sursa: *Consensus Economics, U.S. Energy Information Administration, Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*

### 1.3. Presiuni din partea cererii agregate

#### 1.3.1 Presiuni ale cererii în perioada curentă

Datele referitoare la evoluția PIB din trimestrul II 2010<sup>71</sup> marchează o întrerupere a declinului economic în termeni trimestriali, rata de creștere înregistrată fiind însă modestă, respectiv 0,3 la sută. Comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, PIB s-a redus cu 0,5 la sută<sup>72</sup>, ceea ce corespunde unei decelerări semnificative a

<sup>71</sup> Ratele de creștere trimestriale privind evoluția PIB și a componentelor acestuia corespund seriei de date ajustate sezonier, iar ratele de creștere anuale corespund seriei de date neajustate sezonier, ambele publicate de Institutul Național de Statistică.

<sup>72</sup> Rata anuală corespunzătoare calculată pe baza seriei ajustate sezonier indică însă o scădere de 1,5 la sută.

contractiei economice anuale față de trimestrul I, când ritmul anual înregistrat a fost de -2,6 la sută.

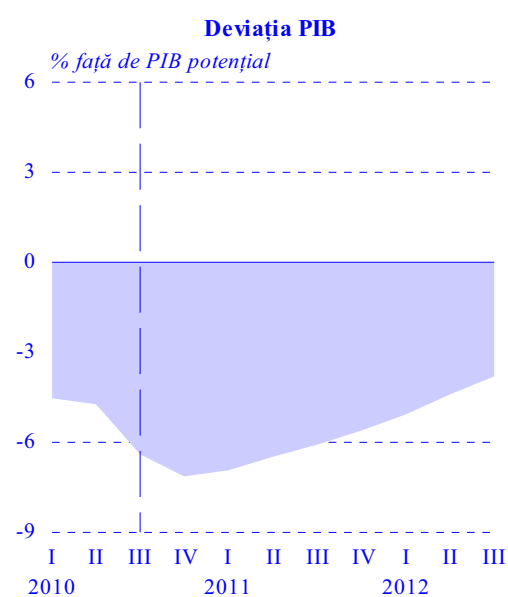
Întârzierea apariției semnalelor unei redresări economice susținute a determinat în continuare evaluarea unor rate de creștere a PIB potențial inferioare celor dinaintea crizei economice. Ipoteza încetirii semnificative a creșterii PIB potențial este susținută de evoluțiile nefavorabile ale factorilor de producție începând cu trimestrul IV 2008. Astfel, dinamica stocului de capital a fost afectată de scăderea considerabilă a fluxurilor de investiții, în timp ce contribuția productivității totale a factorilor la dinamica PIB potențial s-a redus semnificativ. Scăderea populației ocupate odată cu încetinirea activității economice a contribuit marginal la dinamica PIB potențial.

Pentru trimestrul III 2010 se preconizează reluarea scăderii economice, ca urmare atât a inerției efectelor crizei economice, cât și a contractiei pe termen scurt a cererii agregate în urma implementării măsurilor de limitare a deficitului bugetar începând cu luna iulie 2010. Scăderea cheltuielilor guvernamentale prin reducerea salariilor din sectorul bugetar și creșterea taxelor prin mărirea cotei TVA acționează simultan în sensul contractiei consumului final. De asemenea, analiza unui set extins de indicatori macroeconomici<sup>73</sup> susține adâncirea deficitului de cerere din economie comparativ cu trimestrul precedent. Acesta implică, *ceteris paribus*, amplificarea presiunilor dezinflaționiste din partea cererii agregate.

Creșterea PIB din trimestrul II cu 0,3 la sută față de cel precedent s-a produs în mare parte pe seama avansului cumulat al variației stocurilor și discrepanței statistice, contribuția pozitivă a consumului efectiv al gospodăriilor populației (creștere trimestrială de 0,6 la sută) fiind de amploare redusă.

Consumul final efectiv a crescut cu 0,4 la sută în trimestrul II 2010 față de trimestrul precedent, componentele acestuia având evoluții divergente. Astfel, în timp ce consumul efectiv al gospodăriilor a înregistrat o ușoară creștere față de trimestrul anterior<sup>74</sup>, respectiv 0,6 la sută, consumul administrației publice a scăzut cu 4 la sută.

Pentru trimestrul III 2010 se anticipează o scădere trimestrială a consumului efectiv al gospodăriilor populației în condițiile unei contractii a cererii de consum induse de majorarea cotei TVA și de reducerea salariilor în sectorul public. Sensul dinamicii consumului



Sursa: INS, calcule BNR

<sup>73</sup> Printre indicatorii corelați cu ciclul economic sunt considerați: numărul de salariați din economie, producția industrială, rata șomajului, gradul de utilizare a capacităților de producție din industrie, salariul net real din economie, agregatul M1 real, PIB din EA16, indicatorul de încredere în economie, consumul de energie electrică în economie și numărul de comenzi noi în industria manufacturieră.

<sup>74</sup> Revenirea ușoară a consumului populației în această perioadă se datorează într-o anumită măsură și devansării unor achiziții în perspectiva majorării cotei TVA de la 1 iulie.

în trimestrul III este indicat și de analiza componentelor surselor de finanțare a consumului populației<sup>75</sup> care, în lunile iulie și august, semnaleză evoluții în cea mai mare parte nefavorabile față de media trimestrului II<sup>76</sup>:

- veniturile din salarii pe ansamblul economiei au scăzut atât pe seama reducerii salariului net real (cu 6,3 la sută), cât și a numărului de angajați (cu 0,8 la sută);
- transferurile bugetare (cheltuieli ale bugetului asigurărilor sociale de stat, cheltuieli aferente fondului pentru plata ajutorului de șomaj) au scăzut în termeni reali cu 6,3 la sută;
- transferurile private nete din străinătate și veniturile din muncă în străinătate au înregistrat scăderi în termeni reali, de 3,1 la sută, respectiv de 2,0 la sută, ponderea cumulată a acestor componente în venitul agregat fiind însă redusă (aproximativ 10 la sută);
- creditele noi acordate populației s-au majorat în termeni reali cu 13,6 la sută<sup>77</sup>, în contextul în care așteptările instituțiilor bancare din luna august indică pentru trimestrul III 2010 menținerea neschimbată a standardelor și termenilor de creditare în cazul creditelor acordate companiilor nefinanciare, în timp ce în cazul creditelor acordate populației este așteptată o ușoară înăsprire a acestora (mai ales în cazul creditelor de consum)<sup>78</sup>.

Pe parcursul trimestrului III 2010 depozitele noi totale ale populației au crescut în termeni reali, însă stocurile de depozite au înregistrat o scădere, la aceasta contribuind avansul considerabil al ratei inflației<sup>79</sup>. În contextul deprecierei nominale a monedei naționale pe parcursul trimestrelor II și III, opțiunile de economisire în lunile iulie și august au fost însă diferențiate pe cele două componente, valută, respectiv, lei, manifestându-se o preferință

---

<sup>75</sup> Conform Capitolului III, subsecțiunea 1.1.1, resursele disponibile pentru consum analizate sunt venitul disponibil al populației și creditele noi acordate gospodăriilor. Venitul disponibil al populației este calculat ca sumă dintre veniturile din salarii pe ansamblul economiei, transferurile bugetare, transferurile curente din străinătate ale nerezidenților și veniturile din muncă din străinătate.

<sup>76</sup> Ratele de creștere sunt calculate ca variație între media lunilor iulie și august față de media trimestrului II. Indicatorii care indică sursele de finanțare a consumului sunt calculați pe baza seriilor de date ajustate sezonier, cu excepția transferurilor bugetare, veniturilor din muncă și creditelor noi acordate populației. Seriile exprimate în termeni reali sunt deflate utilizând indicii prețurilor de consum.

<sup>77</sup> Stocul creditelor acordate populației a scăzut în termeni reali în trimestrul III comparativ cu media trimestrului II cu 1,8 la sută, ritmul anual corespunzător fiind de asemenea negativ, de -4,1 la sută. Posibilul motiv al acestor evoluții aparent divergente între fluxurile și stocurile de credite ar putea fi refinanțarea unor credite ale populației.

<sup>78</sup> Potrivit *Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației*, august 2010, realizat trimestrial de către BNR.

<sup>79</sup> În lunile iulie și august comparativ cu media trimestrului precedent depozitele noi ale populației, cumulat, în lei și valută, au crescut cu 5,9 la sută în termeni reali, iar volumul depozitelor populației a scăzut în trimestrul III cu 2,2 la sută în termeni reali (date ajustate sezonier, BNR).

pentru cele în valută<sup>80</sup>. Pe fondul restrângerii veniturilor disponibile și a economisirii bancare, pe parcursul trimestrului III evoluțiile trimestriale ale cifrei de afaceri în serviciile de piață prestate populației, respectiv, în comerțul cu amănuntul de mărfuri (cu excepția comerțului cu autovehicule și motocicletele) și în comerțul cu autovehicule și motocicletele s-au situat în teritoriu negativ<sup>81</sup>.

Spre deosebire de consumul individual efectiv al populației, în trimestrul II 2010 consumul final colectiv al administrațiilor publice a scăzut cu 4 la sută comparativ cu trimestrul precedent, variația anuală înregistrată fiind de -1,3 la sută. Valorile consemnate reflectă ajustările efectuate în vederea apropierei de parametrii agreeți cu instituțiile financiare internaționale, respectiv o pondere a deficitului bugetului general consolidat raportat la PIB de 6,8 la sută (metodologie *cash*) la sfârșitul anului curent. Deficitul acumulat în perioada ianuarie – septembrie 2010 a reprezentat 4,56 la sută din PIB, în reducere comparativ cu valoarea înregistrată în perioada similară din anul precedent, respectiv 5,2 la sută.

Formarea brută de capital fix a înregistrat în trimestrul II 2010 o scădere în termeni trimestriali de 4,4 la sută, anulând evoluția ușor pozitivă înregistrată în primul trimestru. În condițiile reducerii semnificative înregistrate în anul anterior<sup>82</sup>, evaluările indică situarea acestei componente a PIB în trimestrul II 2010 sub tendința pe termen mediu, apreciere valabilă și pentru trimestrul III 2010.

Gradul ridicat de incertitudine privind evoluția viitoare a economiei, precum și cel scăzut de utilizare a capacităților existente, continuă să aibă o contribuție determinantă la reticența firmelor privind re tehnologizarea, aceasta având un impact negativ asupra ratei de creștere a PIB potențial. Scăderea investițiilor în utilaje a fost marcantă începând cu trimestrul II 2009 până în trimestrul I 2010<sup>83</sup>, aceasta cunoscând în trimestrul II 2010 o relativă atenuare reflectată de rata anuală de creștere de 1,6 la sută (valoare parțial explicată de efectul de bază). Evoluțiile recente ale unor indicatori sugerează accentuarea orientării către achizițiile de pe piețele externe. Astfel, după dinamica puternic negativă pe parcursul anului 2009, importurile de bunuri de capital au manifestat o tendință de revenire în primele două trimestre ale

<sup>80</sup> În lunile iulie și august depozitele noi în lei ale populației au crescut față de trimestrul precedent cu 3,8 la sută, iar cele în valută cu 8,6 la sută (date exprimate în termeni reali). Totuși, pe ansamblul trimestrului III, stocurile de depozite în lei au scăzut cu 3,1 la sută, iar cele în valută cu 0,8 la sută (date exprimate în termeni reali, ajustare sezonieră BNR).

<sup>81</sup> Ritmurile trimestriale de variație a tuturor acestor indicatori au fost pozitive în trimestrul II și, respectiv, negative în lunile iulie și august comparativ cu media trimestrului precedent.

<sup>82</sup> Formarea brută de capital fix a înregistrat în anul 2009 o scădere, în termeni anuali, de 25,3 la sută comparativ cu anul precedent.

<sup>83</sup> Variațiile anuale negative ale investițiilor în utilaje au fost mai mari de 30 la sută în fiecare din trimestrele menționate.

anului 2010, variațiile trimestriale fiind pozitive<sup>84</sup>. Pe de altă parte, producția industrială de bunuri de capital a înregistrat o evoluție sinuoasă pe parcursul ultimelor trimestre, atât rata trimestrială de variație în lunile iulie și august comparativ cu media trimestrului II, cât și cea anuală devenind negative<sup>85</sup>. În schimb, cea de-a doua componentă a investițiilor în economia națională, investițiile în construcții noi, a continuat să aibă o dinamică negativă și în prima jumătate a anului 2010<sup>86</sup>.

Analiza evoluției resurselor de finanțare pe parcursul trimestrului III sugerează menținerea la niveluri reduse sau restrângerea în continuare a activității investiționale. Astfel, creditul pe termen mediu și lung acordat persoanelor juridice și cel pe termen lung acordat populației revin la o dinamică ușor negativă<sup>87</sup>, reflectând în continuare o atitudine prudentă atât din partea companiilor cât și a populației. De asemenea, fluxul de investiții străine directe nete a scăzut semnificativ în lunile iulie și august comparativ cu media trimestrului anterior (cu 68,6 la sută), dinamica aferentă fluxurilor pe parcursul ultimelor douăsprezece luni fiind de asemenea nefavorabilă (scădere de 41,3 la sută).

Atât importurile, cât și exporturile au avut în trimestrul II 2010 evoluții trimestriale pozitive, acestea crescând cu 4,9 la sută, respectiv 2,0 la sută<sup>88</sup>. Un factor favorabil pentru exporturi a fost redresarea cererii externe, în particular evoluția activității economice în statele din zona euro<sup>89</sup>. Creșterea importurilor în trimestrul II 2010 s-a datorat componentelor destinate producției; astfel, importurile de bunuri intermediare și de bunuri de capital au crescut în comparație cu trimestrul precedent, în timp ce importurile de bunuri de consum au rămas la un nivel aproximativ

---

<sup>84</sup> Ritmul de creștere a acestui indicator pentru trimestrul I 2010 a fost de 10 la sută, iar pentru trimestrul II de 10,3 la sută; ratele anuale corespunzătoare acestor perioade au fost de 3,4 la sută, respectiv 21,9 la sută (calculare pe baza datelor din bilanțul de plăți, exprimate în euro, sursa EUROSTAT).

<sup>85</sup> Ritmurile trimestriale aferente acestui indicator sunt 6,4 la sută în trimestrul II și -2,9 la sută în trimestrul III, iar cele anuale corespunzătoare aceluiași perioade sunt 10,5 la sută și, respectiv, -4,8 la sută.

<sup>86</sup> În trimestrul I 2010, investițiile în construcții noi au scăzut, în termeni anuali, cu 28,5 la sută. În trimestrul II, reducerea a fost de 17,5 la sută.

<sup>87</sup> În lunile iulie și august 2010, stocul acestor credite a scăzut în termeni reali cu 0,7 la sută față de media trimestrului precedent după un ritm pozitiv înregistrat în trimestrul II (2,4 la sută). Comparativ cu trimestrul III 2009, variația acestui indicator este de -1,7 la sută, rata anuală corespunzătoare trimestrului II situându-se de asemenea în teritoriu negativ, respectiv -0,3 la sută.

<sup>88</sup> Creșterile înregistrate sunt mai mici comparativ cu trimestrul precedent, când cele două componente au crescut cu 8,9 la sută, respectiv 12,0 la sută. Ratele anuale de variație a importurilor și exporturilor au fost în trimestrul II de 24,5 la sută și, respectiv, 40,4 la sută.

<sup>89</sup> În trimestrul II 2010, PIB aferent zonei euro a crescut în termeni trimestriali cu 1,0 la sută (date ajustate sezonier). Importurile zonei euro, o măsură alternativă a cererii externe, au înregistrat un avans trimestrial de 4,4 la sută, comparativ cu 4,0 la sută în trimestrul I 2009.

constant<sup>90</sup>. În contextul întârzierii unor semnale de revigorare a cererii interne, aceste dinamici ar putea fi determinate de evoluțiile favorabile ale producției destinate sectorului extern. Pentru trimestrul III 2010, evaluările indică apropierea de tendința pe termen mediu, atât pentru exporturile de bunuri și servicii, cât și pentru importuri.

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

În trimestrul III 2010, moneda națională s-a depreciat în raport cu euro, similar cu evoluția înregistrată în trimestrul precedent. Leul s-a depreciat și în raport cu dolarul american, variația fiind de proporție mai mică, ca urmare a aprecierii monedei europene față de dolar. Efectul cumulat al evoluției celor două cotații este deprecierea trimestrială a leului (exprimat în termeni nominali, curs efectiv<sup>91</sup>). În termeni reali se consemnează o apreciere trimestrială a cursului efectiv întrucât diferențialul dintre rata inflației interne și cele consemnate în zona euro și SUA devansează rata de depreciere nominală a leului.

Așteptările privind dinamica activității economice din UE s-au ameliorat<sup>92</sup> în urma publicării unor date pozitive privind evoluția PIB în zona euro și a conturării măsurilor de abordare a vulnerabilităților finanțelor publice de către statele membre<sup>93</sup>.

În cazul României, eforturile recente de consolidare fiscală conform acordului de împrumut încheiat cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale au fost evaluate ca favorabile atingerii obiectivelor fiscale pe termen scurt și mediu<sup>94</sup>. În condițiile în care măsurile de limitare a deficitului bugetar începând cu luna iulie 2010 acționează în sensul contracției cererii interne, iar datele privind activitatea economică în trimestrul II 2010 nu oferă semnale

<sup>90</sup> În trimestrul II 2010, ratele de creștere trimestriale aferente componentelor importurilor sunt: bunuri intermediare, 10,7 la sută, bunuri de capital, 10,3 la sută, bunuri de consum, 1,0 la sută (calculare pe baza datelor din balanța de plăți, exprimate în euro, sursa EUROSTAT).

<sup>91</sup> 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 dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

<sup>92</sup> Indicatorul de încredere în economie ESI (publicat de către Comisia Europeană) relativ la Uniunea Europeană a fost evaluat la valoarea de 103,4 în luna septembrie 2010, comparativ cu 100,3 în luna iunie 2010.

<sup>93</sup> PIB aferent zonei euro și-a continuat majorarea în termeni trimestriali cu 1 la sută, acesta reprezentând avansul maxim înregistrat în ultimele patru trimestre în care s-a reluat creșterea economică în zona euro. O parte importantă a acestui avans este datorată ritmului trimestrial de creștere al Germaniei, principala economie a zonei euro, respectiv 2,2 la sută.

<sup>94</sup> Conform Comunicatului de presă nr. 10/354 din 24 septembrie 2010 al Fondului Monetar Internațional. Conform analizei FMI principala provocare o reprezintă asigurarea continuității ajustării prin restrângerea cheltuielilor și reforme fiscale structurale.

concludente de revigorare a acesteia, investitorii percep în continuare un grad de incertitudine ridicat, aceasta contribuind la deprecierea nominală a leului pe parcursul trimestrului III 2010.

Impactul evoluției cursului real efectiv asupra activității economice este analizat prin intermediul canalului exportului net și al efectelor de avuție și bilanț. Datorită aprecierii în termeni reali a leului din trimestrul III, impactul stimulatив al cursului real efectiv asupra activității economice prin intermediul canalului exportului net a scăzut în intensitate față de trimestrul anterior. Prin intermediul efectelor de avuție și bilanț, variația cursului de schimb efectiv acționează de asemenea în sens stimulatив asupra cererii agregate din perioadele ulterioare datorită scăderii costurilor în lei aferente creditelor în valută. În trimestrul III 2010, evaluările indică un impact stimulatив al cursului real efectiv asupra cererii agregate din perioadele următoare prin intermediul fiecăruia dintre canalele menționate, de mai mare amploare comparativ cu trimestrul precedent. În același timp, situarea cursului de schimb nominal la valori mai ridicate în trimestrul curent față de cel anterior contribuie, *ceteris paribus*, la creșterea prețurilor de consum prin majorarea prețurilor de import.

Pe parcursul trimestrului III, ratele dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari au scăzut. Ajustarea acestora este influențată de reducerile ratei dobânzii de politică monetară din perioadele anterioare.

Se consideră că anticipațiile privind inflația din trimestrul III 2010 au înregistrat o creștere marcantă față de trimestrul precedent, determinată de încorporarea parțială a majorării cotei TVA cu 5 puncte procentuale începând cu 1 iulie 2010 în nivelul prețurilor de consum. Ca urmare, ratele reale ale dobânzilor la depozite, respectiv la credite, au scăzut considerabil față de trimestrul precedent, efectul cumulat exercitat de acestea asupra activității economice viitoare fiind evaluat ca devenind ușor stimulatив.

În trimestrul III 2010, efectul cumulat al cursului de schimb și al ratelor dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari asupra cererii agregate viitoare este evaluat ca fiind stimulatив.

### **1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție**

Comparativ cu *Raportul asupra inflației* din luna august, scenariul de bază curent anticipează adâncirea deficitului de cerere pe întregul interval al prognozei, pe fondul reevaluării către valori mai negative a nivelului acestuia în punctul de pornire<sup>95</sup>, dar și a modificării evoluției preconizate a factorilor fundamentali: deviația de la trend a ratelor dobânzilor la depozitele și creditele în lei și

---

<sup>95</sup> Trimestrul IV 2010.



valută, deviația de la trend a cursului de schimb real, cererea externă, conduita politicii fiscale.

Se anticipează că impulsul fiscal va acționa într-o manieră prociclică pe aproape tot intervalul de proiecție<sup>96</sup>. Pornind de la ipoteza menținerii indicatorilor de politică fiscală în limitele convenite prin acordul multilateral de finanțare cu UE-FMI-IFI până la termenul final al acestuia și a convergenței, după acest moment, spre obiectivul cantitativ de deficit bugetar convenit cu UE<sup>97</sup>, reevaluarea, comparativ cu runda precedentă, a deviației PIB de la trend spre valori mai negative antrenează reducerea deficitului structural proiectat, corecția implicit mai substanțială a acestuia pe intervalul de proiecție și, astfel, accentuarea restrictivității politicii fiscale.

Condițiile monetare reale în sens larg<sup>98</sup> proiectate exercită pe ansamblu o influență relativ mai accentuată în sensul limitării presiunilor inflaționiste, deși unele componente ale acestui indicator acționează temporar în sensul stimulării cererii agregate. Datorită revizuirii în sus, comparativ cu valorile publicate în raportul din august, a așteptărilor privind inflația din intervalul de prognoză, valoarea cumulată a deviațiilor ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele în lei de la trend este anticipată să exercite de-a lungul unei perioade o influență ușor mai stimulative asupra cererii agregate<sup>99</sup>, cel puțin în prima parte a orizontului de prognoză. În același sens urmează să acționeze și deviațiile negative de la trend ale ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele în valută, valoarea acestora fiind reevaluată în jos, ca urmare a reconsiderării, la valori mai scăzute, a scenariului privind rata externă a dobânzii, respectiv la valori mai ridicate a celui privind rata inflației externe. Pe de altă parte, revizuirea în sus a ratei proiectate a inflației IPC și a ipotezei externe privind evoluția cursului EUR/USD<sup>100</sup> induce o traiectorie mai apreciată a cursului real efectiv de schimb, cu efect mai

<sup>96</sup> Detalii cu privire la modul de calcul al impulsului fiscal și la impactul acestuia asupra deviației PIB de la trend sunt prezentate în *Caseta 1* din *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2008.

<sup>97</sup> 3 la sută din PIB pentru anul 2012.

<sup>98</sup> Acest indicator surprinde impactul cumulat asupra cererii agregate al deviației de la trend a ratelor dobânzilor la depozitele și creditele în lei și în valută, a cursului real efectiv de schimb și al efectului de avuție și bilanț.

<sup>99</sup> Această influență ar putea fi însă contrabalansată de înăsprirea anticipată, cel puțin pentru trimestrul IV al anului curent, a standardelor și condițiilor de creditare în cazul creditelor acordate gospodăriilor și în cazul creditelor acordate companiilor pe termen lung (a se vedea *Sondajul privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației*, BNR, august 2010).

<sup>100</sup> Includerea în scenariul de bază a unei ipoteze privind o valoare mai depreciată a dolarului american față de euro implică, *ceteris paribus*, proiectarea unui nivel mai apreciat al monedei naționale față de dolarul american și, în consecință, o traiectorie a cursului nominal efectiv revizuită în același sens. Pentru detalii suplimentare cu privire la ipoteza de evoluție a cursului EUR/USD, a se vedea subsecțiunea 1.2. *Presiuni exogene asupra inflației*.

restrictiv prin impactul asupra exportului net și mai stimulativ prin efectul de avuție și bilanț. Întregul set al condițiilor monetare reale din scenariul de bază curent este fundamentat pornind de la premisa calibrării unei traiectorii a ratei dobânzii de politică monetară a BNR care să asigure contracararea potențialelor efecte pe care presiunile inflaționiste datorate majorării cotei TVA și celorlalte șocuri de ofertă<sup>101</sup> ar putea să le aibă asupra așteptărilor privind inflația ale agenților economici, favorizând în același timp redresarea treptată a procesului de creditare a economiei reale. Ca urmare, rata anuală a inflației IPC este prognozată să revină în intervalul de variație din jurul țintei centrale în trimestrul IV al anului 2011, în paralel cu avansarea creșterii economice către ritmuri sustenabile.

Proiecția curentă anticipează menținerea dinamicii anuale a consumului final la valori reduse în prima parte a intervalului de prognoză. Se preconizează că implementarea măsurilor destinate restabilirii echilibrului bugetar<sup>102</sup>, creșterea anticipată a restrictivității standardelor și condițiilor de acordare a creditelor în cazul persoanelor fizice, persistența deficitului de cerere pe piața muncii vor exercita un impact nefavorabil asupra venitului disponibil al gospodăriilor populației. Refacerea în mod sustenabil a acestei componente a cererii agregate este anticipată a se produce abia în a doua parte a intervalului de proiecție, pe măsura ameliorării relative a constrângerilor financiare.

Pe fondul menținerii unui nivel redus al utilizării capacităților de producție din economie<sup>103</sup>, precum și al creșterii anticipate a standardelor și condițiilor de creditare în cazul creditelor pe termen lung destinate persoanelor juridice, angajarea corporațiilor în proiecte noi de investiții se va relua doar gradual. Ca urmare, formarea brută de capital fix este prognozată a contribui pozitiv la creșterea economică începând din a doua parte a orizontului de proiecție, pe măsura reducerii deficitului cererii interne și a majorării cererii externe.

Evoluția exporturilor reale se anticipează a fi stimulată de închiderea deficitului de cerere externă, contribuția exporturilor nete la evoluția PIB fiind pozitivă atât în anul 2010, cât și în 2011. Pe măsura revenirii proiectate a activității economice, se preconizează că importurile vor fi impulsionate de creșterea cererii interne de bunuri finale și intermediare destinate consumului,

---

<sup>101</sup> Pentru detalii, a se vedea subsecțiunea 1.1. *Perspectivele inflației*.

<sup>102</sup> De exemplu, reducerea salariilor din sectorul public și a transferurilor sociale de la buget, creșterea cotei TVA și lărgirea sferei de aplicare a impozitului pe venit.

<sup>103</sup> Conform sondajului realizat de BNR, în septembrie 2010, nivelul curent de utilizare a capacităților de producție din industria românească se situa la 76,3 la sută din total, cu 6,1 puncte procentuale mai puțin decât nivelul înregistrat pentru acest indicator în septembrie 2008.

investițiilor și exporturilor. Evoluția importurilor reale este de așteptat să antreneze o ușoară majorare a ponderii deficitului de cont curent în PIB în anul 2011 față de 2010, aceasta rămânând însă în apropierea unei valori considerate drept sustenabile, ce nu ar urma să implice, la acel orizont, corecții majore ale coordonatelor cadrului macroeconomic proiectat.

#### 1.4. Riscuri asociate proiecției

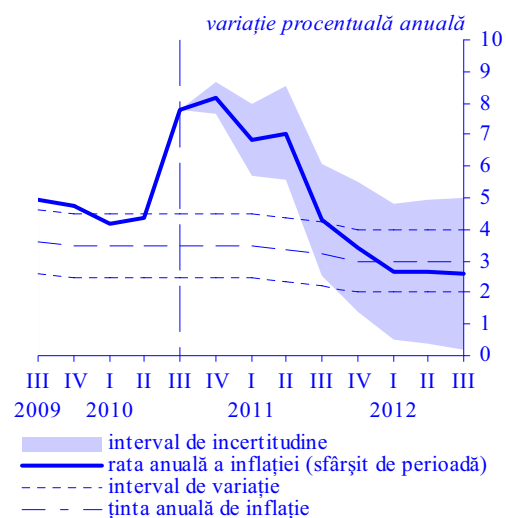
Proiecțiile cu privire la evoluția viitoare a activității economice sunt întotdeauna grevate de incertitudine. Ca urmare, există un număr de circumstanțe a căror posibilă materializare în cadrul orizontului de proiecție ar putea afecta traiectoria principalelor variabile macroeconomice față de coordonatele acestora din scenariul de bază. O măsură cuantificabilă a riscului poate fi descrisă de distribuția istorică a erorilor de prognoză ale ratei inflației, ilustrată în graficul alăturat, însă un grad mai ridicat de relevanță este atribuit identificării factorilor de risc specifici fiecărei runde de proiecție, selectați dintre cei având o probabilitate sporită de manifestare pe parcursul intervalului de prognoză.

Distribuția probabilistică a acestei categorii de riscuri la adresa evoluției ratei inflației este apreciată, pentru runda curentă, ca fiind asimetrică, dominată de probabilitatea ca rata anuală a inflației să se plaseze peste traiectoria acesteia din scenariul de bază.

Pentru o bună parte a intervalului de proiecție, coordonatele generale ale *mix*-ului politicilor macroeconomice (monetar, fiscal, de venituri și reformele structurale) vor continua să fie stipulate în acordul de finanțare încheiat cu UE-FMI și alte instituții financiare internaționale, a cărui respectare fermă și consecventă rămâne o ancoră necesară în contextul actual. Cu toate acestea, revizuirile coordonatelor politicii fiscale operate în mod repetat în perioadele recente asociază o probabilitate semnificativă unui scenariu de risc ce ar putea implica abateri în sus de la valorile anticipate ale deficitului bugetar. Materializarea unui asemenea risc s-ar putea produce sub efectul întârzierii, eficacității limitate sau chiar al imposibilității aplicării măsurilor de ajustare asumate în cadrul acordului de finanțare ori ca urmare a unei deteriorări peste așteptări a dinamicii activității economice interne.

De exemplu, în situația prelungirii pe perioade mai îndelungate a aplicării măsurilor de restabilire a echilibrului bugetar<sup>104</sup>, care ar urma să exercite efecte nefavorabile asupra veniturilor și nivelului ocupării forței de muncă din sectorul public, un scenariu plauzibil ar putea fi cel al unei *diminuări a presiunilor inflaționiste* din

Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază



Sursa: INS, calcule BNR

<sup>104</sup> Cel mai recent set de astfel de măsuri, implementat începând cu data de 1 iulie a.c., vizează, între altele, diminuarea cu 25 la sută a drepturilor de natură salarială de care beneficiază personalul din cadrul autorităților și instituțiilor publice și reducerea cu 15 la sută a celei mai mari părți a transferurilor sociale.

economie comparativ cu cele din scenariul de bază<sup>105</sup>. La aceasta ar putea contribui și manifestarea unui efect de demonstrație, nefavorabil, asupra veniturilor salariale din sectorul privat. Presiuni în sens invers, de *amplificare a creșterilor de prețuri* din economie, ar putea fi rezultatul unei deteriorări a încrederii mediului de afaceri în capacitatea de finanțare într-o manieră sustenabilă a deficitelor bugetare acumulate, cu efecte potențial nefavorabile asupra evoluției cursului de schimb al leului. Indiferent, însă, de influența netă a scenariilor analizate asupra dinamicii prețurilor din economie, creșterea economică proiectată ar urma, cel mai probabil, să fie influențată nefavorabil, în principal ca urmare a unei pierderi de avuție netă de către agenții economici cu venituri obținute în monedă națională, în condițiile persistenței nivelului ridicat al îndatorării în valută a acestora și ale unei dinamici anticipate a fi nefavorabilă a cursului de schimb al leului în acest scenariu. În plus, în condițiile, deloc de neglijat, ale unei amplificări a dificultăților de finanțare directă a statului de pe piețele externe, dar și în eventualitatea unor creșteri, posibil semnificative, ale costurilor marginale de atragere a surselor de finanțare de pe piața internă, nu poate fi exclus în totalitate nici riscul unei evicțiuni parțiale a sectorului privat de pe piața creditului bancar în favoarea sectorului public (efect de tip *crowding-out*), odată reluată cererea de credite din partea sectorului privat, cu consecințele corespunzătoare ale unui nivel mai redus al dinamicii activității economice în intervalul de proiecție.

Categoria prețurilor administrate continuă să fie grevată de incertitudini ample în legătură cu calendarul și magnitudinea ajustării acestora. Pentru runda curentă de proiecție, un factor de risc relevant este conturat de posibilitatea eliminării, pe fondul prelungirii perioadei de recesiune și al diminuării veniturilor bugetare, a unor subvenții acordate de autoritățile administrației publice locale, respectiv a unor ajutoare suportate de la bugetul de stat<sup>106</sup> pentru unele produse furnizate populației în sistem centralizat. În eventualitatea materializării în totalitatea lor a acestor factori de risc, prețul de referință la nivel local al acestor produse ar putea înregistra creșteri semnificative raportat la nivelul actual al acestora, cu consecințe nefavorabile asupra presiunilor inflaționiste din economie.

În condițiile manifestării în perioadele recente a unor fenomene climaterice adverse în anumite zone agricole ale țării (inundații) și a manifestării, în a doua parte a anului 2010 a unui efect de bază nefavorabil, se poate considera că scenariul de risc menționat în

---

<sup>105</sup> În acest scenariu ipotetic, nu a fost avută în vedere posibilitatea unor majorări suplimentare ale impozitelor indirecte, situație în care presiunile inflaționiste ar urma să fie considerabil mai ample.

<sup>106</sup> De exemplu, compensarea unitară pentru combustibilul folosit pentru producerea de energie termică furnizată populației prin sistemele centralizate de încălzire.

raportul din luna august, referitor la creșteri posibile ale prețurilor unor mărfuri alimentare, s-a materializat în bună măsură. Chiar și în aceste condiții, pentru următoarele opt trimestre, această categorie de prețuri nu poate fi exclusă din lista celor cu riscuri notabile de a consemna abateri în sens ascendent de la coordonatele scenariului de bază, asociate în principal incertitudinilor privind evoluția prețurilor unor materii prime pe piețele internaționale. De exemplu, în cazul grâului, care deține o pondere de aproximativ 20 la sută în totalul valoric al importurilor de cereale derulate de România<sup>107</sup>, prețurile pe plan internațional au crescut cu aproximativ 40 la sută în perioada octombrie 2009 – septembrie 2010. Persistența în perioadele viitoare a unor tensiuni semnificative pe aceste piețe este condiționată de o paletă eterogenă de factori de risc<sup>108</sup>, impactul proiectat asupra traiectoriei prețurilor agroalimentare interne rămânând, astfel, incert, cu o probabilitate totuși mai ridicată atribuită scenariului unei deviații în sens ascendent de la traiectoria acestora din scenariul de bază.

Deși mediul extern s-a menținut pe o traiectorie relativ stabilă în perioada parcursă de la precedentul *Raport asupra inflației*, este de așteptat ca acesta să continue să fie marcat, mai ales în componenta sa prospectivă, de elemente de incertitudine. Pentru runda curentă, riscuri relevante privesc evoluțiile de pe piețele valutare internaționale. După întărirea semnificativă a monedei euro în fața dolarului american de pe parcursul ultimelor luni<sup>109</sup>, se ridică numeroase semne de întrebare cu privire la posibilele direcții viitoare în care ar putea evolua raportul de schimb dintre cele două monede, dar și în legătură cu importanța relativă pe care ar urma să o exercite asupra acestuia poziționarea acestor economii în cadrul ciclului de afaceri, respectiv anticipațiile agenților economici cu privire la dezvoltările pe termen mediu din domeniul politicilor macroeconomice din cele două zone. De exemplu, o inversare notabilă de tendință, relativ la evoluțiile recente, în ceea ce privește raportul de schimb euro/dolar<sup>110</sup> ar urma să conducă, *ceteris paribus*, la o slăbire de mai mare amploare, comparativ cu scenariul de bază, a leului față de dolar, la scumpirea importurilor pentru care decontarea se realizează preponderent în această monedă (în principal, petrol) și, astfel, la majorări suplimentare ale prețurilor finale de vânzare de pe piața internă ale combustibililor minerali și lubrifianților. Pe acest fond, dată fiind și elasticitatea de substituție relativ redusă între energie și ceilalți factori de producție, un asemenea scenariu ar urma să aibă ca efect reconfigurarea, către valori mai reduse, a valorilor proiectate ale PIB.

<sup>107</sup> Valoare calculată pentru intervalul ianuarie-iulie 2010.

<sup>108</sup> De la condițiile atmosferice până la comportamentul principalilor actori de pe aceste piețe (de exemplu, Rusia și Ucraina au anunțat la începutul lunii august a.c. sistarea exporturilor de grâu pe piețele internaționale) etc.

<sup>109</sup> Peste 12 la sută în intervalul iulie-octombrie.

<sup>110</sup> Echivalează cu o apreciere a dolarului american față de euro.

## 2. Evaluarea de politică monetară

În contextul derulării actualului exercițiu trimestrial de prognoză pe termen mediu și al elaborării *Raportului asupra inflației*, noiembrie 2010, Consiliul de administrație al BNR a inițiat demersurile necesare fundamentării țintei de inflație pentru anul 2012. În urma evaluării scenariilor de proiecție, precum și a riscurilor și incertitudinilor asociate acestora, s-a optat pentru menținerea în anul 2012 a țintei de inflație la nivelul de 3 la sută  $\pm 1$  punct procentual. În același context, Consiliul de administrație al BNR a decis ca, începând cu anul 2013, banca centrală să adopte o țintă staționară multianuală de inflație, situată la nivelul de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, ambele ținte asumate urmând a fi discutate cu guvernul.

Argumentul prioritar al opțiunii privind nivelul țintei de inflație pentru anul 2012 îl constituie imperativul atingerii acestui obiectiv, în condițiile în care, sub impactul multitudinii de șocuri pe partea ofertei/costurilor produse succesiv sau simultan începând cu semestrul II 2007, rata anuală a inflației a depășit în mod repetat țintele stabilite pentru lunile decembrie ale ultimilor ani. Astfel, opțiunea privind nivelul țintei de inflație pentru anul 2012 reflectă preocuparea BNR pentru stabilirea unor obiective credibile și fezabile, îndeplinirea lor fiind esențială pentru consolidarea credibilității băncii centrale și, implicit, pentru creșterea eficacității ancorării anticipațiilor inflaționiste. În contextul dat, prudența BNR în stabilirea nivelului țintei de inflație pentru anul 2012 este justificată de riscurile și incertitudinile crescute privind potențialele efecte inflaționiste directe ce vor continua să fie exercitate în anii următori de factori aflați în afara sferei de influență a băncii centrale – activați inclusiv în contextul derulării necesarului proces de consolidare fiscală.

Atingerea țintei de inflație stabilite pentru anul 2012, presupunând consolidarea dezinflației și ancorarea anticipațiilor inflaționiste la niveluri mai scăzute de inflație, este esențială și din perspectiva asigurării reușitei trecerii în anul 2013 la etapa adoptării țintei staționare multianuale de inflație, de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual. Această schimbare benefică, dar și ambițioasă, adusă cadrului de țintire directă a inflației prin decizia recent adoptată de Consiliul de administrație al BNR implică un angajament pe termen îndelungat al politicii monetare față de un obiectiv compatibil cu definiția de stabilitate a prețurilor pe termen mediu în economia românească; ea are menirea de a asigura coborârea ratei inflației la un nivel compatibil cu criteriul de inflație al Tratatului de la Maastricht și trecerea în final la etapa țintei continue de inflație pe termen lung – compatibilă cu definiția cantitativă a stabilității prețurilor adoptată de BCE. Este de așteptat

ca acest proces să fie capacitat de avantajele recunoscute ale adoptării țintei staționare de inflație, deja prezente în alte state membre UE care practică țintirea inflației (Cehia, Polonia, Ungaria) – manifestate prioritar prin intermediul ancorei nominale puternice pe care aceasta o pune la dispoziția strategiei de țintire directă a inflației – principalele fiind: (i) creșterea predictibilității și transparenței politicii monetare și, implicit, stabilizarea așteptărilor inflaționiste; (ii) scăderea persistenței inflației; (iii) sporirea eficienței politicii monetare – exprimată prin reducerea în termeni relativi a *trade-off*-ului dintre creșterea economică și inflație – datorită câștigului de credibilitate obținut prin această schimbare; (iv) scăderea relativă a răspunsului inflației la șocuri ale prețului petrolului, precum și ale cursului de schimb (reducerea *pass-through*-ului acestora).

În ceea ce privește valoarea țintei staționare de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, considerarea acesteia drept nivel optim al ratei inflației pe termen mediu în economia românească începând cu anul 2013 are ca argumente majore: (i) perspectiva continuării creșterii prețurilor bunurilor comercializabile (*tradables*), dar mai ales a celor din sectorul necomercializabil (*non-tradables*), într-un ritm superior celui considerat a fi optim în economiile stabilizate, în principal ca efect al anticipației reluării a proceselor de convergență economică, inclusiv a convergenței nivelului prețurilor, după încheierea perioadei de contracție economică; (ii) prelungirea manifestării acțiunii unor factori inflaționisti pe partea ofertei/costurilor, aflați în afara sferei de influență a băncii centrale (ajustări de prețuri administrate, armonizări de impozite indirecte); (iii) menținerea unor rigidități nominale asimetrice în economia românească; (iv) manifestarea unor modificări de prețuri relative aferente ajustărilor structurale semnificative ce vor avea loc în continuare în economia românească.

Analiza curentă relevă faptul că evoluția recentă a inflației confirmă în mare parte așteptările formulate pentru trimestrul III 2010. Astfel, în acest interval, trendul descendent pe care s-a plasat rata anuală a inflației de la mijlocul anului 2008 a fost întrerupt temporar de puseul inflaționist generat de creșterea începând cu luna iulie 2010 a cotei standard a TVA. Pe parcursul trimestrului respectiv, dimensiunea acestuia a fost amplificată de deprecierea ușoară consemnată de leu în raport cu euro, dar mai ales de creșterea dinamicii anuale a prețurilor produselor alimentare, în principal ale legumelor și fructelor, reflectând influențele adverse ale condițiilor meteorologice nefavorabile prevalente în 2010 pe plan intern/internațional, precum și pe cele aferente unor efecte de bază. Prin urmare, rata anuală a inflației a revenit în iulie pe o traiectorie plasată semnificativ deasupra limitei superioare a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de

inflație, atingând în septembrie valoarea de 7,77 la sută. Creșterea consemnată în trimestrul III de rata anuală a inflației a fost însă marginal inferioară valorii prognozate (*Raportul asupra inflației* din august 2010), reflectând un grad relativ mai redus de transferare până în prezent a majorării cotei TVA asupra indicelui prețurilor de consum, în condițiile persistenței deficitului de cerere agregată și ale manifestării etapizate a efectelor de runda întâi.

Cu toate acestea, traiectoria actualizată a ratei anuale prognozate a inflației se situează ușor deasupra celei evidențiate în cadrul precedentei proiecții trimestriale, implicând o abatere mai mare a ratei așteptate a inflației de la ținta stabilită pentru decembrie 2010. Similar prognozei anterioare însă, odată cu disiparea efectului direct al majorării cotei TVA – anticipată a se produce în trimestrul III 2011 – rata anuală prognozată a inflației cunoaște o amplă corecție descendentă. Revenirea ei implicită în interiorul intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație pe termen mediu este succedată de perspectiva re consolidării dezinflației în a doua parte a orizontului de proiecție; astfel, după ce scade la nivelul de 3,4 la sută în decembrie 2011, rata anuală proiectată a inflației se menține în următoarele trimestre în apropierea punctului central al țintei de inflație stabilite pentru 2012.

Resortul relativei înrăutățiri a perspectivei inflației în prima parte a orizontului de prognoză continuă să-l constituie acțiunea recentă și cea viitoare a unor factori de natura ofertei. Cele mai semnificative presiuni inflaționiste se prefigurează a fi generate de prețurile volatile<sup>111</sup> și de prețurile unor produse alimentare procesate. Anticiparea unei creșteri mai ample a prețurilor produselor alimentare, comparativ cu proiecția anterioară, este justificată în actualul context de: (i) dimensiunea majorării consemnate de acestea în luna septembrie; (ii) relativa scădere a ofertei de produse agricole pe piața internă și recente creșteri ale prețurilor internaționale ale unor materii prime, ca urmare a condițiilor meteorologice nefavorabile din acest an, precum și anticipațiile nefavorabile induse de acestea; (iii) creșterea probabilă a costurilor pe anumite segmente ale producției agricole și ale producției de bunuri alimentare, precum și de (iv) menținerea unor disfuncționalități structurale și ineficiențe pe piața internă a produselor agroalimentare, implicit a unor comportamente distorsionate de stabilire a prețurilor.

Datorită ponderii excesive deținute în raport cu alte state membre UE cu un nivel de dezvoltare și structuri economice comparabile de prețurile produselor alimentare în coșul pe baza căruia se calculează indicii prețurilor de consum, precum și prezumatei

---

<sup>111</sup> Prețul combustibililor și prețul categoriei legume-fructe-ouă.



elasticități reduse față de preț a cererii de bunuri alimentare, magnitudinea așteptată a impactului exercitat de creșterea acestor prețuri asupra inflației totale este semnificativă; aceasta ar putea fi chiar superioară previziunilor în ipoteza accentuării tendinței de creștere a prețurilor unor materii prime pe piața internațională, coroborată cu o eventuală depreciere mai consistentă a leului.

Este însă posibil ca, pe fondul continuării scăderii veniturilor disponibile ale populației și al relativei înrăutățiri a perspectivei cererii de consum pe termen scurt, unii producători și comercianți din sectorul produselor agroalimentare să prefere să-și restrângă marjele de profit în scopul limitării scăderii volumului vânzărilor proprii; adoptarea unui comportament similar de stabilire a prețurilor ar fi cu atât mai justificată în cazul agenților economici din sectoarele ce produc și comercializează alte categorii de bunuri de consum, dat fiind anticipatul declin al cererii adresate acestora. Totodată, probabilitatea de materializare a riscului de accelerare a creșterii prețurilor internaționale ale unor materii prime este diminuată de existența unor stocuri semnificative de asemenea produse pe plan mondial, precum și de recolta peste așteptări obținută de un important stat exportator; în plus, potențialul impact inflaționist al eventualei creșteri a unora din aceste prețuri externe ar putea fi atenuat de performanțele din 2010 ale recoltei de cereale a României, care a depășit-o pe cea realizată în 2009, în pofida condițiilor meteo nefavorabile din acest an și a producției agricole foarte bune din anul anterior

Presiunile inflaționiste ale factorilor de natura ofertei se anticipează a fi suplimentar alimentate pe termen scurt de manifestarea etapizată și sezonieră pe anumite segmente a efectelor creșterii cotei standard a TVA, de prelungirea tendinței de majorare a prețului combustibililor, precum și de ajustarea în continuare a unor prețuri administrate. Impactul direct al acestora asupra evoluției inflației se așteaptă a fi însă relativ moderat și de durată restrânsă, mai cu seamă în cazul efectelor creșterii TVA. În schimb, un real risc la adresa consolidării dezinflației corespunzător *pattern*-ului anticipat pentru a doua jumătate a orizontului de prognoză îl constituie ajustările mai mari de prețuri reglementate (energie termică) și eventual de impozite indirecte ce s-ar putea efectua în anul viitor din nevoia continuării ajustării fiscale, care ar încetini reluarea dezinflației pe orizontul temporal mai îndepărtat.

Data fiind natura acestor șocuri inflaționiste – aflate în totalitate în afara sferei de influență a băncii centrale – relevantă din perspectiva conducerii politicii monetare este măsura în care ele pot genera efecte secundare importante, prin intermediul riscului deteriorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mai îndelungat. Cu toate că, în contextul dat, acest risc este semnificativ diminuat

de perspectiva prelungirii contracției economice și implicit a deficitului de cerere agregată, menținerea în continuare a prudenței politicii monetare este esențială. Prevenirea materializării acestui risc reclamă, totodată, creșterea eforturilor de consolidare fiscală și accelerarea reformelor structurale, corespunzător angajamentelor asumate în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă convenit cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale.

Perspectiva prelungirii contracției economice în raport cu previziunile anterioare și relativa încetinire implicită a ritmului așteptat al redresării ulterioare a activității economice sunt puse în evidență de prognoza actualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu. Corespunzător acestor perspective, *gap*-ul negativ prognozat al PIB își extinde trendul de adâncire până în trimestrul IV al anului curent și își amplifică dimensiunea, comparativ cu proiecția anterioară, pe parcursul întregului orizont de proiecție. Relativa intensificare a presiunilor dezinflaționiste ale cererii agregate decurgând din aceste evoluții este relevantă de ușoară ameliorare a perspectivei componente de bază a inflației în raport cu precedenta prognoză, traiectoria ratelor anuale așteptate ale inflației CORE2 ajustat plasându-se cvasiconstant la niveluri inferioare celor anticipate anterior; prelungirea manifestării efectului statistic al creșterii cotei TVA în următoarele trimestre împiedică însă evidențierea clară în prima parte a orizontului de proiecție a impactului creșterii relative a presiunilor dezinflaționiste ale cererii.

Amplificarea dinamicii anuale negative a PIB în semestrul II al anului 2010, indicând adâncirea în continuare a deficitului de cerere agregată, are ca premise și indicii majore: (i) perspectiva relativei încetiniți a redresării activității economice în zona euro în semestrul II al anului, într-un mediu ce continuă să fie marcat de incertitudini; (ii) reintrarea/adâncirea în teritoriul negativ a dinamicii anuale a unor indicatori relevanți ai cererii de consum și de investiții în primele luni ale trimestrului III 2010; (iii) prelungirea caracterului anemic al activității de creditare a sectorului privat; (iv) perspectiva continuării manifestării efectelor contracționiste ale măsurilor de consolidare fiscală implementate începând cu luna iulie.

Previziunile continuă să fie marcate, însă, de incertitudini semnificative, în principal în ceea ce privește: (i) amplitudinea readâncirii contracției economice în trimestrul III 2010, (ii) durata declinului și ritmul atenuării ulterioare a acestuia, precum și (iii) momentul producerii inflexiunii sustenabile în evoluția dinamicii anuale a PIB. Este de așteptat, însă, ca efectul contracționist al măsurilor de consolidare fiscală<sup>112</sup> recent implementate să afecteze semnificativ

---

<sup>112</sup> Cele mai importante sunt: reducerea cu 25 la sută a salariilor din sectorul bugetar, includerea în sfera de impozitare a altor venituri de tip salarial și a unor venituri din investiții financiare, inițierea disponibilizărilor de personal din sectorul public.

pe termen scurt (cel puțin în semestrul II) componentele majore ale absorbției interne. Alături de acest efect, cererea de consum privat ar putea recepta în următoarele luni impactul advers exercitat asupra venitului disponibil real al populației de creșterea prețurilor produselor alimentare și a unor prețuri administrate, precum și de menținerea la un nivel relativ ridicat a serviciului datoriei la bănci, în lei și în valută, al persoanelor fizice. În acest context, dimensiunea declinului pe termen scurt al consumului, dar și ritmul refacerii ulterioare a cererii de consum vor depinde în principal de evoluția viitoare a condițiilor pieței muncii, a sentimentului de încredere a consumatorilor și a caracteristicilor ofertei bancare de credite de consum.

Incertitudinile sunt mari și în ceea ce privește amplitudinea contracției așteptate și perspectiva revenirii în teritoriul pozitiv a dinamicii anuale a investițiilor. Este de așteptat însă ca redresarea lor să fie frânată de posibila scădere a profiturilor și creșterea capacităților excedentare în ramurile afectate de restrângerea cererii de consum, precum și în sectorul construcțiilor. Alți potențiali factori de descurajare a cererii de investiții îi reprezintă incertitudinile generate de tensiunile din mediul politic și de lipsa de predictibilitate a unora din măsurile destinate consolidării fiscale. Un efect advers suplimentar ar putea exercita întârzierea ameliorării condițiilor de finanțare bancară a companiilor, în condițiile în care reticența crescută a instituțiilor de credit continuă să fie alimentată de temerile legate de accentuarea deteriorării calității propriilor portofolii, de percepția înrăutățită asupra riscului asociat diferitelor sectoare ale economiei, precum și de preocuparea pentru reducerea în continuare a raportului credite – depozite. Și perspectiva finanțării externe accesibile companiilor este incertă, ea fiind dependentă printre altele de percepția mediului extern asupra evoluțiilor economice, sociale și politice interne, mai cu seamă de rezultatele eforturilor de consolidare fiscală, esențiale pentru refacerea încrederii în economia românească.

Dinamica investițiilor ar putea însă beneficia într-un viitor apropiat de potențiala sporire a cheltuielilor de capital ale sectorului public, respectiv a celor finanțate – parțial sau total – din fonduri europene și din resurse atrase de la organisme și instituții financiare internaționale; această perspectivă este însă condiționată de reducerea relativă a cheltuielilor bugetare curente, dar și de creșterea capacității administrative de absorbție a fondurilor europene. Decisivă pentru revigorarea investițiilor rămâne însă încrederea mediului de afaceri, care, deși, a consemnat recent o ușoară revenire, continuă să rămână la un nivel foarte scăzut. În eventualitatea ameliorării mai rapide și mai consistente a acesteia, refacerea investițiilor, cel puțin a componentei stocurilor, ar putea fi inițiată mai devreme; o asemenea ameliorare este însă condiționată de progresul și materializarea eforturilor de consolidare fiscală, de

natură să diminueze într-o manieră durabilă riscurile la adresa stabilității macroeconomice și a celei financiare.

Refacerea cererii de investiții, în principal în anumite sectoare industriale, ar putea fi stimulată și de eventuala redresare mai viguroasă a cererii externe, dată fiind corelația destul de strânsă evidențiată în ultimele trimestre între dinamica exporturilor și cea a producției industriale. Previziunile recente privind activitatea economică a statelor dezvoltate, în special a celor din zona euro, indică însă o moderare a ritmului redresării acesteia în perioada următoare, inclusiv datorită efectelor implementării și extinderii programelor de austeritate bugetară inițiate de autorități, ca reacție la creșterea fără precedent a deficitelor bugetare și a datoriilor suverane. Acestora li se alătură riscul la adresa ritmului refacerii economiilor europene indus de o eventuală reinflamare a tensiunilor pe piețele financiare internaționale, potențial generatoare de efecte adverse asupra condițiilor de finanțare și asupra încrederii, precum și de posibilele influențe contracționiste pe care le-ar exercita reluarea creșterii prețului petrolului și al unor materii prime.

Într-un asemenea context, menținerea credibilității programului economic al autorităților, prin respectarea fermă și consecventă a condiționalităților acordului convenit cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale, rămâne esențială pentru ancorarea solidă a anticipațiilor inflaționiste, implicit pentru reluarea și consolidarea ulterioară a procesului dezinflației, simultan cu refacerea încrederii și cu redresarea sustenabilă a activității economice. Din această perspectivă, riscul major al actualului context continuă să fie cel de abatere a politicii fiscale de la coordonatele programului – date fiind perspectiva refacerii relativ mai lente a economiei, eficacitatea deocamdată incertă a măsurilor suplimentare de ajustare bugetară, precum și recente episoade de creștere a tensiunilor politice și a celor sociale – ce ar putea avea drept consecință încetinirea sau amânarea procesului de consolidare fiscală. O eventuală materializare a acestui risc ar exercita efecte adverse nu doar asupra comportamentului pe termen scurt al cursului de schimb al leului și, implicit, al inflației – dată fiind previzibila deteriorare a percepției mediului financiar internațional asupra evoluției viitoare a economiei –, dar și asupra ritmului redresării economice și a potențialului de creștere economică pe termen mediu.

Având în vedere necesitatea ancorării ferme a anticipațiilor inflaționiste în scopul consolidării perspectivelor de reluare a procesului de dezinflație, în condițiile menținerii unor incertitudini semnificative privind evoluțiile de pe plan intern, precum și în ceea ce privește procesul de redresare a economiei mondiale, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 2 noiembrie 2010

menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și păstrarea 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 reiterat faptul că reintrarea inflației pe o traiectorie descendentă și reluarea pe baze sustenabile a creșterii economice depind în mod decisiv de implementarea fermă a măsurilor de consolidare fiscală și a reformelor structurale, precum și de creșterea gradului de absorbție a fondurilor europene, conform angajamentelor asumate în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat cu Uniunea Europeană, Fondul Monetar Internațional și alte instituții financiare internaționale.