



Banca Națională a României

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

Februarie 2011

Anul VII, nr. 23

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 2 februarie 2011 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 3 februarie 2011.

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

Lista abrevierilor

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

Cuprins

I. SINTEZĂ.....	7
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI.....	12
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	16
1. Cererea și oferta	16
1.1. Cererea.....	17
1.2. Oferta.....	24
2. Piața muncii.....	25
2.1. Forța de muncă	25
2.2. Venituri.....	27
3. Prețurile de import și prețurile de producție.....	28
3.1. Prețurile de import.....	28
3.2. Prețurile de producție	29
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	32
1. Politica monetară	32
2. Piețe financiare și evoluții monetare.....	36
2.1. Ratele dobânzilor.....	36
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	39
2.3. Moneda și creditul	41
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	45
1. Scenariul de bază	47
1.1. Perspectivele inflației	47
1.2. Presiuni exogene asupra inflației.....	49
1.3. Presiuni din partea cererii agregate.....	51
1.4. Riscuri asociate proiecției.....	59
2. Evaluarea de politică monetară	63

I. SINTEZĂ

Evoluția inflației și cauzele acesteia

În luna decembrie 2010, rata anuală a inflației IPC s-a situat la nivelul de 7,96 la sută, cu 0,19 puncte procentuale peste cel atins în luna septembrie și cu 0,2 puncte procentuale sub nivelul prognozat în *Raportul asupra inflației* din noiembrie. Principalul factor care a determinat plasarea ratei inflației semnificativ peste limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei (3,5 la sută) a fost majorarea cu 5 puncte procentuale a cotei standard a taxei pe valoarea adăugată, începând cu 1 iulie 2010.

Ușoara accelerare în termeni anuali a inflației în trimestrul IV a fost cauzată de șocuri adverse din partea ofertei. Aceste șocuri au fost generate de influența creșterii cotațiilor țiteiului pe plan mondial asupra prețurilor interne ale combustibililor, de dinamica ascendentă a prețurilor administrate, precum și de menținerea tensiunilor pe piețele internaționale agroalimentare și a unui deficit de ofertă pe segmentele aferente ale pieței interne. Acestea din urmă au determinat accelerarea creșterii atât a prețurilor alimentare volatile, cât și a prețurilor alimentelor de bază incluse în indicii CORE2 ajustat¹.

Sub impactul cumulului de șocuri adverse, anticipațiile inflaționiste au continuat să se situeze la niveluri ridicate în cursul trimestrului IV. Influențele acestor elemente au fost însă atenuate de persistența situației cererii agregate sub nivelul PIB potențial.

Deși un efect de bază favorabil a determinat decelerarea creșterii prețurilor produselor din tutun comparativ cu luna septembrie, dinamica anuală a acestora a contribuit cu aproximativ o cincime la rata anuală a inflației din luna decembrie.

În perioada octombrie-noiembrie 2010 comparativ cu trimestrul III, ritmul anual de creștere a salariilor brute în industrie s-a diminuat doar marginal, în timp ce creșterea productivității muncii a înregistrat o încetinire relativ mai pronunțată. Ca urmare, reducerea în termeni anuali a costurilor unitare cu forța de muncă în lunile octombrie-noiembrie a decelerat față de trimestrul precedent. Oricum, situarea acestora în continuare sub nivelul celor înregistrate în aceeași perioadă a anului 2009 sugerează că manifestarea unor presiuni inflaționiste din partea costurilor salariale este puțin probabilă pe termen scurt.

În trimestrul III 2010 a fost consemnată o accentuare a declinului PIB real, după patru trimestre de continuă încetinire, dinamica anuală plasându-se la nivelul de -2,5 la sută, față de -0,5 la sută în trimestrul anterior. Adâncirea contracției în termeni anuali a PIB a fost rezultatul unei variații negative în termeni trimestriali (-0,7 la sută), amplificate de un efect de bază. Ritmurile anuale de reducere a consumului final și a formării brute de capital fix s-au accelerat semnificativ, mai ales în cazul celei din urmă componente. Conform datelor publicate de INS, declinul absorbției interne a fost atenuat substanțial de contribuția pozitivă a variației stocurilor. Creșterile anuale ale exporturilor și importurilor au încetinit în trimestrul III, avansul exporturilor fiind însă persistent și mai rapid decât cel al importurilor (14,6 la sută, față de 11,9 la sută). Ca urmare, contribuția exportului net la dinamica anuală a PIB a redevenit ușor pozitivă.

¹ 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.

Contrația cererii agregate în trimestrul III reflectă comprimarea în această perioadă a resurselor de finanțare a cheltuielilor de consum și investiții ale gospodăriilor și companiilor. Pentru trimestrul IV, însă, evoluția unor indicatori sectoriali ai activității economice sugerează posibilitatea unei redresări incipiente a formării brute de capital fix. În același timp, este de așteptat ca depășirea impactului maxim produs de majorarea cotei TVA și de măsurile de consolidare fiscală să conducă, după trimestrul IV 2010, la revigorarea treptată, cu un decalaj, a consumului privat.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În data de 2 noiembrie 2010, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an. La fundamentarea acestei decizii au contribuit: evoluția ascendentă a inflației începând cu luna iulie 2010, ca urmare a efectelor creșterii cotei TVA; propagarea asupra prețurilor produselor agroalimentare a influențelor adverse resimțite pe piețele specifice intern e și internaționale; înclinarea balanței riscurilor către valori prognozate mai ridicate ale inflației; persistența incertitudinilor privind efectele măsurilor de consolidare fiscală, în contextul unui climat politic și social tensionat. Riscurile generate de propagarea influenței acestor factori asupra inflației viitoare prin intermediul anticipațiilor inflaționiste și necesitatea evitării efectelor de runda a doua ale majorării cotei TVA au impus menținerea conduitei prudente a politicii monetare în vederea consolidării perspectivelor de reluare a procesului dezinflaționist.

În restul trimestrului IV 2010 (lunile noiembrie și decembrie), determinanții menționați anterior ai ratei anuale a inflației IPC au continuat să se manifeste. În plus, în același interval, dinamica ratei anuale a inflației a fost afectată nefavorabil și de accelerarea ritmurilor de creștere a prețurilor combustibililor, pe fondul majorării cotațiilor internaționale ale petrolului.

Revenirea ratei trimestriale de creștere a PIB real în trimestrul III în teritoriu negativ, după valoarea pozitivă înregistrată în trimestrul II 2010, a continuat să facă dificilă decelarea unei tendințe clare privind creșterea economică la orizonturi apropiate. Astfel, evoluțiile macroeconomice ulterioare deciziei de politică monetară din noiembrie relevau riscuri relativ echilibrate asociate perspectivelor creșterii economice, în timp ce balanța riscurilor privind dinamica viitoare a inflației apărea a rămâne înclinată în sensul abaterilor în sus de la traiectoria prognozată.

În acest context, în ședința din 5 ianuarie 2011, Consiliul de administrație al BNR a reiterat necesitatea menținerii unei conduite prudente a politicii monetare, în vederea ancorării ferme a anticipațiilor inflaționiste și a conservării perspectivelor de revenire a ratei anuale a inflației în apropierea țintelor stabilite pe termen mediu. 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 anuale a inflației la niveluri situate peste limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale până în a doua parte a anului curent. Epuizarea efectului creșterii cotei TVA până la mijlocul intervalului de prognoză și menținerea PIB sub nivelul său potențial până la orizontul proiecției vor permite reducerea ratei inflației până la începutul anului 2012 și stabilizarea sa ulterioară la valori apropiate de cea a țintei

centrale. După atingerea unui maxim prognozat în trimestrul IV 2010, deficitul de cerere se va diminua pe măsura redresării treptate a economiei, anticipată a conduce la creștere economică pozitivă în 2011 și la accelerarea acesteia în 2012. Evoluția ascendentă a activității economice va implica o majorare moderată a deficitului de cont curent al balanței de plăți până la sfârșitul perioadei de referință, anticipată a nu genera presiuni inflaționiste semnificative din partea cursului de schimb al monedei naționale.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2011 la nivelul de 3,6 la sută, cu 0,2 puncte procentuale peste cel prezentat în Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2010. Revenirea ratei inflației în intervalul de variație din jurul țintei centrale de 3 la sută este prevăzută a se produce în a doua parte a anului 2011, când se anticipează că efectul de runda întâi al majorării cotei TVA se va fi epuizat în totalitate. Proiecția indică un nivel al ratei inflației de 3,2 la sută pentru sfârșitul anului 2012.

Dinamica proiectată a ratelor anuale ale inflației IPC și CORE2 se înscrie și în runda curentă pe un trend dezinflaționist pronunțat până la începutul anului 2012. Pentru restul intervalului de referință se prevede o stabilizare a ratelor inflației în apropierea nivelului de 3 la sută al țintei centrale în cazul indicelui agregat și, respectiv, a nivelului de 2,2 la sută în cazul indicelui CORE2. În aceste condiții, dinamica anuală a indicilor IPC și CORE2 evoluează pe traiectorii similare celor prognozate în Raportul din luna noiembrie 2010, cu niveluri ușor mai scăzute până în trimestrul III 2011 și moderat mai ridicate ulterior.

Anticiparea pentru sfârșitul anului 2011 a unei rate anuale a inflației IPC cu 0,2 puncte procentuale mai ridicată decât în proiecția precedentă se datorează în principal unui efect de bază generat la nivelul componentei CORE2². Proiecția actualizată a ratei inflației CORE2 include influența revizuirii în jos a anticipațiilor privind inflația până în trimestrul III 2011 și în sens opus pentru restul perioadei. Efecte de atenuare a ritmului dezinflației provin din partea actualizării proiecției dinamicii prețurilor importurilor până în trimestrul I 2012 și a deficitului de cerere pe întregul interval de opt trimestre. Deși în runda actuală de proiecție abaterea PIB proiectat de la nivelul său potențial a fost revizuită la valori mai puțin negative, aceasta rămâne pe întreaga perioadă de prognoză principala sursă de presiuni dezinflaționiste.

Banca centrală își menține drept obiectiv prioritar consolidarea perspectivelor de convergență a ratei anuale a inflației IPC către țintele stabilite pe termen mediu. Rata dobânzii de politică monetară va fi poziționată pe o traiectorie care să asigure ajustarea ansamblului condițiilor monetare reale în scopul prevenirii manifestării efectelor de runda a doua ale majorării cotei TVA și ale celorlalte șocuri de natura ofertei relevante pentru perioada de referință a proiecției, creând, în același timp, premisele redresării treptate a procesului de creditare a economiei reale și ale reluării creșterii economice sustenabile. O condiție esențială pentru atingerea acestor ținte o reprezintă coordonarea tuturor componentelor *mix*-ului de politici macroeconomice în vederea continuării implementării programului economic de consolidare fiscală și reforme structurale cu consecvența necesară realizării obiectivelor stabilite în acordurile încheiate sau care se prefigurează a fi încheiate cu UE, FMI și alte IFI.

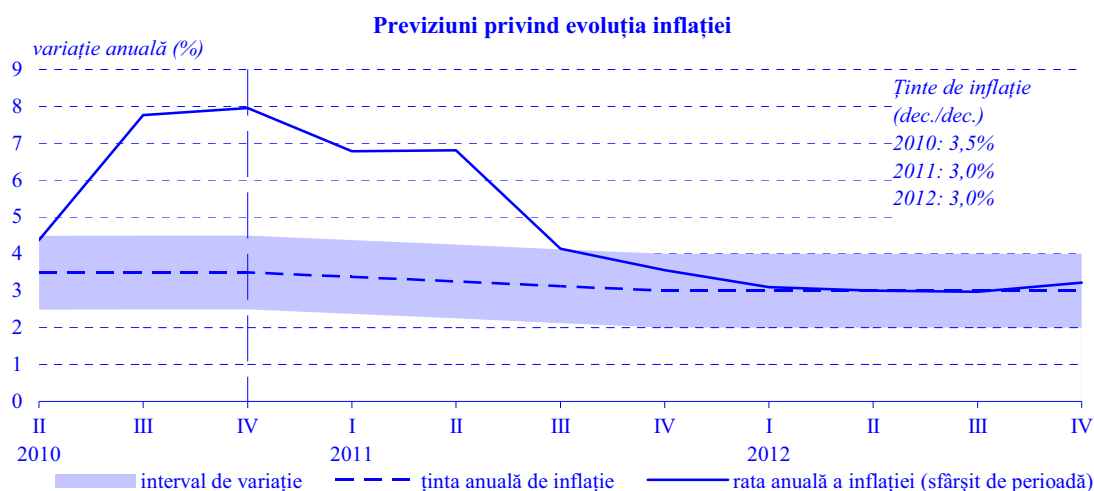
² În trimestrul IV 2010, rata trimestrială a inflației CORE2 ajustat s-a situat semnificativ sub cea anticipată în proiecția anterioară, iar în trimestrul I 2011, noile proiecții pe termen scurt au fost, la rândul lor, revizuite la valori inferioare celor proiectate anterior.

Incertitudinea asociată proiecției curente este încă ridicată, dar, comparativ cu cea anterioară, unele indicii de atenuare par a fi detectabile. Cu toate acestea, balanța generală a riscurilor de abatere a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază continuă să fie înclinată în sensul unor evoluții mai puțin favorabile.

Măsurile de consolidare fiscală aplicate de guvern începând cu a doua jumătate a anului 2010 au favorizat încadrarea în țintele majore agreeate prin acordul curent de finanțare încheiat cu UE, FMI și alte IFI. Pentru perioada de referință a proiecției însă, riscurile asociate abaterilor de la obiectivele pe termen mediu privind continuarea consolidării fiscale, politica veniturilor și reformele structurale continuă să fie relevante. Astfel de abateri pot fi generate atât de acutizarea presiunilor provenite din mediul politic și cel social, cât și de o evoluție a activității economice mai puțin favorabilă decât cea prevăzută în scenariul de bază al proiecției. Pe termen scurt, materializarea acestor riscuri ar avea influențe divergente și, astfel, incerte ca efect net asupra abaterii inflației de la traiectoria proiectată. Pe termen mediu și lung, însă, ar avea efecte inflaționiste substanțiale, generate de resurgența dezechilibrelor intern și extern, precum și de antrenarea unor presiuni accentuate de depreciere a monedei naționale.

Un risc cu relevanță ridicată este asociat și în actuala proiecție unor posibile creșteri ale prețurilor administrate, mai ample decât cele prevăzute în scenariul de bază al proiecției. Materializarea acestui risc poate fi declanșată de înăsprirea constrângerilor fiscale cu care s-ar putea confrunța administrațiile publice locale, având ca posibil efect reducerea subvențiilor acordate de către acestea regiilor autonome furnizoare ale bunurilor ori prestatoare ale serviciilor respective.

În privința riscurilor având drept sursă mediul extern, continuarea evoluției ascendente a prețurilor materiilor prime, combustibililor sau a celor ale produselor agroalimentare prezintă probabilitatea cea mai ridicată de manifestare în următoarele opt trimestre. Astfel, accentuarea tensiunilor pe piețele internaționale ale acestor produse 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. Inversarea 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 mai ample decât cele proiectate.



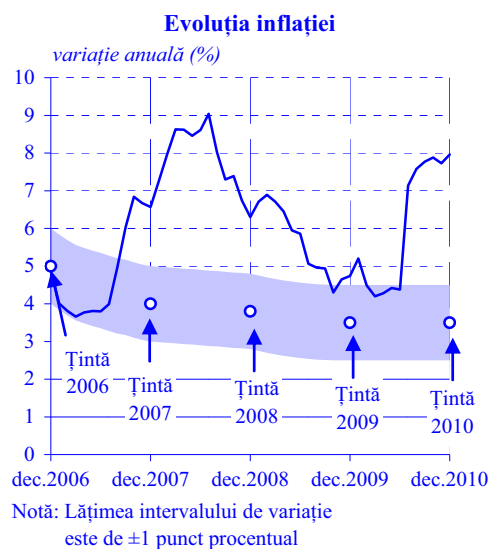
Notă: Lățimea intervalului de variație este de ± 1 punct procentual

Sursa: INS, calcule BNR

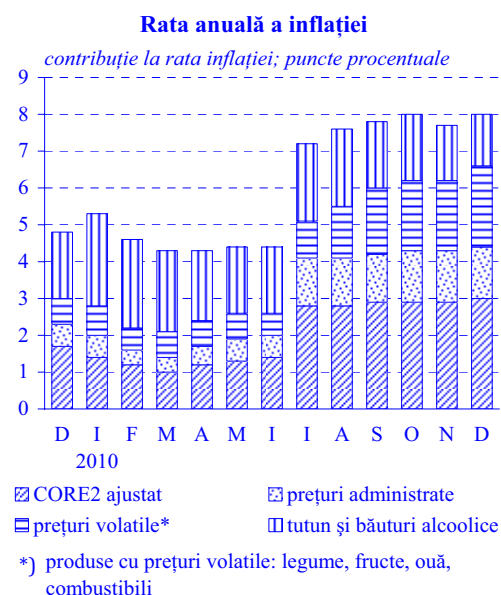
Decizia de politică monetară

Având în vedere necesitatea ancorării ferme a anticipațiilor inflaționiste în condițiile persistenței riscului producerii unor șocuri inflaționiste suplimentare ale ofertei, generatoare de potențiale efecte de runda a doua, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 3 februarie 2011 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută. 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 reconsolidarea în ritmul prognozat a dezinflației, simultan cu 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 aranjamentelor – în vigoare și al celui viitor – încheiate cu Uniunea Europeană, Fondul Monetar Internațional și alte instituții financiare internaționale.

II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

La sfârșitul trimestrului IV 2010, rata anuală a inflației IPC s-a situat la 7,96 la sută, consemnând pe tot parcursul intervalului analizat un ecart pozitiv de peste 3 puncte procentuale față de limita superioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual corespunzător țintei de 3,5 la sută. Prin impactul statistic asupra ratei anuale a inflației, majorarea din luna iulie a cotei standard a taxei pe valoarea adăugată a reprezentat în continuare principalul factor determinant al deviației față de țintă, chiar dacă efectele de runda întâi reflectate în ratele lunare au fost puțin vizibile la nivelul trimestrului IV. În plus, atât prețurile volatile alimentare, cât și cele ale alimentelor de bază incluse în măsura CORE2 ajustat au înregistrat intensificări de ritm, sub influența simultană a tendinței ascendente a cotațiilor externe ale materiilor prime și a persistenței ofertei interne deficitare pe anumite segmente, la care s-a adăugat un efect de bază nefavorabil. Tensionarea (parțial conjuncturală) a pieței internaționale a petrolului a generat, de asemenea, presiuni inflaționiste, prin propagarea rapidă a acestuia în prețurile de consum ale combustibililor. În pofida unei creșteri consemnate pe parcursul perioadei de referință, rata anuală a inflației CORE2 ajustat³ indică menținerea la niveluri compatibile cu procesul dezinflaționist țintit pe termen mediu, având în vedere caracterul temporar al impactului asociat majorării taxei pe valoarea adăugată.

Dinamica prețurilor volatile a avut o contribuție semnificativă la avansul ratei anuale a inflației cu 0,19 puncte procentuale în decembrie 2010 comparativ cu finele trimestrului anterior. Pe de o parte, ritmul anual de creștere a prețurilor volatile alimentare s-a accelerat (cu 4,4 puncte procentuale, până la 16,2 la sută), în condițiile în care oferta internă insuficientă de legume și fructe, ca urmare a inundațiilor din vară, a amplificat dependența de importuri într-o perioadă în care prețurile externe au avut, de asemenea, o tendință ascendentă. Pe de altă parte, majorările succesive ale prețurilor carburanților, în corelație cu evoluția cotațiilor țițeiului pe plan mondial⁴ și cu traiectoria cursului de schimb RON/USD⁵, au determinat atingerea unei creșteri anuale a prețurilor combustibililor de 15,4 la sută la sfârșitul intervalului analizat (față de 13,2 la sută în luna septembrie).

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

⁴ Prețul țițeiului Brent a crescut progresiv, de la o medie de 77,8 dolari SUA pe baril în luna septembrie la 91,4 dolari SUA pe baril în decembrie, pe fondul redresării economiei mondiale, dar și al temperaturilor scăzute înregistrate în Europa și SUA.

⁵ În luna noiembrie, moneda națională și-a inversat tendința de apreciere față de dolarul SUA, vizibilă în perioada iulie-octombrie 2010.

Prețurile administrate s-au majorat cu 8,7 la sută în anul 2010, trimestrul IV adăugând încă 0,8 puncte procentuale la rata anuală de creștere a acestora. Accelerarea de ritm a fost cauzată de corecții ale tarifelor energiei termice și serviciilor comunale, dar și de efectul statistic al scumpirii transportului de călători cu metroul și pe calea ferată la jumătatea lunii septembrie (surprinsă parțial de indicii lunari aferenți lunii octombrie). Odată cu începerea furnizării de energie termică, tariful acesteia a crescut cu 8,8 la sută, din care aproape jumătate a reprezentat impactul modificării TVA.

Pentru al treilea an consecutiv, produsele din tutun au reprezentat grupa cu cea mai alertă creștere anuală a prețurilor (26,4 la sută la finele anului 2010), fiind responsabile pentru circa o cincime din rata inflației IPC (decembrie/decembrie). În condițiile în care prețurile acestor produse au înregistrat variații minore în intervalul analizat, scăderea dinamicii anuale cu 13,2 puncte procentuale față de septembrie 2010 se explică exclusiv printr-un efect de bază favorabil. Prin urmare, relevantă pentru analiza inflației de bază rămâne măsura ajustată a CORE2, care elimină variația prețurilor produselor accizabile.

Prin intensificarea de ritm consemnată pe parcursul trimestrului IV 2010, prețurile mărfurilor alimentare incluse în măsura CORE2 ajustat au determinat creșterea inflației de bază și au contribuit, alături de prețurile volatile și de cele administrate, la amânarea cu un trimestru⁶ a reluării traiectoriei descendente a ratei anuale a IPC. În mare măsură, evoluția acestei componente a fost imprimată de persistența tensiunilor pe piețele internaționale ale materiilor prime agricole, îndeosebi în cazul zahărului, uleiului și cerealelor⁷, ca urmare a deficitului de ofertă la nivel mondial și a percepției favorabile asupra cererii viitoare din partea țărilor emergente. Deși producția internă de cereale și de floarea soarelui a fost superioară celei corespunzătoare anului precedent cu procente cuprinse între 10 la sută și 33 la sută⁸, reorientarea producătorilor de cereale către export și calitatea precară a unei părți a recoltei de plante oleaginoase (din cauza condițiilor meteorologice nefavorabile) au condus la majorări importante ale prețurilor interne de producție. Trebuie însă menționat faptul că transmiterea acestora în prețurile de consum a fost relativ moderată, pe fondul reducerii puterii de cumpărare a populației și, implicit, al unor marje limitate de manevră ale producătorilor⁹ și distribuitorilor de bunuri de consum. Totuși, impactul asupra ratelor anuale de creștere a fost amplificat

Prețurile de consum pe categorii de produse

variație anuală (%); sfârșitul perioadei

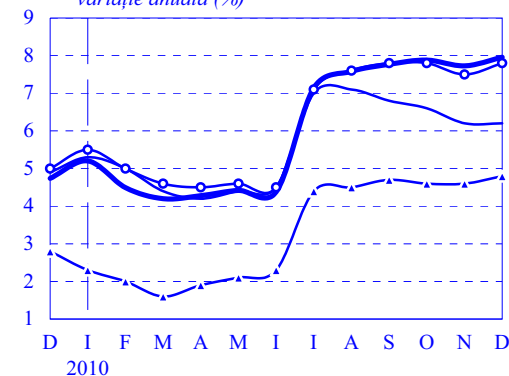
	2009	2010			
	IV	I	II	III	IV
Produse de morărit și panificație	0,9	0,5	0,3	3,7	5,3
Legume și fructe	-2,4	-4,1	-2,5	13,5	18,3
Carne și pește	2,8	1,7	1,2	2,9	2,9
Lapte și produse lactate	1,1	0,0	0,5	2,7	3,3
Băuturi alcoolice și tutun	29,3	36,7	29,7	31,0	21,3
Îmbrăcăminte și încălțăminte	1,9	1,7	1,5	2,1	2,1
Produse de uz casnic și menaj, mobilă	2,0	1,7	1,3	2,2	2,1
Combustibili	13,2	12,9	11,7	13,2	15,4
Întreținerea locuințelor*	1,2	1,8	2,6	7,7	8,8
Igienă, sănătate	5,6	2,6	4,3	5,7	5,7
Transport	4,2	3,2	3,1	5,2	6,2
Poștă și telecomunicații	6,9	-3,0	0,8	4,3	5,1
Recreere și cultură	4,8	3,6	4,7	5,5	4,7
Bunuri și servicii diverse	0,6	1,0	2,0	5,4	7,2

*) chirie, apă, canal, salubritate, energie electrică, energie termică, gaze naturale

Sursa: INS, calcule BNR

Inflația totală și inflația de bază (CORE)

variație anuală (%)



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

**) se elimină grupele: tutun și băuturi alcoolice

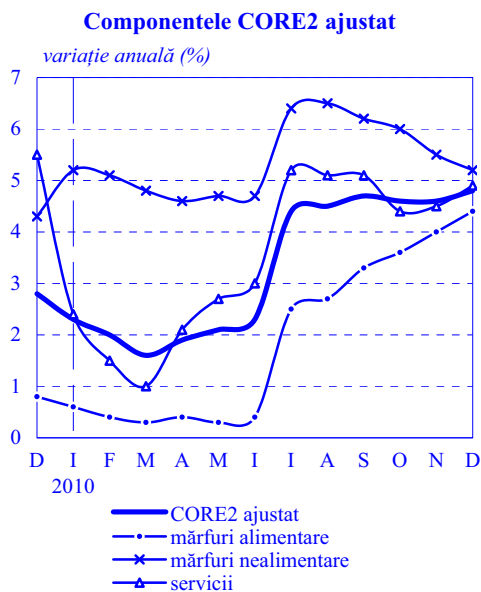
Sursa: INS, calcule BNR

⁶ Conform proiecției prezentate în Capitolul V.

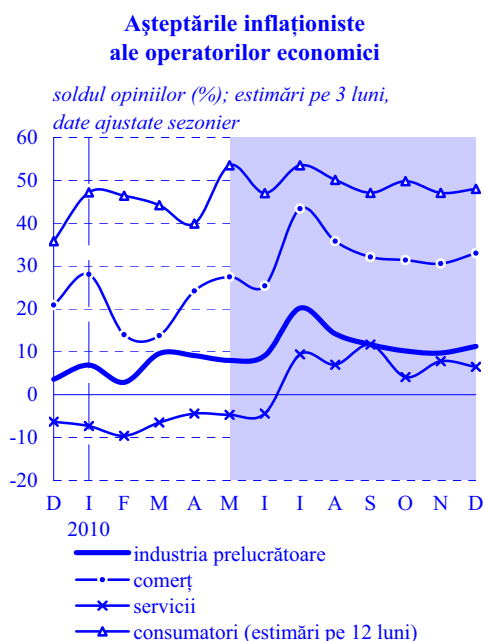
⁷ A se vedea indicii prețurilor materiilor prime agricole publicați de Organizația Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură (FAO) și de FMI.

⁸ Date operative ale Ministerului Agriculturii și Dezvoltării Rurale.

⁹ În luna octombrie 2010, volumul producției industriei alimentare a scăzut cu 7,8 la sută față de aceeași perioadă a anului anterior.



Sursa: INS, calcule BNR



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

Sursa: CE-DG ECFIN

de un efect de bază nefavorabil (prețurile de consum ale produselor de morărit, uleiului și zahărului au scăzut în trimestrul IV 2009).

Dinamica anuală a prețurilor mărfurilor nealimentare din structura CORE2 ajustat și-a reluat traiectoria ușor descendentă, în contextul unor influențe divergente ale factorilor determinanți. Astfel, restrângerea cererii de consum a continuat să reprezinte principalul suport pentru această tendință, volumul vânzărilor cu amănuntul de produse nealimentare comprimându-se cu încă 6,1 la sută în intervalul octombrie-noiembrie față de media trimestrului anterior¹⁰. Pe partea ofertei, evoluțiile au fost mixte: costurile unitare cu forța de muncă s-au menținut la valori inferioare celor din perioada corespunzătoare a anului 2009, însă majorarea prețurilor materiilor prime (bumbac, lână, lemn, metale, cauciuc) pe piața internațională a avut un impact nefavorabil asupra prețurilor de producție externe și interne ale unor mărfuri din cadrul acestei grupe. O altă cauză a ritmului lent de dezinflație – însă greu decelabilă în contextul acțiunii unei multitudini de factori – ar putea consta în continuarea manifestării efectelor generate de modificarea cotei TVA.

O situație similară s-a observat la nivelul grupei serviciilor libere – ușoara dezinflație înregistrată a fost rezultatul acțiunii unor factori cu efecte contrare. În sensul frânării acestei tendințe a acționat deprecierea mică a monedei naționale față de euro (atât în termeni trimestriali, cât și anuali), căreia i s-a contrapus relativa stagnare a cererii de consum¹¹. O evoluție descendentă pronunțată s-a remarcat în cazul ritmului anual de creștere a tarifelor serviciilor de asigurări, în contextul în care firmele din domeniu, în încercarea de a câștiga cotă de piață, au operat reduceri de preț consistente pentru polițele de răspundere civilă auto.

Anticipațiile inflaționiste formulate de operatorii din industria prelucrătoare, comerț și servicii și de consumatori¹² au preluat în mod inerțial șocul majorării cotei TVA, manifestând o anumită rigiditate la ajustare descendentă – în luna decembrie, acestea s-au menținut la un nivel similar celui înregistrat la sfârșitul trimestrului III și superior nivelurilor anterioare lunii iulie. Posibile cauze suplimentare ale acestei persistențe constau în incertitudinea asociată atât climatului macroeconomic general, cât și tensiunilor în acumulare pe piețele internaționale ale materiilor prime.

¹⁰ Date ajustate sezonier.

¹¹ Volumul încasărilor din serviciile de piață prestate populației (indicator care însă nu acoperă toate serviciile libere incluse în măsura CORE2 ajustat) s-a majorat cu doar 0,8 la sută în intervalul octombrie-noiembrie 2010 față de trimestrul anterior (serii ajustate sezonier), recuperând astfel scăderea consemnată în trimestrul III.

¹² Conform sondajului realizat de INS/CE-DG ECFIN.

Similar trimestrelor precedente, influența presiunilor concurențiale asupra evoluției prețurilor pe segmentul bunurilor comercializabile/necomercializabile a rămas dificil de decelat, în condițiile măsurilor fiscale implementate pe parcursul anului și ale unor șocuri de ofertă care au afectat îndeosebi primul segment. Astfel, dinamica anuală a prețurilor bunurilor comercializabile a continuat să se situeze peste cea a prețurilor bunurilor necomercializabile (cu circa 0,7 puncte procentuale la sfârșitul lunii decembrie); decalajul este explicat pe de o parte de: (i) majorarea accizei la produsele din tutun în luna ianuarie 2010 și, apoi, în luna iulie, odată cu modificarea TVA¹³ și (ii) intensificarea presiunilor pe piețele materiilor prime energetice și non-energetice, iar pe de altă parte, de: (i) creșterea modestă a tarifelor serviciilor educaționale (comparativ cu cea înregistrată în trimestrul IV 2009) și (ii) reducerea pronunțată a prețurilor polițelor de asigurare.

Rata medie anuală a IAPC și-a menținut tendința ascendentă, majorându-se cu 0,9 puncte procentuale în intervalul analizat, până la 6,1 la sută. Principalele cauze ale acestei evoluții (creșterea prețurilor mărfurilor alimentare și ale produselor energetice, efecte de bază nefavorabile) s-au manifestat – însă cu o intensitate mai scăzută – și în majoritatea statelor membre ale Uniunii Europene, determinând accelerarea cu 0,35 puncte procentuale a ratei medii anuale a IAPC din UE. În consecință, decalajul inflației medii din România față de aceasta s-a lărgit de la 3,5 puncte procentuale în luna septembrie la 4 puncte procentuale la finele trimestrului IV.

În luna decembrie 2010, rata anuală efectivă a inflației s-a plasat cu 0,21 puncte procentuale sub proiecția prezentată în *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie. Diferența s-a datorat, în principal, luării în calculul proiecției a unor corecții mai ample ale tarifelor energiei termice și ale serviciilor comunale, în contextul constrângerilor bugetare la nivelul autorităților locale. În plus, majorările semnificative consemnate de prețurile materiilor prime pe piețele internaționale s-au transferat în prețurile de consum ale unor mărfuri alimentare într-o măsură mai mică decât cea anticipată.

¹³ Ca urmare a aplicării accizei la prețul maxim de vânzare cu amănuntul, care include și TVA.

III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

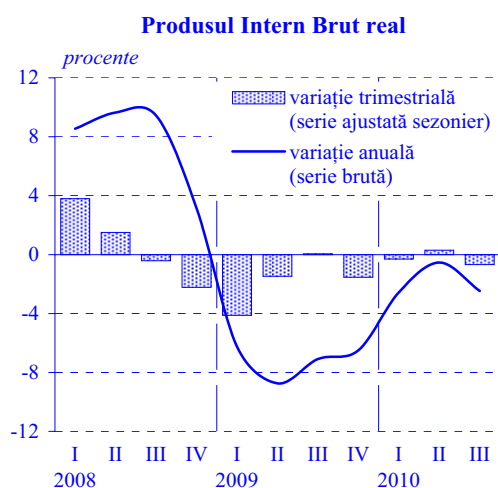
După patru trimestre de atenuări succesive ale ratei anuale de scădere, în trimestrul III 2010 PIB real a consemnat o accentuare pronunțată a dinamicii negative (-2,5 la sută, față de -0,5 la sută în perioada anterioară¹⁴).

Ecartul dintre rezultatele efective și proiecția benchmark realizată în luna septembrie 2010 a fost nesemnificativ (0,2 puncte procentuale).

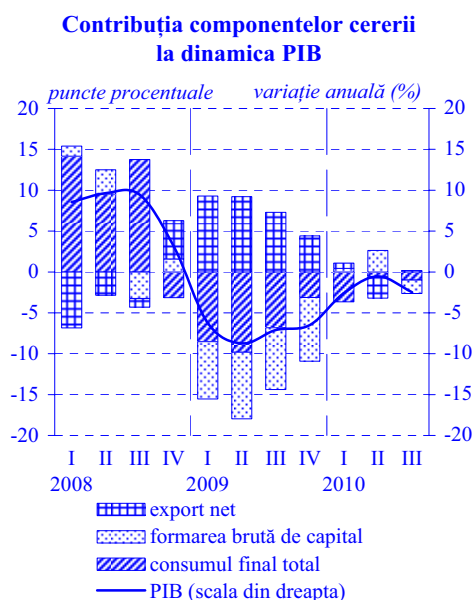
Accentuarea trendului descendent al PIB s-a datorat absorbției interne, a cărei contracție (cu 2,5 la sută) a fost doar în mică măsură contrabalansată de contribuția marginal pozitivă a cererii externe nete. În ceea ce privește oferta, performanța mai slabă a activității economice în trimestrul III a fost imprimată de restrângerile de activitate consemnate în sectoarele servicii, construcții și agricultură, singura influență pozitivă revenind industriei (creșterea înregistrată a fost însă de mai mică amplitudine decât în trimestrul precedent).

O evoluție nesatisfăcătoare s-a consemnat și în termeni trimestriali¹⁵ (-0,7 la sută), astfel încât pe parcursul ultimului an numai intervalul aprilie-iunie 2010 a fost marcat de un ritm pozitiv de creștere economică. Revenirea PIB pe trend descrescător în trimestrul III este consecința înrăutățirii rezultatelor atât pe segmentul intern al cererii, cât și pe cel extern:

- (i) dinamica trimestrială aferentă consumului final a marcat o inversare de semn, ca urmare a contracției cu 1 la sută a componentei private, iar formarea brută de capital fix și-a accelerat ritmul de scădere (până la -5,4 la sută);
- (ii) ecartul negativ dintre viteza de creștere a exporturilor și cea a importurilor de bunuri și servicii s-a adâncit datorită avansului mai lent al vânzărilor pe piețele externe (+1,3 la sută, față de +2 la sută în trimestrul II), ceea ce a condus la o nouă deteriorare a aportului cererii externe nete la variația PIB (-3,3 puncte procentuale).



Sursa: INS



Sursa: INS, calcule BNR

¹⁴ În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum, determinate pe baza seriei brute de conturi naționale.

¹⁵ 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.

Similar primelor două trimestre ale anului 2010, traiectoria descendentă a segmentelor menționate anterior a fost contrabalansată, în bună măsură, de contribuția cumulată a pozițiilor „variația stocurilor” și „discrepanța statistică” – componentă cu conținut economic scăzut și respectiv element rezidual, conform metodologiei conturilor naționale. Pe partea ofertei, influențe negative asupra evoluției trimestriale a PIB au fost exercitate de valoarea adăugată brută din construcții și agricultură – reluare a declinului (-3,6 la sută, după stagnarea din intervalul anterior), respectiv inversare de tendință (-0,8 la sută). Contribuții favorabile au revenit industriei (deși panta ascendentă a valorii adăugate brute s-a atenuat comparativ cu trimestrul precedent, posibil în corelație cu evoluția exporturilor), dar și serviciilor, pe fondul avansului de 0,4 la sută, atribuit, în esență, subsectorului financiar.

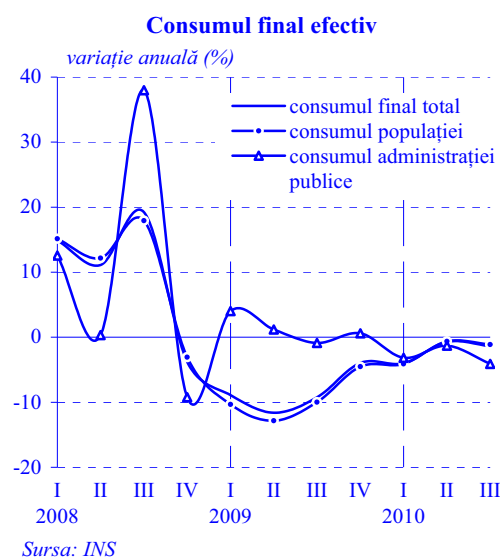
1.1. Cererea

În trimestrul III 2010, cele două segmente principale ale cererii interne au consemnat deteriorări de ritm, dinamica anuală coborând până la -1,4 la sută în cazul consumului final și la -13,7 la sută în cel al formării brute de capital fix. În aceste condiții, aportul negativ al cererii de consum și investiții la creșterea PIB s-a dublat comparativ cu intervalul precedent, ajungând la -5,3 puncte procentuale. Traiectoria absorbției interne a fost însă din nou puternic afectată de „variația stocurilor”, componentă care a continuat să se majoreze (în parte, ca urmare a refacerii stocurilor de cereale), menținându-și astfel contribuția pozitivă la dinamica anuală a PIB (2,7 puncte procentuale). Cu toate acestea, trebuie menționat faptul că variația stocurilor reprezintă un element de echilibrare între cele două abordări ale PIB (pe categorii de resurse și pe categorii de utilizări), această poziție încorporând și discrepanța statistică, potrivit metodologiei INS de construire a seriei de date exprimate în prețurile perioadei corespunzătoare din anul precedent, serie care este folosită în determinarea variațiilor anuale de volum.

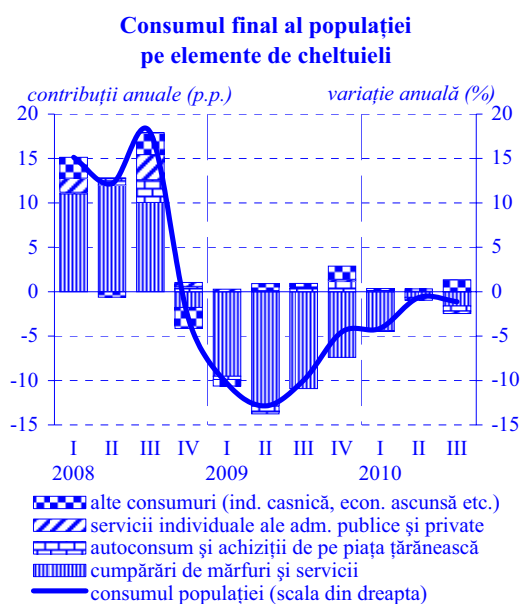
În ceea ce privește componenta externă a cererii, frânarea mai severă a ritmului anual de creștere înregistrat de importurile de bunuri și servicii comparativ cu cel al exporturilor a generat revenirea contribuției nete la dinamica PIB în plaja valorilor ușor pozitive (0,2 puncte procentuale).

1.1.1. Cererea de consum

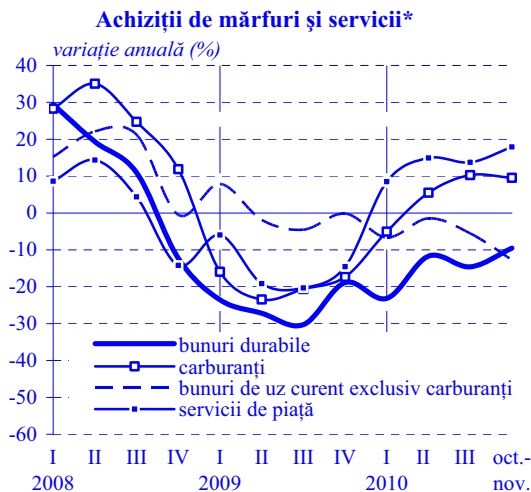
Măsurile de austeritate adoptate de autorități s-au reflectat în ajustări substanțiale ale resurselor financiare alocate consumului final, trimestrul III marcând o accelerare a ratei anuale de scădere a cererii finale atât pe segmentul privat, cât și pe cel guvernamental.



Cererea de consum a populației



Sursa: INS, calcule BNR



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

Sursa: INS, calcule BNR

Consumul final al populației s-a redus cu 1,1 la sută în termeni anuali (față de -0,6 la sută în trimestrul II), în condițiile în care dinamica trimestrială aferentă volumului achizițiilor de mărfuri și servicii și-a modificat semnul (contractie de peste 4 la sută, comparativ cu majorarea de aproximativ 3 la sută în intervalul anterior¹⁶) – trebuie precizat faptul că rezultatele aferente trimestrelor II și III încorporează și schimbarea temporară înregistrată de comportamentul de consum al populației ca urmare a creșterii cotei standard a TVA la 1 iulie 2010. Inversarea traiectoriei descrise de achizițiile de bunuri și servicii s-a datorat, în principal, grupele „produse de folosință îndelungată” care, după revigorarea din perioada aprilie-iunie (peste 6 la sută, variație trimestrială), și-a reluat trendul descendent.

Dinamica cererii de consum a populației reflectă, totodată, influența nefavorabilă exercitată de „autoconsum și achiziții de pe piața țărănească” și de „cheltuielile pentru consum individual efectuate de administrația publică și privată”, evoluția acestor componente fiind corelată cu ritmul negativ al producției agricole și, respectiv, cu reducerile de personal operate într-o serie de domenii publice (învățământ, sănătate, cultură, asistență socială etc.).

În ceea ce privește influența cererii asupra ratei inflației, evoluțiile curente ale volumului cifrei de afaceri din comerț în cazul produselor cu reprezentativitate ridicată în coșul de consum sugerează o relativă diminuare a presiunii din partea cererii în trimestrul III. Indicii în acest sens sunt relevate de stoparea creșterii achizițiilor pe segmentul bunurilor de uz curent (după saltul de circa 3 la sută din trimestrul II față de trimestrul anterior, asociat majorării cotei TVA la 1 iulie 2010), dar mai ales de revenirea pe trend descrescător a comerțului cu bunuri de uz curent cu excepția carburanților (circa -2 la sută, variație trimestrială).

Accentuarea pantei descendente a consumului privat este asociată, în principal, declinului real mai abrupt înregistrat de venitul disponibil al populației¹⁷ (-8 la sută în trimestrul III, față de -4,6 la sută în intervalul precedent, variații anuale) – contribuția esențială în această privință a venitului ajustării veniturilor nete din salarii (consecință a reducerii numărului de salariați din economie, dar și a diminuării salariului mediu net), însă un efect negativ a fost

¹⁶ Calcule pe baza cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul și servicii de piață prestate populației – date ajustate sezonier și cu numărul de zile lucrătoare.

¹⁷ 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.

imprimat și de restrângerea în continuare a transferurilor din străinătate.

În privința economisirii, trimestrul III a relevat încetinirea substanțială a ritmului anual de scădere a depozitelor noi la termen în comparație cu declinul din trimestrul II, o posibilă explicație fiind revigorarea plasamentelor efectuate de populație în perioada curentă, pe fondul creșterii ratelor dobânzii practicate de băncile comerciale pe ambele componente (lei și valută).

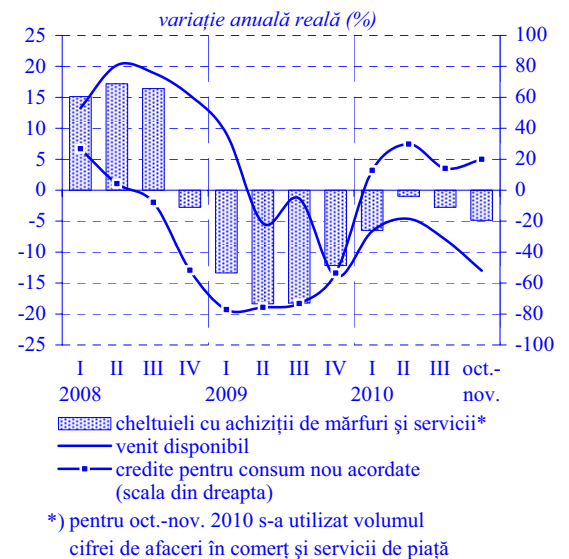
Similar trimestrului precedent, influența resurselor împrumutate asupra volumului achizițiilor de bunuri de consum (inclusiv autoturisme¹⁸) este dificil de estimat, în condițiile în care avansul înregistrat și în intervalul iulie-septembrie de volumul creditelor de consum nou acordate, atât în lei, cât și în euro, s-a datorat în esență amplificării operațiunilor de refinanțare a împrumuturilor anterioare, indusă de oferta agresivă lansată de băncile comerciale începând cu vara anului 2010, odată cu intrarea în vigoare a Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 50/2010 privind contractele de credit pentru consumatori. Întrucât sumele solicitate sunt destinate în cea mai mare parte acoperirii datoriilor mai vechi, efectul asupra cheltuielilor de consum este considerat minor. În privința achizițiilor auto în sistem *leasing*, menținerea tendinței descendente a acestui segment în primele nouă luni ale anului 2010 sugerează o diminuare a interesului populației pentru acest tip de finanțare.

Din perspectiva piețelor de proveniență a bunurilor de consum, intensificarea ritmului anual de scădere a cererii populației în trimestrul III a fost atribuită în principal segmentului autohton, concluzia fiind sugerată de evoluția volumului cifrei de afaceri pentru producția industrială destinată pieței interne – pe de o parte, accentuare a declinului achizițiilor de bunuri de uz curent și a celor de bunuri de folosință îndelungată (până la -10,4 la sută, respectiv -8,6 la sută), iar pe de altă parte, cvasistagnare a vânzărilor auto, după ce în trimestrul precedent se înregistrase un avans de peste 14 la sută în termeni anuali. În schimb, importurile au continuat să crească¹⁹ în cazul tuturor categoriilor de bunuri de consum – volumul achizițiilor de bunuri de uz curent a avansat într-un ritm similar celui din intervalul anterior (circa 7 la sută), în timp ce la principalele grupe de produse durabile și la autovehicule s-au consemnat încetiniri ale ratei anuale de creștere.

¹⁸ Potrivit metodologiei conturilor naționale, achizițiile auto efectuate de populație sunt incluse în consumul final efectiv.

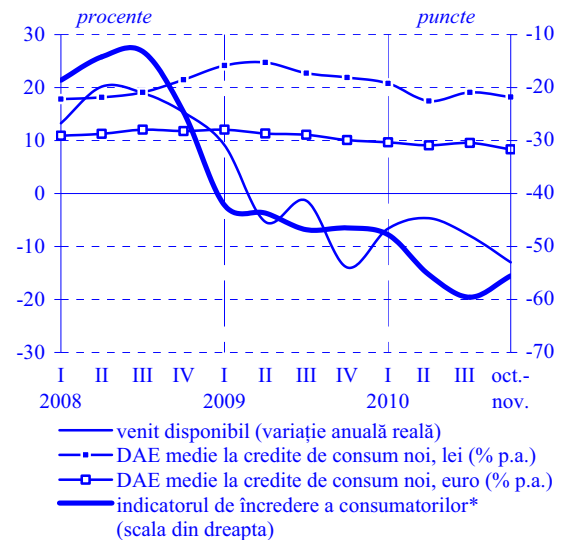
¹⁹ Modificările volumului fizic al exporturilor și importurilor de bunuri au fost calculate pe baza datelor din balanța de plăți, deflate cu indicii valorii unitare în comerțul internațional. Pentru analiza în structură s-a utilizat Nomenclatorul Combinat.

Consumul populației și principalele surse de finanțare



Sursa: INS, MFP, calcule BNR

Principali factori de influență a cererii de consum



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

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

În ceea ce privește evoluția din ultimul trimestru al anului 2010, datele statistice disponibile pentru perioada octombrie-noiembrie indică menținerea pe trend descendent a cererii de consum a populației – venitul disponibil a consemnat o nouă contracție în termeni anuali, ceea ce s-a reflectat în restrângerea în continuare a volumului cifrei de afaceri din comerț și prestări servicii. Panta acestei traiectorii este însă posibil să se aplatizeze, având în vedere, pe de o parte, posibila majorare a componentei „autoconsum și achiziții de pe piața țărăneasă” (pe fondul redresării producției agricole), iar pe de altă parte, atenuarea vizibilă a valorilor negative înregistrate în intervalul octombrie-decembrie 2010 de indicatorii de încredere determinați de CE-DG ECFIN pe baza sondajelor INS în comerțul cu amănuntul și în servicii.

Cererea de consum guvernamental

În trimestrul III 2010, consumul final guvernamental s-a restrâns cu 4,1 la sută în termeni anuali, evoluție corelată cu intensificarea ajustărilor de personal în sectorul bugetar.

Evoluții bugetare

Pe parcursul celui de-al III-lea trimestru al anului, deficitul bugetului general consolidat s-a redus la 5 254 milioane lei (1 la sută din PIB, din care deficit primar 0,7 la sută), reprezentând aproximativ jumătate din cel înregistrat în perioada similară din anul 2009 (10 983 milioane lei²⁰ – echivalentul a 2,2 la sută din PIB, din care 2 la sută deficit primar). În aceste condiții, conform datelor preliminare aferente execuției bugetare la finele lunii septembrie, deficitul cumulat aferent primelor trei trimestre ale anului 2010 a atins un nivel de 23 324 milioane lei, compatibil cu plafonul convenit în cadrul acordului încheiat cu UE, FMI și alte IFI.

După șapte trimestre consecutive de scădere, veniturile totale ale bugetului au înregistrat o creștere (3,1 la sută²¹, față de -3 la sută în trimestrul anterior), în special ca urmare a avansului veniturilor fiscale (7,1 la sută, comparativ cu -4 la sută în trimestrul II), dar și ca efect al menținerii unei dinamici pozitive a veniturilor nefiscale (12,5 la sută, ritm relativ similar celui din trimestrul anterior) și al dublării față de aceeași perioadă din 2009 a sumelor primite de la Uniunea Europeană. Ritmul de creștere a veniturilor fiscale a fost susținut predominant de sporirea încasărilor din TVA (cu 21 la sută, față de o scădere de -0,2 la sută în trimestrul anterior) pe fondul majorării, începând cu 1 iulie 2010, a cotei standard a acesteia, precum și de revenirea în teritoriul pozitiv a variației veniturilor

²⁰ Conform execuțiilor bugetare pe 2009 actualizate în vederea asigurării comparabilității cu datele din 2010 și publicate de MFP.

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

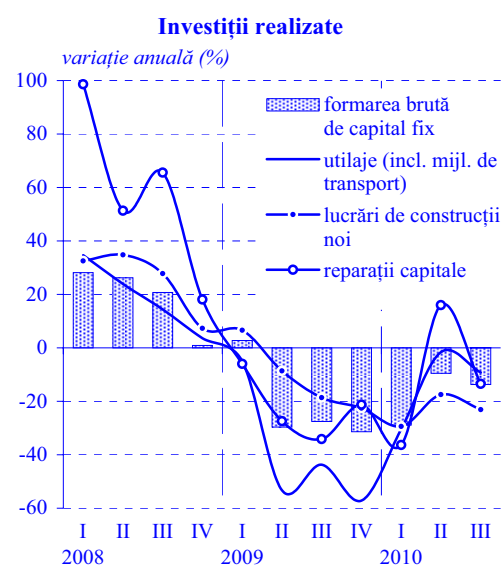
din accize (9,2 la sută față de -6,2 la sută în trimestrul II). Dinamica veniturilor bugetare a continuat să fie însă afectată de comprimarea încasărilor din contribuțiile de asigurări (-11,7 la sută, comparativ cu -8,9 la sută în perioada anterioară), din impozitul pe salarii și pe venit (-7,3 la sută, față de -3,6 la sută în trimestrul II), precum și a celor din impozitul pe profit (al cărui ritm a rămas negativ, cu toate că s-a redresat ușor față de intervalul precedent).

Ritmul de creștere a cheltuielilor bugetare totale a redevenit negativ (-9,8 la sută, față de 3,9 la sută în trimestrul anterior). Ajustarea acestora s-a realizat în principal prin comprimarea componentei de capital (-40,2 la sută, față de -13 la sută în trimestrul II) și, într-o măsură mai redusă, prin diminuarea cheltuielilor curente (-5 la sută, față de un avans de 5,6 la sută în trimestrul II). Evoluția celor din urmă a fost în principal rezultatul accelerării ritmului de scădere a cheltuielilor de personal (la -17 la sută, de la -4,3 la sută în trimestrul II), la care s-a adăugat reducerea cheltuielilor cu subvențiile (-16,9 la sută, după un avans de 12,6 la sută în trimestrul anterior), a celor cu bunurile și serviciile (cu un ritm atenuat la -1 la sută, de la -6,9 la sută, inclusiv pe fondul efectuării de plăți pentru stingerea unor arierate) și, pentru prima dată în ultimii 5 ani, a cheltuielilor cu asistența socială (-3,6 la sută, comparativ cu o creștere de 4,6 la sută în trimestrul anterior). Concomitent, cheltuielile cu proiecte beneficiind de finanțare din fonduri externe nerambursabile s-au triplat comparativ cu aceeași perioadă din anul anterior, iar cele cu dobânzile au continuat să înregistreze o dinamică pozitivă (11,3 la sută, față de 6,4 la sută în trimestrul anterior).

Pe fondul continuării comprimării veniturilor din contribuțiile de asigurări, dar și al creșterii încasărilor din TVA și din accize, guvernul a aprobat, în luna noiembrie, cea de-a doua rectificare bugetară din acest an²²; aceasta a vizat în principal realocarea de resurse financiare în vederea echilibrării bugetului asigurărilor sociale de stat, în condițiile menținerii neschimbate a nivelului programat al deficitului bugetar.

1.1.2. Cererea de investiții

Accentuarea pantei descendente a formării brute de capital fix s-a resimțit atât pe segmentul achizițiilor de utilaje (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții), cât și pe cel al construcțiilor (obiective noi și reparații capitale), trimestrul III înregistrând contracții de volum de 9,2 la sută, respectiv de circa 20 la sută.

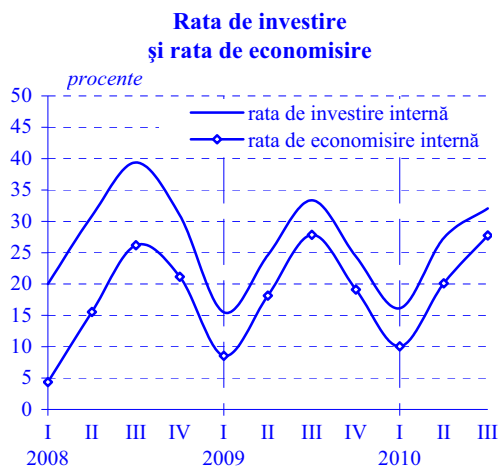


Sursa: INS, calcule BNR

²² Ordonanțele de urgență ale Guvernului nr. 103 și 104 din 22/11/2010 pentru rectificarea bugetului de stat și respectiv a bugetului asigurărilor sociale de stat pe anul 2010.

Comprimarea cheltuielilor de investiții este reflectată de majoritatea canalelor de finanțare:

- (i) Resursele proprii ale sectorului privat s-au menținut la un nivel modest atât în cazul companiilor, cât și în cel al populației, având în vedere deteriorarea rezultatelor pe ansamblul economiei naționale (sugerată de accentuarea tendinței descrescătoare a valorii adăugate brute) și, respectiv, intensificarea cu încă 3,4 puncte procentuale a ratei anuale de scădere a venitului disponibil.
- (ii) Împrumuturile bancare²³ destinate achiziționării de echipamente și-au frânat de circa 4 ori dinamica reală, avansând cu numai 0,7 la sută în termeni anuali; o intensificare de ritm a înregistrat volumul creditului imobiliar (până la circa 10 la sută), însă evoluția este susținută de expansiunea contractelor de refinanțare a datoriilor populației și, în consecință, impactul asupra fluxului de investiții este marginal; cât privește creditul imobiliar acordat sectorului corporatist, trimestrul III a marcat o nouă restrângere în termeni reali.
- (iii) Pe un trend descendent s-au plasat și resursele de finanțare în sistem *leasing*, valoarea în euro a contractelor încheiate în intervalul ianuarie-septembrie 2010 fiind inferioară celei din perioada similară a anului precedent cu circa 16 la sută pe segmentul „echipamente” și cu 41 la sută în cazul proiectelor imobiliare.
- (iv) Investițiile străine directe și-au menținut traiectoria descrescătoare, fluxurile nete aferente ultimelor patru trimestre diminuându-se în termeni anuali cu aproximativ 64 la sută²⁴.
- (v) Acumulările de capital finanțate din surse bugetare au scăzut la circa două treimi din volumul înregistrat în trimestrul III 2009, o contribuție importantă revenind contracției cu 46 la sută a fondurilor alocate lucrărilor de infrastructură rutieră.



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

²³ Calcule BNR pe baza datelor proprii și a celor furnizate de Centrala Riscurilor Bancare.

²⁴ Calcule pe baza datelor din bilanța de plăți.

Perspectiva privind investițiile imobiliare în ultimele trei luni ale anului 2010 rămâne nefavorabilă, informațiile efective publicate de INS indicând reduceri semnificative de volum față de media trimestrului IV 2009 atât în cazul autorizațiilor de construire eliberate pentru clădiri (în intervalul octombrie-noiembrie, suprafața utilă corespunzătoare a fost inferioară cu peste 15 la sută), cât și în cel al lucrărilor de construcții noi și reparații capitale (reducere cu aproape 20 la sută în perioada octombrie-noiembrie). Pentru anul 2011 însă, expectațiile pesimiste sunt mai moderate, existând chiar indicii ale unei redresări pe segmentul construcțiilor ingineresti, oferite de posibila finalizare a unor proiecte și de programarea demarării unor lucrări de execuție la noi tronsoane de autostrăzi. În ceea ce privește construcția de clădiri, rata ridicată de disponibilitate pe piața birourilor și stocul semnificativ de apartamente noi nevândute fac incertă finanțarea de proiecte noi în aceste domenii.

1.1.3. Cererea externă netă

Menținerea pe trend ascendent a cererii principalilor parteneri externi în trimestrul III²⁵ s-a reflectat într-un nou salt al exporturilor de bunuri și servicii. Rata anuală de creștere (+14,6 la sută) s-a atenuat însă, atât ca urmare a decelerării ritmului trimestrial în perioada curentă, cât și a efectului de bază asociat inversării sensibile de semn consemnate de dinamica trimestrială în intervalul iulie-septembrie 2009 (+4 la sută, față de -1,4 la sută).

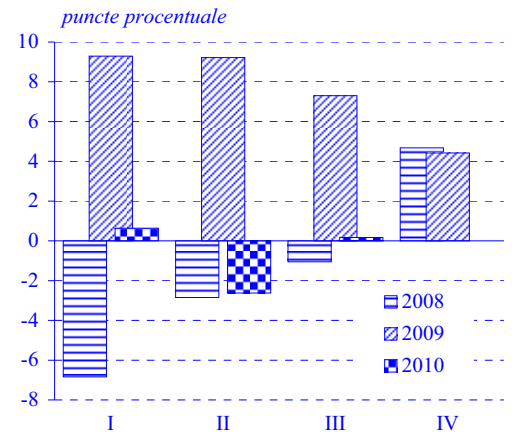
În absența unei revigorări a componentei interne a cererii agregate, încetinirea ratei de creștere a vânzărilor pe piețele externe a antrenat o evoluție similară pe partea importurilor de bunuri și servicii, dinamica anuală a acestora coborând la mai puțin de jumătate față de trimestrul II (până la +11,9 la sută).

Decelerarea avansului în termeni reali al exporturilor a fost determinată în principal de încetinirea semnificativă a ratei anuale de creștere aferente volumului fizic¹⁹ al vânzărilor de „mașini și echipamente”, „mijloace de transport” și „metale comune”, dar și de panta mai abruptă de scădere a livrărilor de combustibili. Merită însă menționat și efectul de sens contrar indus de exporturile de produse vegetale, producția ridicată de cereale obținută în anul 2010 și condițiile de preț deosebit de avantajoase oferite de comercializarea pe piețele externe²⁶ determinând orientarea către export a unui volum superior cu circa 53 la sută

²⁵ La nivelul UE25, PIB real s-a majorat cu 2,2 la sută în termeni anuali (față de 2,4 la sută în trimestrul II), avans acompaniat de o nouă creștere a volumului importurilor de bunuri și servicii, deși într-un ritm ușor mai lent decât în intervalul anterior (atât în termeni trimestriali, cât și anuali).

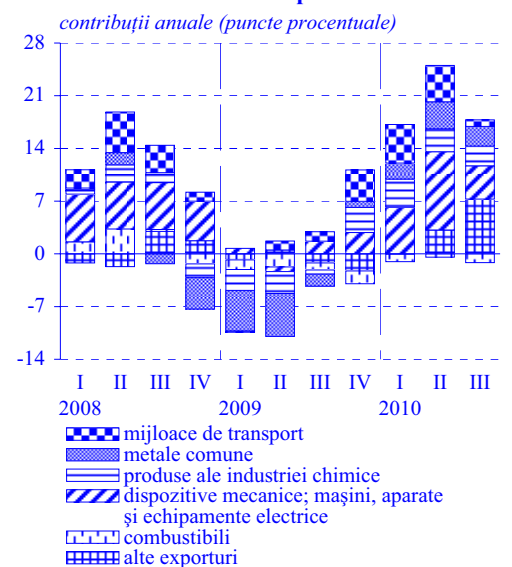
²⁶ La nivelul grupei „produse vegetale”, valoarea unitară a exporturilor s-a majorat cu aproape 20 la sută comparativ cu trimestrul III 2009.

Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB

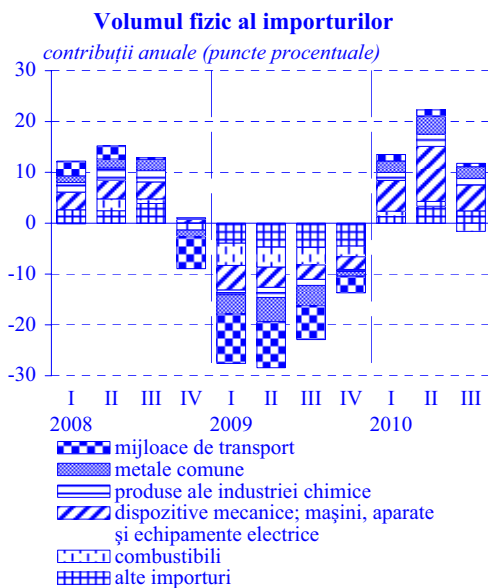


Sursa: INS, calcule BNR

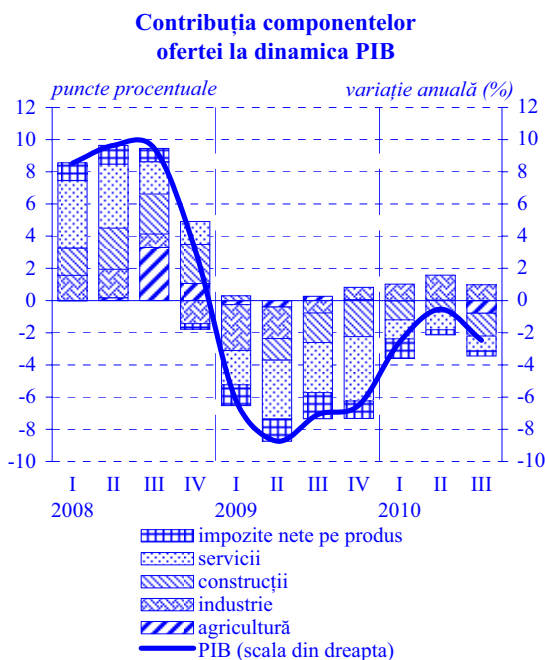
Volumul fizic al exporturilor



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

celui din trimestrul III 2009. În consecință, contribuția acestei grupe de mărfuri la creșterea volumului total al exporturilor (+2,6 puncte procentuale) a fost a doua ca intensitate după cea exercitată de mașini și echipamente (+4,4 puncte procentuale), la egalitate cu aportul grupei „metale comune”.

În privința importurilor de bunuri, decelerarea de ritm înregistrată în trimestrul III a fost atribuită îndeosebi grupelor „mașini și echipamente”, „metale comune” (creșteri mai lente în ambele cazuri) și „produse minerale” (ca urmare a scăderii cu aproape 15 la sută a volumului achizițiilor de combustibili).

1.2. Oferta

Accentuarea traiectoriei descrescătoare a PIB în trimestrul III s-a datorat deteriorării rezultatelor înregistrate în sectoarele servicii, construcții și agricultură, majorarea în termeni reali a valorii adăugate brute din industrie fiind insuficientă pentru a contracara această tendință.

În sectorul serviciilor, VAB s-a plasat în continuare pe trend descendent (-2 la sută în termeni anuali), aportul favorabil atribuit triplării dinamicii anuale pe segmentul „activități financiare, imobiliare, închirieri și servicii pentru întreprinderi” (până la 2,6 la sută) fiind anihilat de majorarea vitezei de scădere a volumului vânzărilor comerciale, atât pe componenta de *retail*, cât și pe cea a comerțului cu ridicata (cu peste 3 la sută, respectiv 5 la sută).

Contribuția cea mai puternică la contracția anuală a PIB în perioada analizată a revenit VAB din construcții (-1,4 puncte procentuale), ca urmare a reluării traiectoriei descrescătoare a activității în perioada curentă (-3,6 la sută față de aprilie-iunie). Indici trimestriali subunitari s-au înregistrat atât în cazul lucrărilor ingineresti, cât și în cel al construcțiilor de clădiri, segmentul rezidențial remarcându-se prin inversarea severă a semnelui corespunzător ritmului de creștere (de la +11,4 la sută în trimestrul II la -32,2 la sută în iulie-septembrie, variații trimestriale), pe fondul dificultăților financiare întâmpinate de populație.

În agricultură, dinamica anuală a VAB a înregistrat în trimestrul III o inversare de semn de mare amplitudine (-7,6 la sută, față de +0,7 la sută în intervalul anterior), contribuția acestui sector economic la variația PIB coborând, astfel, la cel mai scăzut nivel din ultimele 11 trimestre (-0,8 puncte procentuale). Rezultatul se datorează, parțial, unui efect de bază (saltul trimestrial de peste 10 la sută din intervalul iulie-septembrie 2009), însă nu trebuie ignorată contracția VAB din perioada curentă (-0,8 la sută), cauzată de întârzierile substanțiale survenite în recoltarea cerealelor, ca urmare a ploilor abundente din luna iulie, ceea ce a determinat

amânarea pentru trimestrul IV a recoltării pe suprafețe importante alocate culturilor de toamnă. Datele efective publicate de INS indică însă recuperarea acestui decalaj în lunile octombrie-noiembrie și, în consecință, posibilitatea revigorării VAB din agricultură în ultima parte a anului 2010.

Pentru al patrulea trimestru consecutiv, VAB din industrie a înregistrat o rată anuală pozitivă de creștere (4,2 la sută), această evoluție atenuând, și de această dată, aportul negativ al celorlalte trei sectoare la dinamica PIB. Comparativ cu intervalul precedent, dinamica anuală s-a temperat cu 1,7 puncte procentuale, contribuții importante revenind: (i) încetinerii ritmului producției în industria metalurgică și în industria chimică, pe fondul rezultatelor mai slabe din perioada curentă, dar și al unui efect de bază; (ii) avansului mai lent al producției de mijloace de transport și, prin asociere, de echipamente electrice, în principal pe seama efectului de bază asociat creșterii cererii externe în anul 2009, în contextul derulării unor programe naționale de reînnoire a parcurilor auto din Franța și Germania.

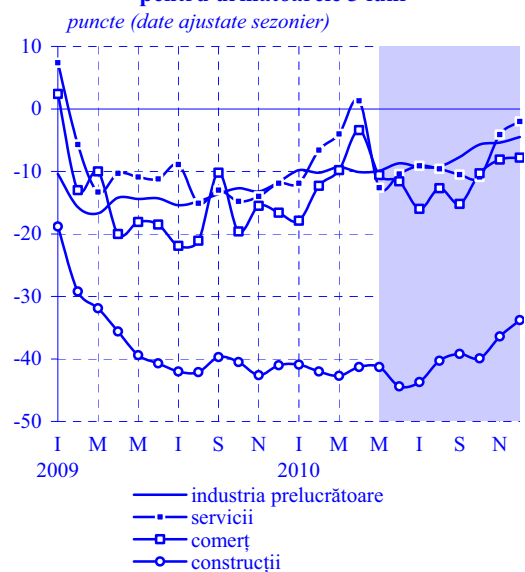
2. Piața muncii

Conform așteptărilor, în perioada septembrie-noiembrie 2010, măsurile pentru restabilirea echilibrului bugetar aplicate începând cu luna iulie 2010 au produs în continuare efecte asupra pieței forței de muncă și asupra dinamicii venitului disponibil real. Persistența unei activități modeste de recrutare a condus la majorarea numărului de persoane care au renunțat să-și mai caute un loc de muncă prin intermediul ANOFM și, prin urmare, la scăderea ratei șomajului înregistrat. Alături de menținerea variației medii anuale a câștigurilor salariale nete nominale în teritoriu negativ, accentuarea scăderii transferurilor din străinătate a descurajat cererea de consum prin comprimarea suplimentară a venitului disponibil real. În industrie, costurile unitare cu forța de muncă au rămas la niveluri inferioare celor consemnate în perioada similară a anului precedent. În consecință, condițiile pe piața muncii au continuat să creeze premise favorabile reluării procesului dezinflaționist.

2.1. Forța de muncă²⁷

Modificările legislative aplicate în luna iulie 2010, cu impact asupra puterii de cumpărare a populației, în general, și a angajaților din sectorul public, în special, au reprezentat în partea a doua a anului un factor inhibitor pentru cererea de forță de muncă. Efectul nefavorabil pare a se fi atenuat în luna noiembrie, când s-a

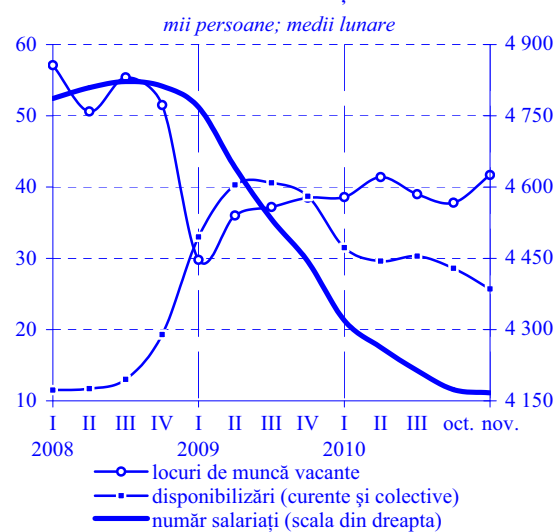
Sectorul corporatist: indicatorii de încredere pentru următoarele 3 luni



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

Măsurile cererii de forță de muncă*

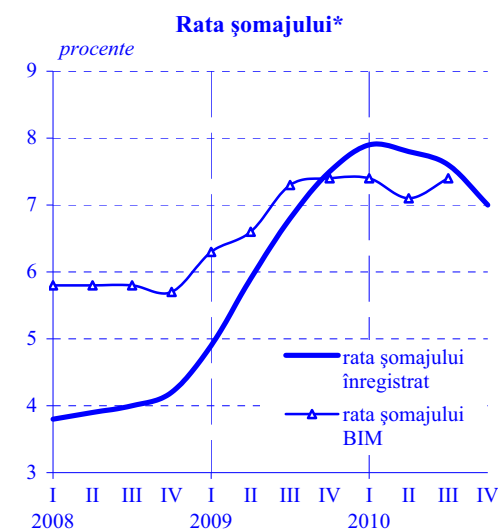


*) date ajustate sezonier

Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR

²⁷ Datele din această secțiune sunt ajustate sezonier, iar comparațiile se realizează față de media trimestrului anterior, în absența unei mențiuni exprese.

consemnat o relativă refacere a numărului de locuri de muncă vacante²⁸, astfel încât acestea și-ar putea relua în trimestrul IV tendința de ușoară creștere trimestrială, după scăderea înregistrată în intervalul anterior. Indicii în același sens se desprind atât din evoluția angajărilor, cât și din cea a numărului de disponibilizări (+2,8 la sută, respectiv -10,5 la sută în perioada octombrie-noiembrie 2010 față de trimestrul III). Totuși, potrivit sondajelor recente realizate în rândul companiilor²⁹, perspectivele de redresare a cererii agregate de forță de muncă rămân incerte în primele trei luni ale anului 2011.



*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, calcule BNR

Pe fondul persistenței oportunităților reduse de angajare, s-a observat o creștere a numărului de persoane care au renunțat să-și caute un loc de muncă prin intermediul ANOFM și al celor care, deși recent concediate, nu s-au regăsit imediat în rândul șomerilor. În cea din urmă categorie au intrat și cei afectați de restructurarea sectorului bugetar, o posibilă explicație suplimentară fiind durata procedurilor de înregistrare – conform datelor ANOFM, numai numărul angajaților din administrație publică, apărare și asigurări sociale concediați în intervalul septembrie-noiembrie 2010 l-a depășit cu aproape 17 la sută pe cel al șomerilor nou înregistrați în aceeași perioadă în urma disponibilizărilor colective (inclusiv al celor proveniți din mediul privat).

În consecință, pentru prima dată după trimestrul II 2008, rata șomajului înregistrat a scăzut, în medie, cu 0,2 puncte procentuale în trimestrul III 2010 și cu încă 0,5 puncte procentuale în lunile octombrie-noiembrie. Tendința nu se regăsește însă în datele privind rata șomajului BIM³⁰, care a crescut cu 0,3 puncte procentuale în trimestrul III 2010, revenind la nivelul de 7,4 la sută înregistrat în trimestrele IV 2009 – I 2010, ceea ce indică faptul că o parte dintre șomerii care au ieșit din evidențele ANOFM au continuat să-și caute un loc de muncă prin mijloace proprii. Astfel, deși oferta excedentară de forță de muncă s-a restrâns potrivit datelor oficiale, ancheta în rândul gospodăriilor populației pare a semnala o relativă stabilitate a acesteia³¹. Mai mult, începând cu trimestrul II 2009, se observă o reorientare a populației ocupate dinspre sectorul secundar – cel mai afectat de disponibilizări – spre cel primar, agricultura de subzistență fiind pentru aceste persoane o alternativă la șomaj, iar pentru potențiali angajatori, un bazin de recrutare (în măsura în care relansarea economică va crea un număr semnificativ de noi locuri de muncă).

²⁸ Cel mai mare nivel ajustat sezonier din ultimele șapte luni, conform datelor ANOFM.

²⁹ Sondajul companiei Manpower privind intențiile de angajare și sondajul INS/CE-DG ECFIN privind evoluția anticipată a numărului de salariați.

³⁰ A se vedea rezultatele anchetei forței de muncă în gospodării, prezentată de INS în publicația *Forța de muncă în România – Ocupare și șomaj*.

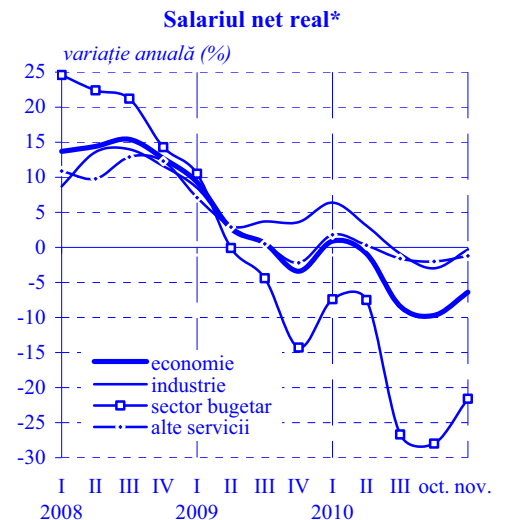
³¹ Concluzie limitată de inexistența oricăror estimări pe baza metodologiei BIM pentru trimestrul IV 2010.

2.2. Venituri

Dinamica anuală a salariului mediu net nominal în economie s-a situat la -1,5 la sută în trimestrul III 2010 și la -0,9 la sută în perioada octombrie-noiembrie, pe fondul reducerii salariilor din sectorul bugetar cu circa 20 la sută în termeni anuali³². În sectorul privat, ritmul anual de creștere a salariului net a oscilat în jurul valorii de 5,5 la sută începând cu luna iulie, în condițiile în care decelerarea dinamicii salariilor din industrie a fost contrabalansată de ușoara accelerare a acestora în construcții și servicii. Deși în luna noiembrie declinul anual al salariilor din sectorul bugetar s-a atenuat, pe seama plății sumelor restante, a unor prime ocazionale și a unui efect de bază, companiile private anticipează acordarea unor prime de sfârșit de an în mai puține cazuri și/sau în cuantum mai mic decât în 2009, astfel încât pentru trimestrul IV 2010 nu se prognozează modificări de ritm semnificative ale salariului mediu net nominal pe ansamblul economiei. Având în vedere condițiile încă nefavorabile pe piața muncii, eliminarea celui de al treisprezecelea salariu și a primelor de vacanță în sectorul bugetar³³, precum și efectul de calendar asociat sărbătorilor de Paști³⁴, variația anuală a câștigurilor salariale nete ar putea rămâne negativă în trimestrul I 2011, în pofida majorării salariului minim brut pe țară cu 11,7 la sută în luna ianuarie³⁵.

În industrie, ritmul anual de creștere a câștigurilor salariale brute a rămas practic nemodificat în trimestrul III 2010 față de trimestrul anterior (8,3 la sută), iar în perioada octombrie-noiembrie s-a încetinit cu 0,3 puncte procentuale, ca urmare a evoluțiilor din industria extractivă și din cea energetică. În industria prelucrătoare, dinamica anuală a salariului mediu brut s-a menținut la un nivel ridicat (9,6 la sută în trimestrul III, 9,5 la sută în intervalul octombrie-noiembrie), la aceasta contribuind creșterea încasărilor, revenirea angajaților din concedii fără plată ori din șomaj tehnic, acordarea în continuare de sume compensatorii personalului disponibilizat și efectul statistic determinat de concedierile angajaților cu salarii mici.

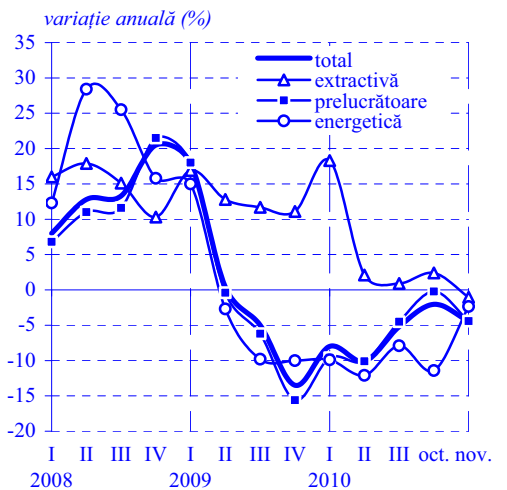
În perioada octombrie-noiembrie 2010, productivitatea muncii și-a temperat creșterea în termeni anuali față de trimestrul III, în bună măsură sub influența unor factori conjuncturali (intrarea în revizie



*) deflatat cu IPC

Sursa: INS, calcule BNR

Costul unitar cu forța de muncă în industrie



Sursa: INS, calcule BNR

³² Pentru mai multe informații, a se vedea secțiunea similară din *Raportul asupra inflației* – noiembrie 2010. În plus, în luna noiembrie a apărut un efect de bază favorabil, datorat reducerii salariilor prin impunerea de concedii fără plată în perioada noiembrie-decembrie 2009.

³³ Legea nr. 285/28 decembrie 2010.

³⁴ Acordarea primelor cu această ocazie s-a realizat în anul 2010 în luna martie, urmând ca în anul 2011 să se realizeze în luna aprilie, în funcție de data acestor sărbători.

³⁵ Hotărârea Guvernului nr. 1193/24 noiembrie 2010.

a unei rafinării importante, cu impact asupra ramurilor conexe; efectul de bază asociat modificării sezonității concediilor în 2009, ca răspuns la contracția cererii de la începutul anului). În acest context, costurile unitare cu forța de muncă și-au diminuat ritmul anual negativ cu circa 2 puncte procentuale până la -3,2 la sută pe ansamblul industriei (-2,3 la sută în cazul industriei prelucrătoare). Din perspectiva riscurilor inflaționiste, acestea s-ar putea manifesta doar izolat, pe anumite segmente – majoritatea ramurilor producătoare de bunuri de consum au continuat să înregistreze costuri unitare cu forța de muncă inferioare celor din aceeași perioadă a anului 2009, excepție făcând industria alimentară, industria tutunului și industria auto (ramuri care au beneficiat fie de debușeu extern, fie de cerere mai puțin elastică).

Pe partea cererii, declinul anual al venitului disponibil real, accentuat odată cu implementarea măsurilor de austeritate în luna iulie, a continuat să frâneze redresarea consumului populației. Astfel, trimestrul III 2010 s-a încheiat cu o scădere anuală a venitului disponibil real de 8 la sută, care s-a accelerat în perioada octombrie-noiembrie (la -13 la sută), în condițiile în care: (i) inversarea de semn apărută în luna septembrie în cazul dinamicii negative a transferurilor sociale a fost de scurtă durată; (ii) transferurile din exterior s-au restrâns suplimentar (de la -19 la sută în trimestrul III la circa -24 la sută) și (iii) reducerea veniturilor salariale s-a situat la 14 la sută (comparativ cu -14,8 la sută în trimestrul III).

3. Prețurile de import și prețurile de producție

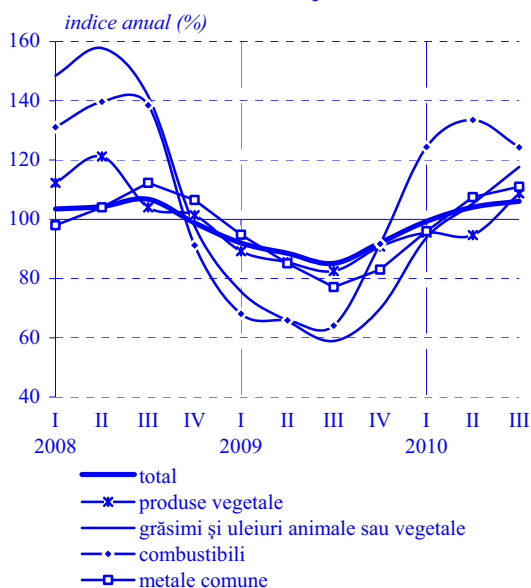
În trimestrul III 2010, atât prețurile de import, cât și cele de producție aferente bunurilor industriale și agricole de proveniență internă au consemnat ritmuri anuale de creștere superioare celor din intervalele precedente, iar evoluțiile din perioada octombrie-noiembrie sugerează consolidarea acestei tendințe. Principala sursă de presiune au reprezentat-o costurile mai mari cu materiile prime, în principal cele energetice și agricole.

3.1. Prețurile de import

În trimestrul III 2010, presiunea din partea prețurilor externe a devenit tot mai evidentă, indicii valorii unitare a importurilor majorându-se cu aproximativ 2 puncte procentuale față de intervalul precedent, până la 106 la sută. Suplimentar, aportul mișcărilor cursului de schimb a devenit nefavorabil, mai accentuat în cazul dolarului SUA³⁶, afectând prețurile de import ale materiilor prime și ale unor bunuri de consum ce provin, în general, din afara Uniunii Europene (textile, încălțăminte). Astfel,

³⁶ Deprecierea monedei naționale față de dolarul SUA s-a adâncit de la -6,4 la sută în trimestrul II 2010 la -10,4 la sută în trimestrul III 2010.

Principalele surse de presiune la nivelul valorii unitare a importurilor



Sursa: INS, calcule BNR

grupele de produse cu cele mai ridicate rate de creștere a prețurilor externe au fost și în trimestrul III 2010 produsele minerale (22,7 la sută) și metalele comune (11 la sută), iar unele mărfuri nealimentare (materiale textile, încălțăminte) au consemnat accelerări pronunțate de ritm (cu până la 5 puncte procentuale peste nivelul din intervalul precedent).

Mișcări ample în sens ascendent s-au consemnat și în cazul mărfurilor alimentare (fructe, legume, grăsimi și uleiuri vegetale), influența nefavorabilă asupra ratei inflației fiind amplificată de ponderea importantă a acestei grupe de mărfuri în coșul de consum. Pe fondul ascensiunii prețurilor externe ale materiilor prime agricole, indicii valorii unitare corespunzători acestor grupe de bunuri au consemnat inversări de tendință, nivelurile atinse fiind cuprinse între 106,4 la sută și 117,7 la sută.

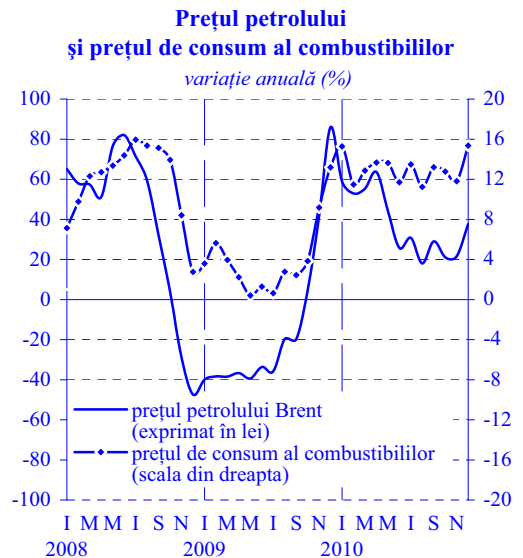
În cazul bunurilor de capital, ritmurile anuale de creștere a prețurilor externe au coborât ușor comparativ cu intervalul precedent, în contrast cu mișcările prețurilor producției industriale pentru piața externă în ramurile corespondente din zona euro; în ambele cazuri, modificările consemnate de indicii de preț au fost însă de mică amploare.

În condițiile în care prețurile externe ale materiilor prime și-au continuat ascensiunea și în trimestrul IV 2010, iar variațiile anuale ale prețurilor de producție pentru piața externă din industria prelucrătoare a zonei euro au continuat să se accelereze este previzibilă consolidarea traiectoriei ascendente pe care s-au înscris indicii valorii unitare a importurilor în ultimele trimestre.

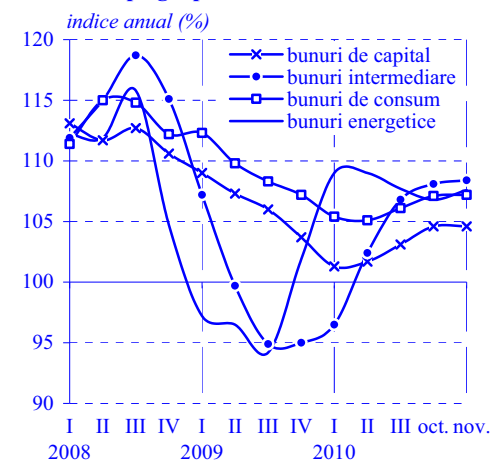
3.2. Prețurile de producție

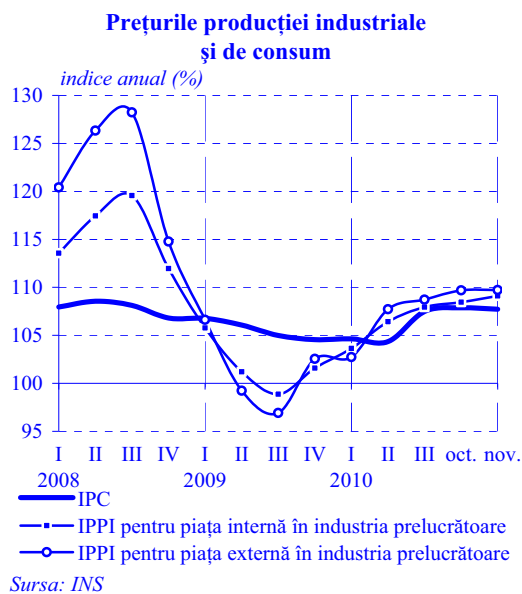
3.2.1. Prețurile producției industriale

În trimestrul III 2010, ritmul anual de creștere a prețurilor de producție pentru piața internă și-a menținut panta ascendentă (+1,2 puncte procentuale față de intervalul precedent, până la 6,5 la sută), influența dominantă continuând să revină prețurilor de import ale materiilor prime. În ceea ce privește sectorul manufacturier, rata anuală de creștere a prețurilor de producție s-a majorat la 7,9 la sută, persistența unui decalaj important între variațiile anuale ale prețurilor de producție pe total industrie și din sectorul prelucrător (de 1,5 puncte procentuale) putând fi explicată prin aportul tot mai redus al industriei extractive, în condițiile în care activitatea la nivelul segmentului reprezentativ (extracția hidrocarburilor) s-a restrâns ca urmare a deciziei principalului operator autohton de a exploata în mai mică măsură rezervele interne.



Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale





Pe fondul evoluțiilor consemnate pe piețele externe (scumpirea materiilor prime și aprecierea dolarului SUA), grupa bunurilor intermediare și-a consolidat tendința ascendentă (la 6,8 la sută, comparativ cu 2,4 la sută în trimestrul II 2010), în timp ce în cazul bunurilor energetice s-a consemnat o atenuare temporară de ritm (de 1,3 puncte procentuale, până la 7,7 la sută). Aceeași traiectorie s-a regăsit și în cazul bunurilor de capital, dar nivelurile atinse au continuat să se situeze sensibil sub medie (3,1 la sută). Impactul costurilor mai mari cu metalele a condus, totuși, la dublarea ritmului anual de creștere a prețurilor de producție pe acest segment, comparativ cu intervalul precedent.

Variații anuale în creștere s-au consemnat și în cazul prețurilor bunurilor de consum (+1 punct procentual, până la 6,1 la sută), induse exclusiv de mișcările din industria alimentară, unde rata anuală de creștere a prețurilor de producție a urcat în trimestrul III 2010 până la 4 la sută și, ulterior, la 8,7 la sută în luna noiembrie (variație medie lunară de 1,5 la sută în perioada august-noiembrie, față de 0,3 la sută în primele șapte luni ale anului). În pofida unei recolte interne bune, prețurile unor materii prime (în principal cereale) au crescut sub influența arbitrajului practicat pe piața externă de marii producători locali sau a politicii acestora de a forța mișcări în sus ale prețurilor; pe alte segmente (în industria zahărului, de exemplu), dependența de materiile prime din import a condus la un salt al prețurilor de producție³⁷ de 13,5 la sută în ultimele trei luni, în condițiile în care prețurile pe piața internațională s-au înscris pe o pantă ascendentă, pe fondul reducerii suprafețelor cultivate pe plan mondial și al utilizării pe scară tot mai largă a sfeclii de zahăr pentru producția de etanol.

Rata anuală de creștere a prețurilor de producție pentru piața internă va urma probabil o traiectorie ascendentă și în perioada următoare, presiunile din partea costurilor cu materiile prime continuând să fie importante. Segmentele care vor resimți aceste influențe vor fi tot mai numeroase, producătorii din industria textilă reclamând recent scumpirea severă a materiei prime și, prin urmare, posibilitatea transferului acestor presiuni în prețul final. Suplimentar, încetarea acordului prin care producătorii din industria chimică au beneficiat de gaze naturale din producția internă (mai ieftine) ar putea să conducă la majorarea costurilor de producție în acest sector, chiar dacă datele aferente lunii noiembrie nu au confirmat o astfel de evoluție.

³⁷ La acest nivel de detaliere, INS publică numai date privind prețurile producției industriale pe total (piața internă și piața externă).

3.2.2. Prețurile producției agricole

Variațiile anuale ale prețurilor producției agricole au înregistrat în trimestrul III 2010 un salt important (+15,6 la sută, cel mai ridicat nivel din ultimii doi ani), exclusiv pe seama evoluțiilor de pe segmentul produselor vegetale; în cazul produselor animale, ritmurile anuale negative au persistat, chiar dacă au continuat să se atenueze (până la -0,6 la sută).

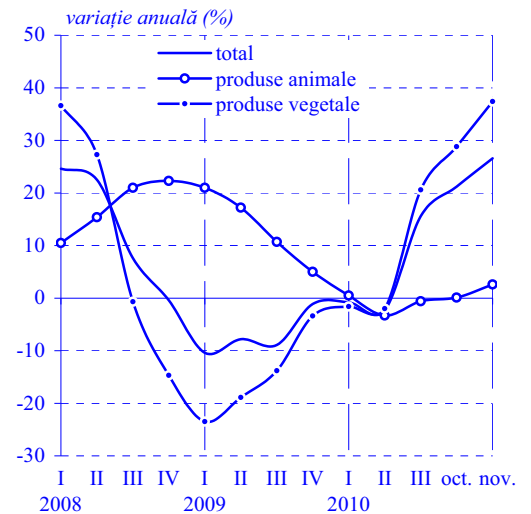
Aportul major la evoluția prețului produselor vegetale a revenit cerealelor, ale căror prețuri au reacționat prompt la mișcările de pe piețele externe; după anunțul Rusiei de sistare a exporturilor de grâu, rata lunară de creștere a prețurilor de producție pe acest segment a crescut brusc, de la 1,5 la sută în iulie la o medie de 12,9 la sută în perioada august-octombrie. Conjunctura de preț favorabilă oferită de piața externă a condus la practici de arbitrajare din partea marilor producători, mai ales că perioada de recuperare a contravalorii mărfii este mai scurtă în cazul exporturilor.

Accelerări importante de ritm anual s-au consemnat și la nivelul altor tipuri de cereale (exceptând porumbul) și al plantelor oleaginoase, în acest ultim caz fiind invocate aspecte legate de calitatea producției pe fondul vremii nefavorabile din perioada de recoltare. În ceea ce privește prețurile de producție ale legumelor, factorul cu aportul decisiv la majorarea prețurilor (cu până la 11,7 la sută în cazul cartofilor) l-a reprezentat insuficiența ofertei interne.

În cazul produselor animale, majoritatea sortimentelor de carne au consemnat atenuări ale variațiilor anuale negative sau revenirea la ritmuri anuale pozitive ale prețurilor de producție (cu excepția cărnii de pasăre). Efortul financiar al producătorilor agricoli, accentuat de eliminarea subvențiilor acordate pentru producția de carne, lapte sau ouă, s-a reflectat într-o majorare treptată a ratelor lunare de creștere a prețurilor de producție pe acest segment începând cu luna iunie 2010 (de la -2,2 la sută în primele cinci luni ale anului la 1,8 la sută în perioada iulie-octombrie). Suplimentar, costul furajelor a revenit în trimestrul III 2010 pe un trend pronunțat ascendent (+18,1 la sută în termeni anuali).

În trimestrul IV 2010, ambele segmente ar putea consemna variații anuale pozitive, amplitudinea anticipată a acestora fiind sensibil mai ridicată în cazul componentei vegetale. Menținerea ascensiunii prețurilor externe până la finele anului 2010 nu creează premise pentru temperarea creșterii prețurilor de producție ale produselor vegetale pe plan intern, iar presiunea din partea costurilor cu furajele observată în trimestrul III 2010 ar putea conduce la ritmuri anuale pozitive și în cazul prețurilor de producție ale produselor animale.

Prețurile producției agricole



Sursa: INS

IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

În perioada octombrie 2010 – ianuarie 2011, rata dobânzii de politică monetară a fost menținută la 6,25 la sută – nivel la care a fost coborâtă în luna mai 2010; totodată, BNR a prelungit status-quo-ul ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit, precum și pe cel al manierei de gestionare a lichidității din sistemul bancar. Deciziile adoptate au vizat ancorarea solidă a anticipațiilor inflaționiste în scopul consolidării perspectivei reluării și continuării dezinflației într-un ritm compatibil cu atingerea țintelor de inflație pe termen mediu, precum și susținerea tendinței de ajustare descendentă a ratelor dobânzilor la creditele și depozitele în lei, temporar afectată de incertitudinile legate de cadrul juridic aplicabil activității bancare.

Deciziile de menținere a nivelurilor în vigoare ale ratei dobânzii de politică monetară și ale ratelor RMO aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit adoptate de Consiliul de administrație al BNR în luna noiembrie au avut ca argument ușoara înrăutățire a traiectoriei actualizate a ratei anuale prognozate a inflației, exclusiv datorită acțiunii recente și a celei viitoare a factorilor de natura ofertei, inducând riscul deteriorării anticipațiilor inflaționiste; relevanța acestuia era amplificată de relativa creștere a abaterii așteptate a ratei anuale a inflației de la ținta stabilită pentru finele anului 2010. Principalele presiuni inflaționiste se prefigurau a fi generate de prețurile volatile și de prețurile unor produse alimentare procesate (ca efect al șocurilor adverse resimțite pe piețele produselor agroalimentare); se anticipa că acestea vor fi alimentate suplimentar pe termen scurt de manifestarea etapizată și sezonieră pe anumite segmente a efectelor majorării cotei standard a TVA, precum și de prelungirea tendinței de creștere a prețului combustibililor și a unor prețuri administrate. Similar însă proiecției precedente, odată cu disiparea efectului direct al majorării cotei TVA (în trimestrul III 2011), rata prognozată a inflației revenea în interiorul intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație pe termen mediu și se apropia apoi de punctul central al țintei de inflație stabilite pentru anul 2012 (3 la sută ± 1 punct procentual). O asemenea traiectorie avea ca suport previzibila prelungire a valorilor înalte ale deficitului de cerere agregată, asociată perspectivei extinderii duratei contracției economice în raport cu proiecția anterioară și relativei încetiniri implicite a ritmului prognozată al redresării ulterioare a activității economice.

Un alt argument al deciziilor BNR l-a constituit riscul relativei încetiniri a consolidării dezinflației pe orizontul temporal mai îndepărtat, decurgând din impactul direct al unei ajustări peste așteptări a prețurilor administrate (energie termică) și eventual a unor impozite indirecte, dar mai ales din potențialele efecte adverse exercitate de acestea asupra anticipațiilor inflaționiste. Pe termen scurt, riscul unei deteriorări a celor din urmă mai era alimentat de persistența, într-un context politic tensionat, a incertitudinilor privind eficacitatea măsurilor de consolidare fiscală, precum și îndeplinirea la termenul stabilit a condiționalităților din acordul încheiat cu UE-FMI-IFI, reprezentând premise ale asigurării sustenabilității fiscale pe termen mediu, corespunzător angajamentelor asumate de autoritățile române.

Prelungirea în cadrul ședinței Consiliului de administrație al BNR din 5 ianuarie 2011 a *status-quo*-ului ratei dobânzii de politică monetară și al ratelor RMO aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit – menită să prezeve caracterul prudent al politicii monetare – a avut drept scop prevenirea manifestării eventualelor efecte de runda a doua ale majorării cotei TVA, precum și contracararea potențialului impact advers exercitat asupra anticipațiilor inflaționiste de creșterea amplă a prețurilor produselor alimentare. S-a considerat că, în contextul dat, riscul unei deteriorări a așteptărilor inflaționiste a rămas relevant, chiar dacă evoluția recentă și cea anticipată pe termen scurt a ratei anuale a inflației și a componentei sale de bază (rata anuală a CORE 2 ajustat) consemnaseră o relativă ameliorare comparativ cu cea mai recentă prognoză trimestrială, inclusiv datorită manifestării mai evidente a presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere. S-a apreciat totodată că aceste presiuni vor deveni tot mai pregnante, date fiind reamplificarea în trimestrul III a declinului economic în termeni anuali, precum și posibilă menținere în teritoriul negativ – cel puțin pe termen scurt – a dinamicii anuale a PIB și a principalelor componente ale absorbției interne, sugerată de evoluțiile din prima parte a trimestrului IV ale unor indicatori relevanți ai cererii de consum și ai celei de investiții. În cazul cererii de consum, cele mai semnificative indicii ale prelungirii contracției acesteia erau: (i) amplificarea dinamicii anuale negative a volumului cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul, în principal pe segmentul produselor nealimentare în luna octombrie; (ii) accentuarea în aceeași lună a scăderii câștigului salarial mediu net real (față de perioada corespunzătoare a anului anterior), reflectată și de reducerea consistentă a cheltuielilor de personal din sectorul bugetar³⁸; (iii) amplificarea contracției consemnate de transferurile bugetare destinate asistenței sociale (octombrie 2010/octombrie 2009, în termeni reali). Acestora li s-a asociat o

³⁸ În termeni reali.

accentuare a tendinței de scădere a dinamicii creditelor acordate persoanelor fizice.

Valoarea celei din urmă a coborât în intervalul octombrie-noiembrie la -6,6 la sută (față de o medie de -4,1 la sută în trimestrul III), cererea, și, într-o măsură mai mică, oferta de credite continuând să resimtă efectul constrângător exercitat de persistența neîncrederii și de prevalența așteptărilor nefavorabile privind evoluția pe termen scurt a activității economice. Informațiile disponibile sugerează că cererea de împrumuturi a acestui segment a rămas modestă – contrar așteptărilor instituțiilor de credit³⁹ –, în condițiile în care situația financiară curentă a populației a continuat să se deterioreze, iar perspectivele acesteia, precum și cele privind șomajul au consemnat doar o ameliorare minoră⁴⁰. În schimb, în contrast cu lunile precedente, influența ratelor dobânzilor la creditele noi în lei și în euro a fost mai puțin restrictivă; astfel, valorile medii lunare ale acestora au fost inferioare celor de la finele trimestrului III, cu toate că scăderea din octombrie a fost succedată, în luna următoare, de o ușoară ajustare ascendentă. Oferta de creditare pare să fi consemnat evoluții mixte, instituțiile de credit anticipând pentru ultimul trimestru al anului 2010 o reînăsprire a standardelor aferente creditelor de consum, dar și o relaxare importantă a celor atașate creditelor imobiliare. În aceste condiții, atât volumul mediu al creditelor noi acordate persoanelor fizice⁴¹ în perioada octombrie-noiembrie, cât și dinamica anuală medie a acestora au fost în scădere comparativ cu valorile consemnate în trimestrul III. Reflectând toate aceste influențe, variația medie anuală a soldului creditelor de consum și a celor pentru alte scopuri acordate populației⁴² s-a diminuat la -11,7 la sută în perioada analizată (față de -9,6 la sută în trimestrul III), pe seama accentuării contracției componente în lei, dar și a celei în valută (exprimată în euro). În contrast cu evoluția din trimestrul anterior, dinamica medie anuală a creditelor pentru locuințe a consemnat, la rândul ei, o scădere (la 10,1 la sută, față de 14,8 la sută în intervalul iulie-septembrie), la care au contribuit ambele componente (lei și valută).

În condițiile prelungirii tendinței de contracție a veniturilor, și dinamica anuală a plasamentelor din bănci ale populației și-a

³⁹ Conform ediției din noiembrie 2010 a *Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației*, băncile anticipau o refacere a cererii de împrumuturi a populației în trimestrul IV 2010.

⁴⁰ Conform Sondajului CE – DG ECFIN.

⁴¹ 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.

⁴² 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.

prelungit declinul (-2,1 la sută în octombrie-noiembrie, față de -0,1 la sută în trimestrul III) – coborând astfel la cel mai mic nivel din ultimii nouă ani. Mișcarea nu poate fi totuși asociată în mod categoric unui proces de dezechimonisire, în condițiile în care a fost acompaniată de creșterea portofoliului de titluri de stat deținut de persoanele fizice⁴³. În plus, ponderea depozitelor la termen (peste și sub doi ani) în depozitele totale ale acestui segment s-a consolidat, evoluțiile menționate constituind potențiale indicii ale menținerii intensității cererii de bani în scopuri precauționare, respectiv în scopul economisirii/investirii⁴⁴; aceasta a fost justificată, similar perioadei anterioare, de persistența incertitudinii ridicate privind propria situație financiară și totodată favorizată, într-o anumită măsură, de lărgirea ecarterului dintre randamentele plasamentelor la termen (depozitele noi, respectiv titluri de stat) și cele aferente depozitelor la vedere ale persoanelor fizice. Variația medie anuală a soldului depozitelor la termen ale populației a continuat însă să se reducă (6,7 la sută, față de 11,3 la sută în trimestrul III), nivelul atins fiind cel mai mic din trimestrul IV 2008; la rândul ei, dinamica negativă similară a depozitelor ON a consemnat o foarte ușoară creștere, atribuibilă însă unor efecte de bază. În contrast cu lunile precedente, preferința populației pentru plasamentele în valută pare să se fi atenuat; soldul acestora (exprimat în euro) a consemnat în intervalul analizat o scădere sensibilă a variației medii anuale (6,8 la sută, față de 12,8 la sută în trimestrul III), în contrast cu plasamentele în lei, a căror dinamică a înregistrat o ușoară redresare, fără a reintra însă în teritoriul pozitiv.

Chiar dacă cursul de schimb al leului a manifestat o relativă stabilitate, prudența imprimată de BNR politicii ratei dobânzii a avut în vedere și o potențială creștere excesivă a volatilității acestuia, dată fiind prelungirea incertitudinilor privind adoptarea/implementarea la termenul stabilit a măsurilor de consolidare fiscală și a reformelor structurale convenite cu UE și FMI, de natură să sporească, cel puțin temporar, prima de risc atașată investițiilor pe piața locală. O altă sursă de risc la adresa evoluției cursului de schimb a constituit-o, de-a lungul întregului interval, persistența caracterului volatil al apetitului global pentru risc, reflectând, printre altele: (i) temerile legate de situația din Irlanda și de potențiala extindere a crizei datoriei suverane în alte state ale zonei euro, precum și (ii) revizuirea perspectivei activității economice din țările dezvoltate, precum și așteptările legate de măsurile de politică fiscală și de politică monetară adoptate de acestea (a se vedea subsecțiunea 2.2. *Cursul de schimb și fluxurile de capital*).

⁴³ Aceasta a scăzut însă în intensitate comparativ cu vârful atins în ultima lună a trimestrului III 2010.

⁴⁴ Ipoteza este confirmată și de rezultatele sondajelor CE – DG ECFIN aferente perioadei analizate.

Pe parcursul trimestrului IV, BNR a continuat să adecveze gestionarea lichidității din sistemul bancar din perspectiva susținerii tendinței de ajustare a ratelor dobânzilor la creditele și depozitele în lei ale companiilor și ale populației. Poziția de debitor net a băncii centrale față de sistemul bancar s-a consolidat, în condițiile în care influența conjugată a factorilor autonomi ai lichidității a fost ușor expansionistă. Similar lunilor anterioare, surplusul de lichiditate a fost drenat parțial prin intermediul operațiunilor BNR de atragere de depozite la rată fixă de dobândă, cu scadența de 7 zile, în cadrul cărora ofertele băncilor (variind între 4,6 și 8 miliarde lei) au fost adjudecate în limita volumului anunțat (de 1 miliard lei, respectiv 0,5 miliarde lei). Cea mai mare parte a excedentului de rezerve a fost plasată la BNR prin intermediul facilității de depozit (un volum mediu zilnic de 1 366,1 miliarde lei, reprezentând 90 la sută din cel al operațiunilor de politică monetară destinate drenării lichidității excedentare). În aceste condiții, media ratelor dobânzilor pe termen foarte scurt ale pieței monetare interbancare a continuat să se reducă treptat, apropiindu-se de randamentul oferit de facilitatea de depozit; declinul cotațiilor interbancare pe termen mai lung – relevante pentru stabilirea ratelor dobânzilor la credite/depozite – a fost relativ mai lent, cu toate că în ultima parte a perioadei analizate acesta a consemnat o ușoară intensificare.

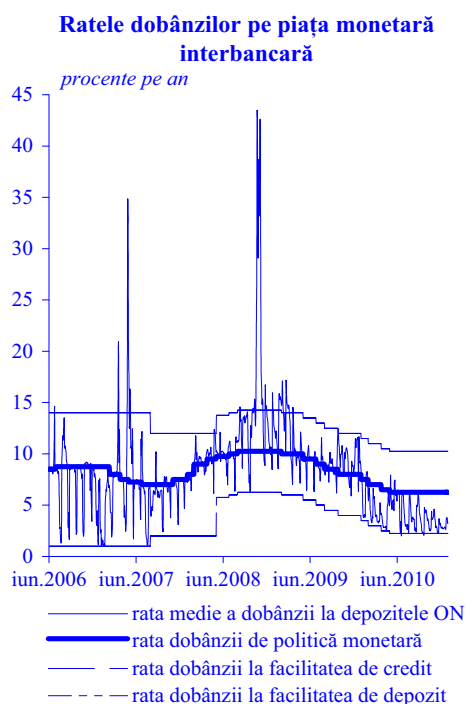
2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu al depozitelor pieței monetare interbancare a continuat să scadă în trimestrul IV, o tendință de declin fiind manifestată și de ratele dobânzilor la creditele și depozitele noi ale clienților nebancați în perioada septembrie-noiembrie 2010. Cursul de schimb leu/euro și-a prelungit trendul ușor ascendent până la jumătatea trimestrului, pentru ca ulterior să consemneze o relativă stabilizare, pe fondul atenuării incertitudinilor privind îndeplinirea condiționalităților din acordul încheiat cu UE-FMI-IFI. Dinamica lichidității din economie s-a redus din nou, în condițiile accentuării contracției creditului acordat sectorului privat.

2.1. Ratele dobânzilor

În trimestrul IV, ratele dobânzilor pieței monetare interbancare și-au continuat declinul, pe fondul prelungirii caracterului relaxat al condițiilor lichidității din sistemul bancar. Media lor s-a diminuat cu 0,6 puncte procentuale comparativ cu cea aferentă trimestrului anterior, ajungând la un nivel de 3,5 la sută.

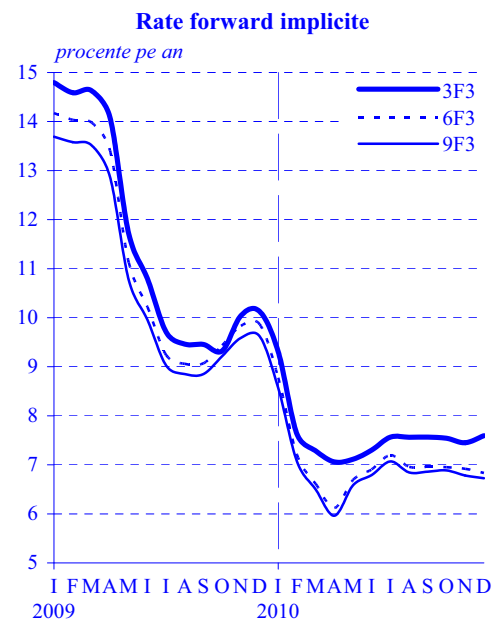
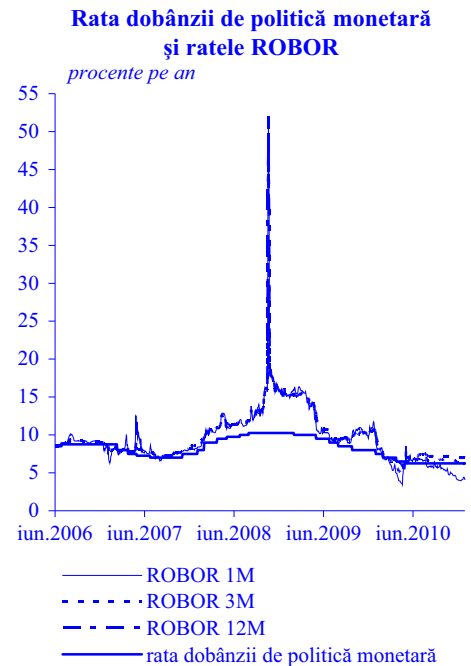
Ratele dobânzilor ON au evoluat pe parcursul celei mai mari părți a intervalului analizat în apropierea limitei inferioare a coridorului determinat de randamentele facilităților permanente oferite de BNR. Creșterile lor temporare, localizate în mod tipic în debutul perioadelor de constituire a RMO, au avut amplitudini mai reduse comparativ cu trimestrul precedent, fapt ce a determinat extinderea



în continuare a ecartului dintre ratele dobânzilor pe termen foarte scurt și cea de politică monetară. Evoluția a reflectat relativa amplificare a excedentului de lichiditate – alimentat în principal de injecțiile de rezerve generate de operațiunile Trezoreriei –, a cărui absorbție s-a realizat în proporție crescândă prin intermediul facilității de depozit.

Cu toate acestea, ratele dobânzilor ROBOR (3M-12M) au urmat trend doar ușor descendent în prima jumătate a trimestrului, menținându-se pe întregul spectru de scadențe la valori superioare ratei dobânzii de politică monetară. Coborârea lor s-a accentuat însă începând cu ultima parte a lunii noiembrie, pe fondul scăderii incertitudinii instituțiilor de credit privind evoluția în perspectivă a condițiilor lichidității, inclusiv ca urmare a semnalării mai clare de către BNR a prelungirii, cel puțin pe termen scurt, a actualei maniere de gestionare a lichidității. Ajustarea a mai fost stimulată de efectuarea cu succes de către MFP a emisiunii de titluri de stat denumite în valută pe piața internă, dar și de reducerea graduală a incertitudinilor privind derularea procesului de consolidare fiscală. În consecință, cotațiile ROBOR3M s-au aliniat ratei dobânzii-cheie a băncii centrale, iar cele pe maturități mai lungi s-au stabilizat în jurul unui nivel de 7,0 la sută. Ca urmare a acestor evoluții, media randamentelor ROBOR (1M-12M) din luna decembrie a scăzut cu 0,6 puncte procentuale față de cea consemnată în ultima lună a trimestrului anterior, declinul fiind mai pronunțat pe scadențele mai scurte (1M-3M). Ratele *forward* implicite (calculate pornind de la cotațiile medii din decembrie) s-au menținut la nivelul din septembrie pe orizontul de 3 luni (7,6 la sută), diminuându-se însă cu 0,1 puncte procentuale pe orizonturile de 6 și 9 luni, până la valori de 6,8, respectiv 6,7 la sută.

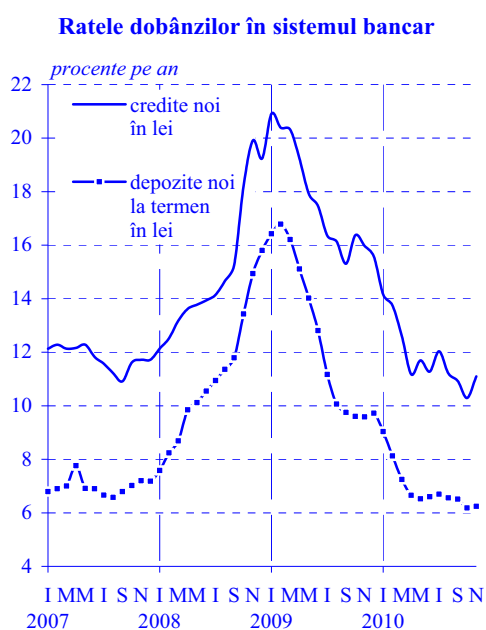
Randamentul mediu de pe piața primară a titlurilor de stat s-a menținut relativ constant pe ansamblul trimestrului (6,99 la sută); evoluția nu a fost însă uniformă, în condițiile în care ratele dobânzilor aferente titlurilor emise au urcat ușor în noiembrie – în contextul în care MFP a acceptat depășirea nivelului de 7,0 la sută menținut pe parcursul ultimelor luni –, dar au coborât în decembrie⁴⁵, pe fondul atenuării temerilor legate de sustenabilitatea consolidării fiscale. Raportul dintre volumul anunțat al licitațiilor de titluri și cel adjudecat a crescut treptat (de la 67 la sută în octombrie la 137 la sută în decembrie), MFP reușind să mobilizeze astfel un volum de resurse net superior celui din trimestrele II și III ale anului 2010. În plus, în luna noiembrie, MFP a lansat pe piața internă și titluri de stat denumite în euro cu maturitate de 3 ani, sumele fiind destinate refinanțării unei emisiuni scadente în acest interval; volumul atras s-a ridicat la 1,3 miliarde euro (față de un



⁴⁵ De exemplu, randamentul mediu aferent titlurilor cu scadența de un an s-a majorat în noiembrie la 7,15 la sută, dar s-a redus în decembrie la 6,98 la sută.

volum anunțat de 1 miliard euro), iar randamentul mediu a fost de 4,8 la sută.

O tendință similară a consemnat și randamentul mediu aferent operațiunilor definitive de pe piața secundară a titlurilor de stat, nivelul acestuia plasându-se în ultima lună a anului la o valoare inferioară celei atinse în septembrie (6,52 la sută, față de 6,8 la sută). Rulajul trimestrial al pieței secundare a titlurilor de stat a crescut pe tot parcursul trimestrului, ajungând la 26 miliarde lei (nivel similar celui din trimestrul I 2010), majoritatea tranzacțiilor fiind ireversibile (87 la sută)⁴⁶; cele mai tranzacționate titluri au fost cele cu maturitatea reziduală sub un an, al căror randament s-a menținut constant (6,3 la sută).



Reflectând trendul cotațiilor ROBOR, ratele medii ale dobânzilor la depozitele noi la termen și la creditele noi au scăzut în intervalul septembrie-noiembrie 2010 (-0,32 puncte procentuale, până la 6,24 la sută, respectiv -0,11 puncte procentuale, până la 11,10 la sută în noiembrie); mișcarea nu a fost însă uniformă, declinul acestora din septembrie și octombrie fiind urmat de o ajustare ascendentă în luna următoare, atribuibilă însă inclusiv unor schimbări de compoziție. Evoluțiile au fost diferențiate și din perspectiva celor două sectoare de clienți. Randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale societăților nefinanciare a consemnat cea mai mare ajustare (-0,53 puncte procentuale, până la 5,31 la sută în noiembrie), în condițiile în care cel oferit pentru plasamentele similare ale populației s-a menținut relativ constant (+0,02 puncte procentuale, plasându-se la 7,48 la sută în noiembrie), preponderent ca urmare a inițierii/prelungirii unor oferte promoționale. În același timp, rata medie a dobânzii la creditele noi ale societăților nefinanciare a scăzut cu 0,17 puncte procentuale (până la 10,75 la sută în noiembrie), mișcarea fiind indusă în special de declinul aferent categoriei împrumuturilor cu valoare mică (echivalentul a mai puțin de 1 milion euro). În schimb, costul mediu cu dobânda al creditelor noi ale populației s-a diminuat cu numai 0,10 puncte procentuale în intervalul analizat (până la 12,31 la sută), exclusiv ca urmare a scăderii ratei medii a dobânzii la creditele noi pentru consum. Aceasta a devansat efectul exercitat de creșterea consecventă a ratelor medii ale dobânzilor la creditele noi pentru locuințe și pentru dezvoltarea afacerilor, reflectând, probabil, efectele întârziate ale aplicării Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 50/2010 privind contractele de credit pentru consumatori.

⁴⁶ Și volumul tranzacțiilor cu titluri de stat derulate prin BVB a fost superior celui din trimestrul precedent, însumând 128 milioane lei. Cele mai tranzacționate titluri au fost cele cu maturitatea reziduală de 1 și 2 ani (71 la sută din rulajul total), al căror randament mediu trimestrial a fost de 7,11 și respectiv 7,19 la sută.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

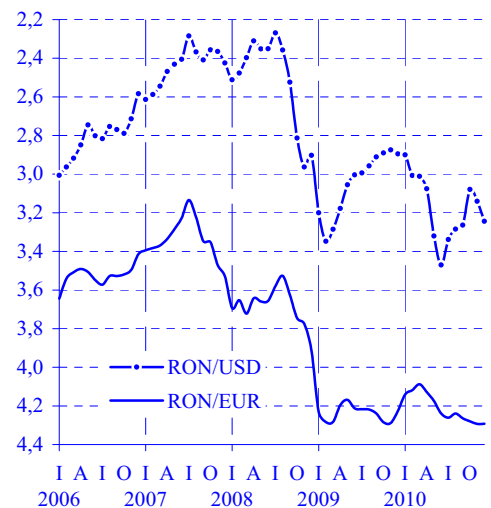
Cursul de schimb leu/euro și-a prelungit trendul ușor ascendent până la jumătatea trimestrului, pentru ca ulterior să consemneze o relativă stabilizare. *Pattern*-ul a continuat să difere de tendințele manifestate de cursurile de schimb ale monedelor din regiune, în condițiile în care, spre deosebire de acestea, mișcarea raportului leu/euro a fost și de această dată mai puțin receptivă la oscilațiile apetitului global pentru risc, cât mai ales la schimbările de percepție asupra riscului asociat îndeplinirii condiționalităților de natură fiscală și structurală din acordul convenit cu UE și FMI.

Pe acest fond, în intervalul octombrie-decembrie, leul s-a depreciat față de euro în termeni nominali cu 0,7 la sută și s-a apreciat cu 1,0 la sută în termeni reali (comparativ cu o depreciere de 0,6 la sută în termeni nominali și o apreciere de 2,9 la sută în termeni reali în trimestrul III); în raport cu dolarul însă – în condițiile în care valoarea acestuia a scăzut ușor față de euro –, moneda națională s-a apreciat cu 0,5 la sută în termeni nominali și cu 2,1 la sută în termeni reali (comparativ cu o apreciere de 5,3 la sută în termeni nominali și de 8,6 la sută în termeni reali în trimestrul III). Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul IV, leul și-a diminuat deprecierea nominală atât față de euro (0,5 la sută), cât și, mai ales, față de dolarul SUA (8,5 la sută).

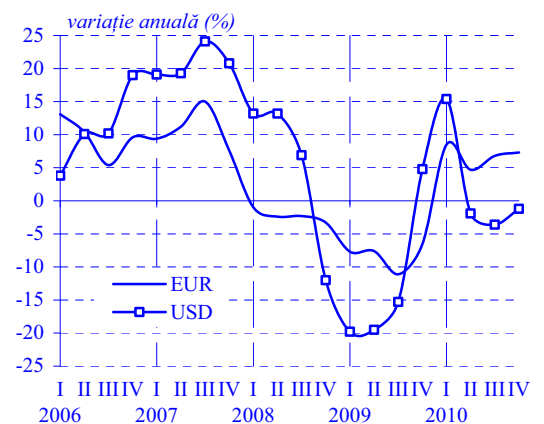
Traietoria cursului de schimb al leului a continuat să se abată în luna octombrie de la trendul cvasigeneral de întărire consemnat de principalele monede din regiune, în condițiile accentuării temerilor privind sustenabilitatea procesului de consolidare fiscală pe fondul sporirii tensiunilor sociale și politice interne⁴⁷; un efect similar a avut și conturarea posibilității amânării eliberării următoarei tranșe din împrumutul acordat de FMI până după îndeplinirea de către autorități a unui set de acțiuni prealabile (adoptarea legii salarizării unitare în sectorul public, a legii pensiilor și a legii bugetului pentru anul 2011). Într-un asemenea context, relativa creștere a apetitului global pentru risc, stimulată inclusiv de semnalele privind o potențială nouă acțiune întreprinsă de Fed în scopul susținerii refacerii economiei americane, a avut un impact relativ minor asupra cursului de schimb leu/euro, care a continuat să crească ușor, atingând în data de 21 octombrie cea mai înaltă valoare de la începutul lunii iulie (4,3126). În ultimele zile ale lunii octombrie, în condițiile unei relative temperări a tensiunilor politice interne, leul a recuperat parțial pierderile consemnate anterior în raport cu euro, înregistrând, pe ansamblul lunii, o depreciere de 0,4 la sută; în schimb, principalele monede din

⁴⁷ În acest interval protestele sociale au continuat, iar în data de 18 octombrie opoziția a depus în Parlament o moțiune de cenzură împotriva guvernului (respinsă în data de 27 octombrie).

Cursul de schimb nominal



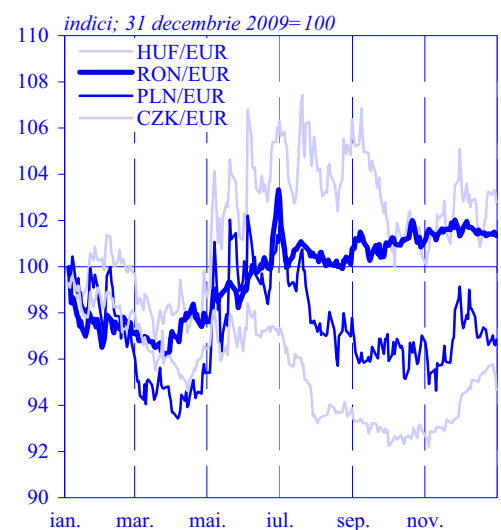
Evoluția în termeni reali a cursului de schimb al leului*



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

Sursa: INS, BNR

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



Sursa: BNR, BCE

regiune s-au întărit în acest interval comparativ cu moneda unică europeană (forintul cu 3 la sută, coroana cehă cu 0,5 la sută și zlotul cu 0,1 la sută).

Ulterior, aversiunea globală față de risc a sporit abrupt, iar tensiunile de pe piața financiară externă s-au accentuat pe fondul escaladării îngrijorărilor privind: (i) deteriorarea situației finanțelor publice din Irlanda; (ii) posibila extindere a crizei datoriei suverane în alte economii de la periferia zonei euro⁴⁸, precum și (iii) conflictul din Coreea. Adoptarea de către guvernul irlandez a deciziei de a solicita ajutor financiar extern și aprobarea acestuia de către miniștrii de finanțe din zona euro în data de 28 noiembrie au detensionat doar temporar piața financiară internațională, în condițiile în care: (i) instabilitatea politică din Irlanda s-a accentuat; (ii) Standard&Poor's și, ulterior, Moody's au diminuat *rating*-ul Irlandei cu două, respectiv, cinci trepte⁴⁹. Ca efect al înrăutățirii sentimentului investitorilor față de piețele Europei Centrale și de Est, cursurile de schimb ale principalelor monede din regiune au intrat pe o traiectorie ascendentă, iar volatilitatea acestora a sporit semnificativ.

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2009 11 luni	2010 11 luni
Contul financiar	4 920	4 490
Investiții directe	3 105	2 134
- rezidenți în străinătate	57	-135
- nerezidenți în România	3 048	2 269
Investiții de portofolii și derivate financiare	445	946
- rezidenți în străinătate	-158	322
- nerezidenți în România	603	624
Alte investiții de capital	3 311	5 028
- credite și împrumuturi de la FMI	6 769	4 247
- investiții pe termen mediu și lung	3 323	-463
- investiții pe termen scurt	-4 134	440
- numerar și depozite pe termen scurt	-3 794	676
- altele	1 148	130
Active de rezervă ale BNR (net) ("-" creștere/"+"scădere)	-1 942	-3 618

Cursul de schimb al leului a fost însă în mai mică măsură influențat de acest context advers, evoluția sa reflectând cu precădere impactul îmbunătățirii treptate a percepției asupra riscului asociat plasamentelor pe piața locală datorată, în principal: (i) progreselor înregistrate în îndeplinirea condiționalităților din acordul *stand-by*, implicit creșterii probabilității eliberării următoarei tranșe din împrumutul acordat României; (ii) evoluției mai bune decât se anticipase a unor indicatori economici importanți publicați în acest interval (PIB în trimestrul III, deficitul bugetar și deficitul contului curent⁵⁰); (iii) semnalului pozitiv dat de agenția Fitch prin confirmarea *rating*-ului pentru cinci mari bănci românești cu capital străin. În aceste condiții, în luna noiembrie pasivele externe ale sistemului bancar au consemnat o creștere, pentru prima dată în ultimele patru luni – exclusiv pe seama împrumuturilor financiare și a depozitelor în devize; la rândul lui, soldul tranzacțiilor derulate de clienții nerezidenți pe piața valutară interbancară a redevenit

⁴⁸ Pe parcursul lunii noiembrie, costurile asigurării datoriei guvernamentale a Irlandei, Portugaliei și Spaniei au crescut la niveluri record (din perspectiva UEM).

⁴⁹ În luna decembrie principalele agenții financiare au diminuat și *rating*-ul de țară al Ungariei și au avertizat că ar putea lua decizii similare în cazul Greciei, Spaniei, Portugaliei și Belgiei; totodată, în aceeași perioadă, acestea au diminuat sau au pus sub supraveghere *rating*-ul unor bănci importante din Portugalia, Spania și Ungaria.

⁵⁰ Ritmul de creștere a deficitului contului curent pe primele zece luni față de perioada similară a anului precedent s-a diminuat la 30 la sută (de la 70,9 la sută în primul semestru), în principal datorită scăderii deficitului balanței comerciale (valoarea cumulată a acestuia pe primele zece luni s-a redus cu 15 la sută față de aceeași perioadă a anului anterior, reflectând evoluția peste așteptări a exporturilor).

pozitiv în decembrie (pentru prima dată în ultimele șase luni). Reflectând aceste evoluții, cursul de schimb leu/euro s-a majorat cu 0,3 la sută în noiembrie și s-a menținut relativ constant în luna următoare; în schimb, pe ansamblul celor două luni, coroana cehă s-a depreciat cu 2,6 la sută față de euro, iar forintul și zlotul au pierdut 1,3 la sută, respectiv 1,1 la sută.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În perioada septembrie-noiembrie 2010, dinamica⁵¹ masei monetare (M3) a coborât la minimum ultimilor zece ani (-1,5 la sută) și s-a menținut consecvent în teritoriul negativ, cu toate că în luna noiembrie această scădere s-a atenuat. Evoluția a reflectat prelungirea contracției activității economice, dar și efectul statistic al creșterii ratei anuale a inflației ca urmare a majorării cotei TVA.

Analiza structurii pe scadențe a M3 relevă faptul că declinul dinamicii acesteia s-a datorat preponderent scăderii dinamicii depozitelor la termen sub doi ani, în condițiile în care variația negativă a masei monetare în sens restrâns (M1) s-a atenuat. La aceasta au contribuit deopotrivă majorarea vitezei de creștere a numerarului în circulație (cel mai înalt nivel din trimestrul II 2009) și reducerea dinamicii negative a depozitelor *overnight*. Cea din urmă a fost rezultatul evoluției consemnate la nivelul companiilor, variația disponibilităților în lei ale acestor entități revenind în teritoriul pozitiv, iar cea a depozitelor similare în valută atingând maximum ultimilor doi ani și jumătate. În schimb, depozitele *overnight* ale populației și-au mărit ușor dinamica negativă, exclusiv pe seama componentei în valută.

Declinul ratei de creștere a depozitelor la termen sub doi ani a fost indus de evoluția plasamentelor ambelor categorii de deținători principali, acest indicator menținându-se însă pozitiv în cazul populației, cu toate că atât componenta în lei, cât și cea în valută a acestor plasamente ale persoanelor fizice și-au diminuat variația. Ponderea depozitelor la termen sub doi ani în totalul depozitelor din M3 ale populației a continuat însă să se mărească, ceea ce sugerează o relativă menținere a intensității cererii de bani în scopuri precauționare; o influență favorabilă au avut și acțiunile promoționale derulate de unele bănci, în special spre finele intervalului, menite să încurajeze efectuarea de plasamente la termen. În cazul companiilor, majorarea dinamicii negative a depozitelor la termen sub doi ani a avut ca factor doar componenta

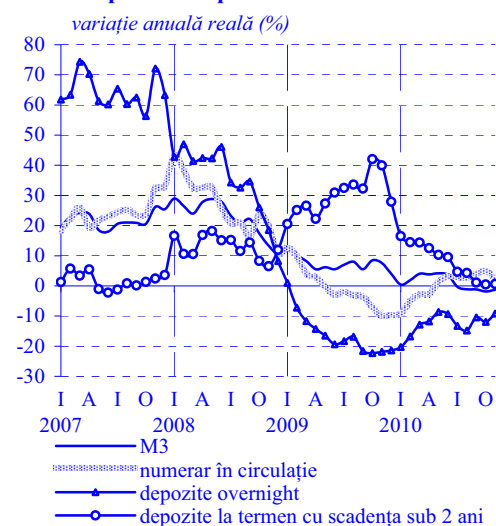
Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

variație procentuală în termeni reali

	2009	2010				
	IV	I	II	III	oct.	nov.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	6,7	2,1	3,9	-0,9	-1,9	-1,3
M1	-18,3	-13,5	-6,8	-8,1	-6,8	-5,7
Numerar în circulație	-8,9	-5,7	0,6	3,2	5,0	2,5
Depozite <i>overnight</i>	-21,9	-16,7	-9,9	-12,9	-12,0	-9,2
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	36,7	15,1	10,8	3,4	0,5	0,6

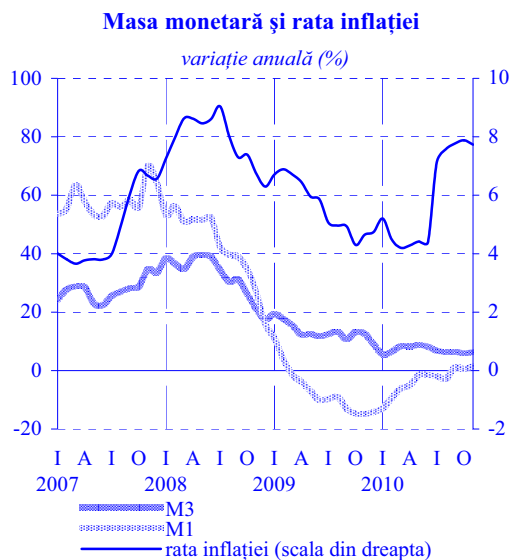
Sursa: INS, BNR

Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

⁵¹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada septembrie-noiembrie 2010, exprimate în termeni reali.



Sursa: INS, BNR

în valută, al cărei declin a reflectat inclusiv reorientarea parțială a unor sume înspre celelalte categorii de depozite în valută (*overnight* și la termen cu scadența de peste doi ani).

Analiza din perspectivă sectorială a M3 evidențiază faptul că atât depozitele populației, cât și cele ale companiilor au consemnat dinamici negative în intervalul analizat. În cazul populației, reculul – care a constituit o premieră pentru ultimii nouă ani și jumătate – a reflectat relativa stagnare a dinamicii negative a depozitelor în lei și încetinirea vitezei de creștere a depozitelor în valută. Evoluția este atribuibilă continuării scăderii veniturilor acestui segment, dar și sporirii achizițiilor de titluri de stat (ritmul de creștere a deținerilor de titluri ale persoanelor fizice s-a majorat de patru ori față de intervalul precedent); impactul cumulat al acestor factori l-a surclasat pe cel generat de încasarea unor sume din fonduri europene⁵². În cazul companiilor, amplificarea valorii negative a dinamicii depozitelor – reflectând o posibilă deteriorare a situației financiare⁵³ – a avut la origine exclusiv evoluția componentei în devaloare, care pare să fi fost afectată de majorarea plăților efectuate în contul datoriei externe⁵⁴, precum și, într-o măsură mai mică, de realocarea parțială a unor sume înspre depozitele similare pe termen lung; în schimb, dinamica depozitelor în lei din M3 ale firmelor a redevenit pozitivă, în special pe seama evoluției din luna noiembrie, în condițiile în care, pe ansamblul perioadei analizate, acest segment a beneficiat de un volum crescut al rambursărilor de TVA⁵⁵, precum și de unele plăți din fondurile europene⁵⁶. În aceste condiții, ponderea depozitelor în valută în M3 s-a redus (31,9 la sută, ca medie a perioadei).

Din perspectiva contrapartidelor masei monetare, scăderea dinamicii acestora a reflectat menținerea tendinței descendente a vitezei de creștere a activelor externe nete și majorarea dinamicii negative a creditului acordat sectorului privat. O contribuție de sens opus au avut creditul net al administrației publice centrale și pasivele financiare pe termen lung (inclusiv conturile de capital), al căror ritm de creștere s-a mărit, respectiv s-a redus.

⁵² Plăți pentru fermieri și pentru programele de dezvoltare a resurselor umane din fondurile europene, conform comunicatelor de presă ale APIA și respectiv ACIS.

⁵³ Sugerată și de relativa deteriorare a ritmului de creștere anuală în termeni reali a impozitului pe profit din perioada septembrie-noiembrie 2010.

⁵⁴ Conform datelor din bilanța de plăți, valoarea medie lunară a plăților în contul creditelor financiare ale sectorului nebanca s-a dublat în lunile septembrie-octombrie față de perioada iunie-august 2010.

⁵⁵ Conform comunicatelor de presă ANAF, în perioada septembrie-noiembrie s-au returnat sume în valoare de 2,9 miliarde lei, față de circa 1,8 miliarde lei în lunile iunie-august.

⁵⁶ Din comunicatele de presă ale ACIS, APIA și APDRP rezultă că în perioada septembrie-noiembrie s-au efectuat plăți suplimentare, însă departajarea acestora între categoriile de beneficiari (persoane fizice și persoane juridice) este relativ dificilă.

Creditul

În perioada septembrie-noiembrie 2010, variația⁵⁷ creditului acordat sectorului privat s-a readâncit în teritoriul negativ (-3,9 la sută, față de -1,1 la sută în intervalul anterior). Evoluția a reflectat: (i) reaccentuarea contracției soldului împrumuturilor în lei, (ii) încetinirea vitezei de creștere a componentei în valută (localizată la nivelul primelor două luni ale perioadei analizate), precum și (iii) efectele statistice ale scăderii în termeni anuali a cursului de schimb leu/euro⁵⁸ și ale creșterii ratei inflației. În aceste condiții, valoarea medie a ponderii creditelor în valută în totalul creditului acordat sectorului privat a continuat să crească (62,7 la sută, cea mai mare valoare din ultimii opt ani). Principalii determinanți ai slăbirii în continuare a activității de creditare a sectorului privat au fost: (i) reaccentuarea declinului activității economice în trimestrul III 2010, însoțit de continuarea înrăutățirii perspectivelor financiare pe termen scurt ale populației și ale companiilor, precum și (ii) menținerea nivelului înalt al creditelor neperformante. Pe acest fond, cererea de credite a rămas mai degrabă anemică, în timp ce oferta de împrumuturi pare a se fi ameliorat ușor. Principalele indicii în acest sens le-au reprezentat, pe partea cererii, diminuarea fluxului unor categorii de credite noi, în pofida operării unor scăderi ale ratelor dobânzilor aferente acestora⁵⁹, iar pe partea ofertei, promoțiile efectuate pentru cardurile de credit, precum și estimările băncilor privind relaxarea parțială, în trimestrul IV 2010, a standardelor și termenilor de creditare⁶⁰.

Atât împrumuturile populației, cât și cele ale companiilor au consemnat în acest interval dinamici în scădere. Evoluțiile au fost acompaniate de o relativă diminuare a volumului de credite noi ale sectorului privat⁶¹, activitatea de creditare orientându-se, probabil, preponderent spre refinanțarea debitorilor și mai puțin spre acordarea de noi linii de credit. Reculul creditelor populației a continuat să fie mai intens față de cel înregistrat la nivelul companiilor, ritmul de descreștere a împrumuturilor persoanelor fizice dublându-se. Evoluția s-a datorat tuturor componentelor,

⁵⁷ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada septembrie-noiembrie 2010, exprimate în termeni reali.

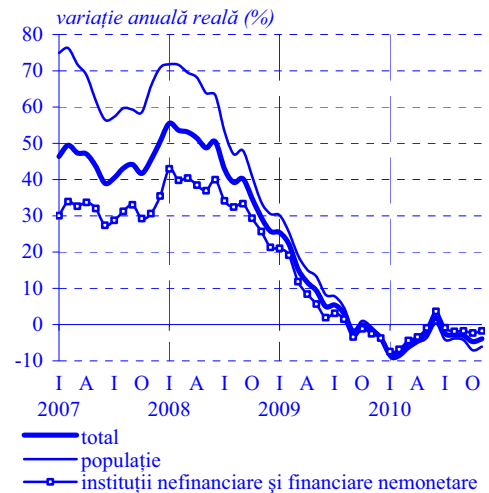
⁵⁸ Cursul de schimb leu/euro de la finele lunii.

⁵⁹ Creditele noi în euro pentru consum și locuințe ale populației și respectiv cele în lei pentru societățile nefinanciare.

⁶⁰ Conform ediției din luna noiembrie 2010 a *Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației*, instituțiile de credit anticipau o relaxare a standardelor și termenilor de creditare la împrumuturile pe termen scurt ale societăților nefinanciare, precum și la cele imobiliare acordate populației.

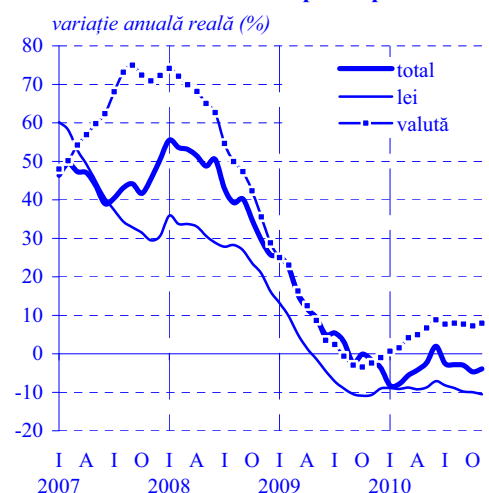
⁶¹ Pe baza datelor de la CRB privind creditele în valoare de peste 20 000 lei, aprobate în perioada analizată.

Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Sursa: INS, BNR

Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR

creditele pentru consum și alte scopuri⁶² adâncindu-și dinamica negativă, iar cele pentru locuințe încetinindu-și viteza de creștere, posibil și ca efect al încheierii celei de a doua etape a programului guvernamental „Prima casă”. La rândul ei, scăderea dinamicii împrumuturilor companiilor a fost indusă de evoluția componentei în lei (în special de cea cu scadența de sub un an), dar și de efectul statistic al cursului de schimb leu/euro; în schimb, viteza de creștere a creditelor în valută (exprimate în euro) s-a majorat marginal, reflectând evoluțiile divergente ale componentelor pe termen mediu, și, respectiv, pe termen scurt și lung (ale căror dinamici s-au reaccelerat și, respectiv, redus).

Creditul net al administrației publice centrale și-a mărit viteza de creștere, pe seama sporirii volumului deținerilor de titluri de stat ale băncilor și, într-o măsură mai mică, a reducerii depozitelor administrației publice centrale.

⁶² 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*).

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2011 la nivelul de 3,6 la sută, cu 0,2 puncte procentuale peste cel prezentat în Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2010. Revenirea ratei inflației în intervalul de variație din jurul țintei centrale de 3 la sută este prevăzută a se produce în a doua parte a anului 2011, când se anticipează că efectul de runda întâi al majorării cotei TVA se va fi epuizat în totalitate. Proiecția indică un nivel al ratei inflației de 3,2 la sută pentru sfârșitul anului 2012.

Dinamica proiectată a ratelor anuale ale inflației IPC și CORE2 se înscrie și în runda curentă pe un trend dezinflaționist pronunțat până la începutul anului 2012. Pentru restul intervalului de referință se prevede o stabilizare a ratelor inflației în apropierea nivelului de 3 la sută al țintei centrale în cazul indicelui agregat și, respectiv, a nivelului de 2,2 la sută în cazul indicelui CORE2. În aceste condiții, dinamica anuală a indicilor IPC și CORE2 evoluează pe traiectorii similare celor prognozate în Raportul din luna noiembrie 2010, cu niveluri ușor mai scăzute până în trimestrul III 2011 și moderat mai ridicate ulterior.

Anticiparea pentru sfârșitul anului 2011 a unei rate anuale a inflației IPC cu 0,2 puncte procentuale mai ridicată decât în proiecția precedentă se datorează în principal unui efect de bază generat la nivelul componentei CORE2⁶³. Proiecția actualizată a ratei inflației CORE2 include influența revizuirii în jos a anticipațiilor privind inflația până în trimestrul III 2011 și în sens opus pentru restul perioadei. Efecte de atenuare a ritmului dezinflației provin din partea actualizării proiecției dinamicii prețurilor importurilor până în trimestrul I 2012 și a deficitului de cerere pe întregul interval de opt trimestre. Deși în runda actuală de proiecție abaterea PIB proiectat de la nivelul său potențial a fost revizuită la valori mai puțin negative, aceasta rămâne pe întreaga perioadă de prognoză principala sursă de presiuni dezinflaționiste.

Banca centrală își menține drept obiectiv prioritar consolidarea perspectivelor de convergență a ratei anuale a inflației IPC către țintele stabilite pe termen mediu. Rata dobânzii de politică monetară va fi poziționată pe o traiectorie care să asigure ajustarea ansamblului condițiilor monetare reale în scopul prevenirii manifestării efectelor de runda a doua ale majorării cotei TVA și ale celorlalte șocuri de natura ofertei relevante pentru perioada de

⁶³ În trimestrul IV 2010, rata trimestrială a inflației CORE2 ajustat s-a situat semnificativ sub cea anticipată în proiecția anterioară, iar în trimestrul I 2011, noile proiecții pe termen scurt au fost, la rândul lor, revizuite la valori inferioare celor proiectate anterior.

referință a proiecției, creând, în același timp, premisele redresării treptate a procesului de creditare a economiei reale și ale reluării creșterii economice sustenabile. O condiție esențială pentru atingerea acestor ținte o reprezintă coordonarea tuturor componentelor mix-ului de politici macroeconomice în vederea continuării implementării programului economic de consolidare fiscală și reforme structurale cu consecvența necesară realizării obiectivelor stabilite în acordurile încheiate sau care se prefigurează a fi încheiate cu UE, FMI și alte IFI.

Incertitudinea asociată proiecției curente este încă ridicată dar, comparativ cu cea anterioară, unele indicii de atenuare par a fi detectabile. Cu toate acestea, balanța generală a riscurilor de abatere a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază continuă să fie înclinată în sensul unor evoluții mai puțin favorabile.

Măsurile de consolidare fiscală aplicate de guvern începând cu a doua jumătate a anului 2010 au favorizat încadrarea în țintele majore agreeate prin acordul curent de finanțare încheiat cu UE, FMI și alte IFI. Pentru perioada de referință a proiecției însă, riscurile asociate abaterilor de la obiectivele pe termen mediu privind continuarea consolidării fiscale, politica veniturilor și reformele structurale continuă să fie relevante. Astfel de abateri pot fi generate atât de acutizarea presiunilor provenite din mediul politic și cel social, cât și de o evoluție a activității economice mai puțin favorabilă celei prevăzute în scenariul de bază al proiecției. Pe termen scurt, materializarea acestor riscuri ar avea influențe divergente și, astfel, incerte ca efect net asupra abaterii inflației de la traiectoria proiectată. Pe termen mediu și lung, însă, ar avea efecte inflaționiste substanțiale, generate de resurgența dezechilibrelor intern și extern, precum și de antrenarea unor presiuni accentuate de depreciere a monedei naționale.

Un risc cu relevanță ridicată este asociat și în actuala proiecție unor posibile creșteri ale prețurilor administrate, mai ample decât cele prevăzute în scenariul de bază al proiecției. Materializarea acestui risc poate fi declanșată de înăsprirea constrângerilor fiscale cu care s-ar putea confrunța administrațiile publice locale, având ca posibil efect reducerea subvențiilor acordate de către acestea regiilor autonome furnizoare ale bunurilor ori prestatoare ale serviciilor respective.

În privința riscurilor având drept sursă mediul extern, continuarea evoluției ascendente a prețurilor materiilor prime, combustibililor sau a celor ale produselor agroalimentare prezintă probabilitatea cea mai ridicată de manifestare în următoarele opt trimestre. Astfel, accentuarea tensiunilor pe piețele internaționale ale acestor produse 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. Inversarea 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 mai ample decât cele proiectate.

1. Scenariul de bază

1.1. Perspectivele inflației

Conform proiecției curente, rata anuală a inflației va coborî de la nivelul de 8,0 la sută înregistrat la sfârșitul anului 2010 în interiorul intervalului de variație din jurul țintei centrale și se va plasa la 3,6 la sută la sfârșitul anului curent, valoare ușor mai ridicată (cu 0,2 puncte procentuale) decât cea prognozată în runda anterioară. La sfârșitul anului 2012, rata anuală a inflației este proiectată a atinge 3,2 la sută. Se apreciază că efectul de runda întâi al majorării cotei TVA se va disipa în mare parte în trimestrul III 2011⁶⁴, urmând a se epuiza complet în ultimul trimestru al anului curent⁶⁵.

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

procente

Perioada	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T1 2012	T2 2012	T3 2012	T4 2012
Țintă				3,0				3,0
Proiectată (sfârșit de perioadă)	6,8	6,8	4,1	3,6	3,1	3,0	3,0	3,2

Inflația anuală este proiectată pe un trend dezinflaționist până la începutul anului viitor⁶⁶, pe parcursul anului 2012 fiind preconizată o relativă stabilizare la valori situate în apropierea țintei de 3 la sută prevăzute pentru sfârșitul aceluși an.

La nivel dezagregat, prognoza ratei inflației a fost fundamentată în runda curentă pe baza următoarelor elemente:

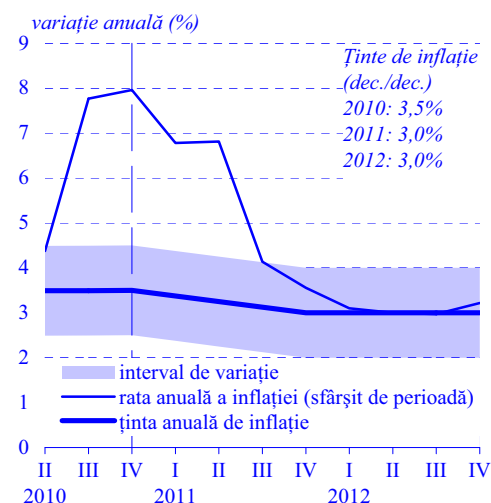
- (i) Proiecția ratei anuale a inflației CORE2 prevede o evoluție descendentă până în primul trimestru al anului viitor, când se anticipează atingerea unui nivel de 2,2 la sută, urmată de o stabilizare în apropierea acestei valori pentru restul intervalului de prognoză. Această evoluție implică, atât pentru anul curent, cât și pentru 2012, contribuții ale inflației CORE2

⁶⁴ Efectul de runda I al majorării cotei TVA (de la 19 la sută la 24 la sută) a determinat o creștere a IPC cu aproximativ 2,4 la sută.

⁶⁵ Epuizarea completă în trimestrul IV 2011 se datorează preluării cotei TVA majorate cu întârziere față de implementarea acestei măsuri, respectiv la livrarea energiei termice către populație în trimestrul IV 2010.

⁶⁶ Cu excepția unei întreruperi temporare în trimestrul II anul curent.

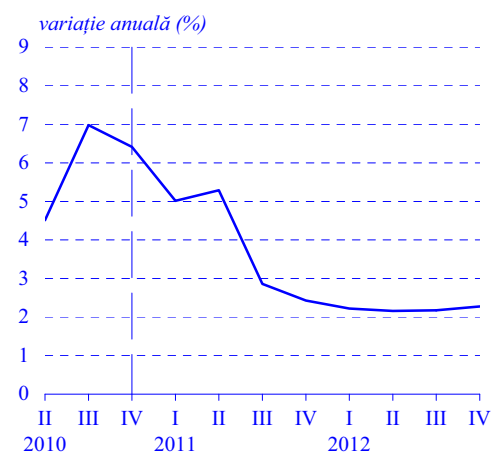
Previziuni privind evoluția inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

Inflația anuală CORE2*



*) trimestru an curent/trimestru an anterior

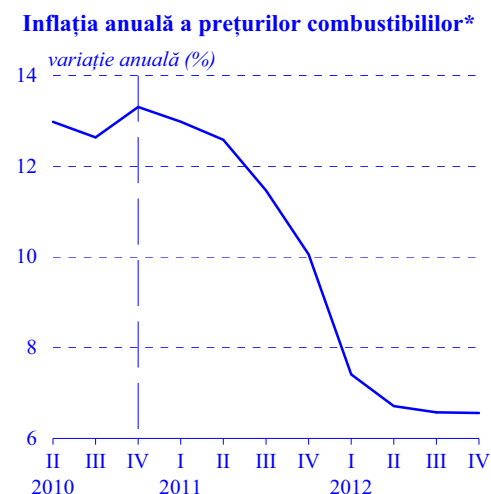
Sursa: INS, calcule BNR

la cea anuală IPC scăzute relativ la ponderea în coșul de consum deținută de această componentă⁶⁷.

Din perspectiva determinantilor inflației de bază, similar ultimelor proiecții, se preconizează un impact favorabil asupra inflației CORE2 din partea cererii agregate pe tot intervalul de prognoză, deși magnitudinea acestui impact este apreciată ca fiind mai redusă, comparativ cu cea din *Raportul asupra inflației* anterior⁶⁸. Din partea prețurilor de import este proiectată o contribuție nefavorabilă mai ridicată, presiunile suplimentare fiind anticipate ca urmare a revizuirii în sus a inflației IAPC din zona euro⁶⁹ și pe fondul diminuării diferențialului prognozat dintre randamentele la depozitele denominate în lei și cele ale plasamentelor în monedă străină⁷⁰. În ceea ce privește așteptările inflaționiste ale agenților economici, traiectoria acestora în runda curentă se plasează la niveluri mai ridicate, comparativ cu cele considerate anterior, din trimestrul IV 2011 până la sfârșitul orizontului de proiecție, reflectând cu precădere anticiparea posibilității unor noi șocuri de natura ofertei⁷¹.

Comparativ cu *Raportul asupra inflației* precedent, traiectoria inflației anuale CORE2 se situează la niveluri marginal inferioare în primele 3 trimestre ale anului curent⁷², în timp ce pe restul intervalului de prognoză inflația de bază are o evoluție ușor mai nefavorabilă dinamicii inflației IPC.

- (ii) Proiecția inflației combustibililor a luat în considerare majorarea accizei la aceste produse începând cu 1 ianuarie 2011, precum și un scenariu de evoluție actualizat pentru cotațiile petrolului WTI pe piețele internaționale, și prevede o tendință de reducere a ratei anuale pe tot intervalul de prognoză, dar care se va tempera către sfârșitul acestuia. Atât pentru anul curent, cât și pentru 2012, contribuția inflației combustibililor la inflația IPC este ridicată relativ la ponderea în coșul de consum a acestei grupe de bunuri⁷³. Comparativ cu runda



*) trimestru an curent/trimestru an anterior

Sursa: INS, calcule BNR

⁶⁷ Indicele CORE2 deține aproximativ 69 la sută din coșul de consum, în timp ce contribuțiile sale în 2010 și 2011 reprezintă circa 50 la sută și respectiv 49 la sută din suma contribuțiilor tuturor componentelor IPC.

⁶⁸ Subsecțiunea 1.3.3. *Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție* conține detalii referitoare la dinamica deficitului de cerere.

⁶⁹ A se vedea subsecțiunea următoare pentru detalii legate de ipotezele privind variabilele externe.

⁷⁰ Diminuare indusă de reevaluarea ascendentă a traiectoriei ratei dobânzii externe EURIBOR la 3 luni.

⁷¹ Prin prisma evoluțiilor recente ale cotațiilor pe piețele internaționale ale mărfurilor alimentare și petrolului, acesta din urmă având potențial de creștere a costurilor de producție pentru o gamă largă de bunuri și servicii.

⁷² În punctul de pornire al proiecției curente (trimestrul I 2011), rata anuală a inflației CORE2 este mai scăzută cu 0,3 puncte procentuale.

⁷³ Contribuțiile proiectate ale inflației anuale a combustibililor la inflația IPC reprezintă aproximativ 22 la sută și 16 la sută din suma contribuțiilor tuturor componentelor pentru 2011 și respectiv, 2012, în timp ce ponderea grupei în coșul de consum este de circa 7,5 la sută.

anterioară, influența prețului petrolului asupra inflației trimestriale a combustibililor este mai puțin favorabilă în primul trimestru al intervalului de prognoză și mai favorabilă în rest⁷⁴. În aceste condiții, rata anuală a inflației combustibililor din proiecția curentă se situează la niveluri superioare celor anticipate anterior până în trimestrul III 2011 inclusiv, pentru restul intervalului de prognoză fiind mai redusă.

- (iii) Contribuția cumulată a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) și a celor administrate la inflația anuală IPC în trimestrul IV 2011 este marginal mai ridicată decât cea anticipată anterior. Evoluțiile proiectate ale acestor componente ale coșului de consum sunt detaliate în subsecțiunea următoare.

1.2. Presiuni exogene asupra inflației

Contribuția cumulată a componentelor exogene⁷⁵ la rata anuală proiectată a inflației IPC este egală cu 1,1 puncte procentuale, atât în anul 2011, cât și în anul 2012. Contribuția dinamicii prețurilor administrate la rata anuală a inflației IPC este de 0,6 puncte procentuale la sfârșitul anului 2011 și, respectiv, de 0,7 puncte procentuale la sfârșitul anului 2012. În cazul prețurilor volatile ale alimentelor (LFO), contribuțiile sunt de 0,4 puncte procentuale la sfârșitul fiecăruia din cei doi ani.

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

		Prețuri administrate		Prețuri volatile ale alimentelor	
		2011	2012	2011	2012
Proiecția curentă	Variație anuală (%)	3,8	4,4	5,8	5,1
	Contribuție la inflația anuală IPC (p.p.)	0,6	0,7	0,4	0,3
Proiecția anterioară	Variație anuală (%)	3,8	2,7**	5,7	4,7**
	Contribuție la inflația anuală IPC (p.p.)	0,6	0,4**	0,4	0,3**

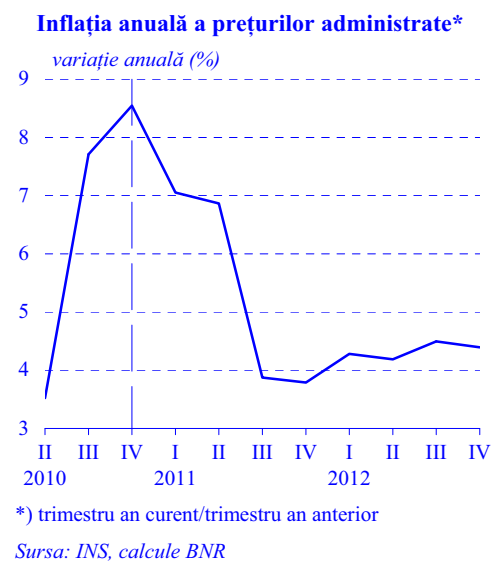
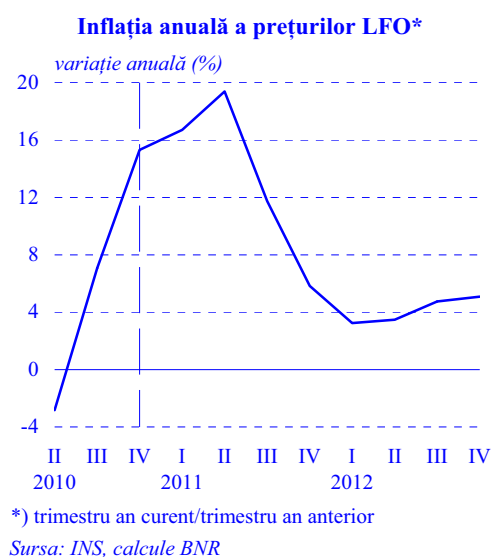
* Calcule T4 an curent/T4 an anterior

** Valori calculate pe intervalul T1-T3 2012 (în runda anterioară, T4 nu era inclus în orizontul de opt trimestre al proiecției)

Având în vedere lipsa unui calendar oficial de modificare a prețurilor administrate în condițiile necesității unor ajustări semnificative la anumite categorii de produse în următorii ani, precum și ecartul pozitiv observat sistematic în seriile istorice între inflația anuală a prețurilor administrate și cea a întregului coș de consum, scenariul de evoluție a prețurilor administrate este construit pe baza unor ipoteze de tip expert. Pentru anul curent a

⁷⁴ Subsecțiunea 1.2. *Presiuni exogene asupra inflației* conține detalii referitoare la scenariul privind prețul petrolului din proiecția curentă.

⁷⁵ În categoria componentelor exogene ale inflației IPC sunt incluse prețurile administrate, prețurile volatile ale fructelor, legumelor și ouălor (LFO) și prețurile produselor din tutun.



fost păstrată ipoteza adoptată în ultimele trei runde, aceea a unei creșteri anuale de 3,8 la sută⁷⁶. Pentru sfârșitul anului 2012, creșterea anuală prognozată în runda curentă este de 4,4 la sută.

Pe fondul dispărării pe parcursul anului 2011 a efectului de bază indus de creșterile de prețuri din luna iulie 2010, care au încorporat și noua cotă TVA și în absența unor prevederi în Codul fiscal privind noi ajustări ale accizei produselor din tutun, dinamica anuală a prețurilor produselor din tutun este preconizată a fi relativ redusă – sub 1 la sută – atât la sfârșitul anului curent, cât și la finele celui următor.

Scenariul privind evoluția economiei zonei euro anticipează o creștere medie anuală a PIB real de 1,5 la sută în anul 2011 (valoare nemodificată față de *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie) și de 1,4 la sută în anul 2012 (valoare revizuită în sus cu 0,2 puncte procentuale). Revenirea activității economice este susținută de exporturi – pe fondul evoluției favorabile a partenerilor comerciali din țările emergente –, iar cererea internă se anticipează că va avea o contribuție pozitivă și în creștere, pe măsura îmbunătățirii treptate a nivelului ocupării forței de muncă și a majorării veniturilor din salarii. Se anticipează că dinamica economiei zonei euro va rămâne însă redusă față de valorile istorice înregistrate înainte de debutul crizei financiare și economice internaționale din cauza continuării procesului de reechilibrare a bilanțurilor în diverse sectoare de activitate. În scenariul de bază curent, rata medie anuală a inflației prețurilor de consum din zona euro este preconizată a se situa la valoarea de 1,6 la sută în anul 2011 și de 2,1 la sută în anul 2012, în creștere pe fondul revenirii cererii interne. Ambele valori prognozate se situează cu 0,1 puncte procentuale peste cele încorporate în proiecția anterioară. Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni este de așteptat să se situeze la niveluri superioare celor proiectate anterior în cea mai mare parte a intervalului de prognoză, în timp ce cursul EUR/USD a fost revizuit în sensul unei ușoare aprecieri a monedei europene, la o valoare medie de 1,32 atât pentru anul curent, cât și pentru anul viitor (față de 1,30 pentru ambii ani în runda precedentă).

Conform scenariului de bază curent, prețul petrolului pe piața internațională⁷⁷ este anticipat a înregistra o creștere graduală pe întreg intervalul de proiecție. Deși nivelul prețului petrolului a fost revizuit în sus atât pentru anul 2011, cât și pentru 2012, ratele trimestriale de creștere a prețului petrolului sunt mai reduse pe tot intervalul de prognoză (cu excepția trimestrului I 2011), efectul asupra ratei trimestriale proiectate a inflației combustibililor fiind, astfel, favorabil începând cu trimestrul II 2011.

⁷⁶ Pentru detalii cu privire la fundamentarea acesteia, a se vedea *Raportul asupra inflației* din luna mai 2010, capitolul V, subsecțiunea 1.2. *Presiuni exogene asupra inflației*.

⁷⁷ În runda curentă, scenariul de evoluție a prețului petrolului în perioada trimestrul I 2011 – trimestrul IV 2012 este preluat de la *U.S. Energy Information Administration*.

Tabelul nr. 5.3. Evoluția așteptată a variabilelor externe

valori medii anuale

	2011	2012
Prețul petrolului WTI (dolari/baril)	93,4	97,5
Cursul de schimb euro/dolar	1,32	1,32
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% pe an)	1,25	1,66
Creștere economică în zona euro (%)	1,5	1,4
Inflația anuală din zona euro (%)	1,6	2,1

Surse: ipoteze BNR pe baza datelor U.S. Energy Information Administration, Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, Consensus Economics

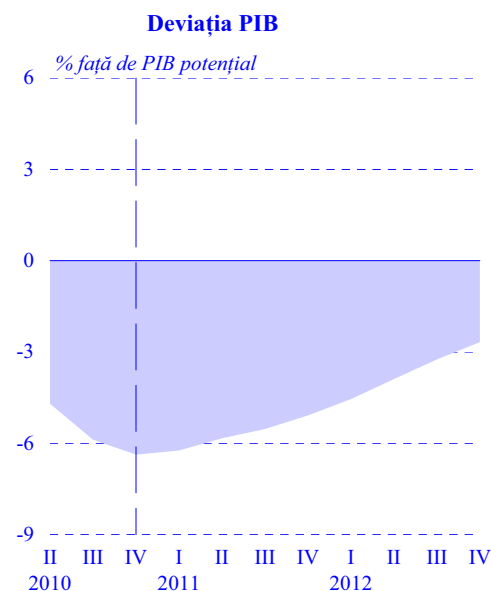
1.3. Presiuni din partea cererii agregate

1.3.1 Presiuni ale cererii în perioada curentă

Evoluția PIB în trimestrul III 2010 a reflectat în principal efectele imediate ale măsurilor de limitare a deficitului bugetar și de asigurare a sustenabilității pe termen mediu a finanțelor publice implementate începând cu luna iulie 2010. Astfel, rata trimestrială⁷⁸ de creștere a PIB real a revenit în teritoriu negativ, respectiv -0,7 la sută, după ce în trimestrul II 2010 înregistrase valori pozitive (+0,3 la sută). Dinamica anuală a fost, de asemenea, negativă (-2,5 la sută)⁷⁹, contracția economică accentuându-se comparativ cu trimestrul anterior în care ritmul anual de creștere a fost de -0,5 la sută.

Ratele de creștere a PIB potențial au fost evaluate în continuare la valori inferioare celor dinaintea crizei economice, datorită întârzierii apariției semnalelor unei redresări economice susținute. Evoluția nefavorabilă a factorilor de producție începând cu trimestrul IV 2008 susține ipoteza încetinerii semnificative a creșterii PIB potențial. Astfel, scăderea considerabilă a fluxurilor de investiții a afectat dinamica stocului de capital, în timp ce contribuția productivității totale a factorilor la dinamica PIB potențial s-a redus semnificativ. Contribuția scăderii populației ocupate, odată cu încetinirea activității economice, la dinamica PIB potențial rămâne marginală.

Pentru trimestrul IV 2010 se preconizează stagnarea evoluției PIB în termeni trimestriali, ca urmare a inerției efectelor contracționiste asupra cererii agregate ale măsurilor de consolidare fiscală cu



Sursa: INS, calcule BNR

⁷⁸ 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.

⁷⁹ Rata anuală corespunzătoare calculată pe baza seriei ajustate sezonier de către INS indică însă o scădere de 2,2 la sută.

caracter permanent inițiate în iulie 2010. Astfel, analiza unui set extins de indicatori macroeconomici⁸⁰ susține adâncirea deficitului de cerere din economie comparativ cu trimestrul precedent, în condițiile unei rate de creștere moderat pozitive a PIB potențial. Aceasta implică, *ceteris paribus*, amplificarea presiunilor dezinflaționiste din partea cererii agregate.

Scăderea PIB din trimestrul III de 0,7 la sută față de cel anterior reflectă contribuții negative ale consumului final, formării brute de capital fix și exporturilor nete, contrabalansate parțial de o contribuție cumulată pozitivă a variației stocurilor și a discrepantei statistice.

Consumul final efectiv a scăzut cu 0,9 la sută în trimestrul III 2010 față de trimestrul anterior, reflectând reducerea în termeni trimestriali atât a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației (-1,0 la sută), cât și a consumului colectiv efectiv al administrațiilor publice (-0,6 la sută). Diminuarea cheltuielilor guvernamentale prin reducerea salariilor din sectorul bugetar și creșterea taxelor prin mărirea cotei TVA au acționat simultan în sensul contracției consumului final.

Pentru trimestrul IV 2010 se anticipează o scădere a consumului efectiv al gospodăriilor populației în condițiile persistenței contracției cererii de consum induse de continuarea procesului de ajustare a cheltuielilor bugetare. În plus, gradul de încredere a consumatorilor, deși în ușoară îmbunătățire comparativ cu media trimestrului anterior, rămâne la valori apropiate de minimul istoric⁸¹. Sensul dinamicii consumului în trimestrul IV este indicat de analiza componentelor surselor de finanțare a consumului populației⁸² care, în primele două luni ale trimestrului IV 2010, semnaleză evoluții nefavorabile față de media trimestrului III⁸³:

⁸⁰ 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.

⁸¹ În trimestrul IV 2010, indicatorul de încredere a consumatorilor a înregistrat valoarea medie de -55,5 puncte, în creștere comparativ cu valoarea minimă istorică înregistrată în trimestrul anterior (-59,6 puncte).

⁸² Conform Capitolului III, secțiunea 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 între veniturile din salarii pe ansamblul economiei, transferurile bugetare, transferurile curente din străinătate ale nerezidenților și veniturile din muncă din străinătate.

⁸³ Ratele de creștere sunt calculate ca variație între media lunilor octombrie și noiembrie față de media trimestrului III. 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.

- veniturile din salarii pe ansamblul economiei au scăzut, reflectând diminuarea atât a numărului de salariați (-1,3 la sută), cât și a salariilor reale nete (-1,0 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 0,9 la sută;
- intrările de transferuri private nete din străinătate și venituri din muncă în străinătate au înregistrat scăderi în termeni reali de 8,7 la sută, respectiv de 6,8 la sută, impactul acestor evoluții asupra venitului agregat fiind atenuat de ponderea cumulată relativ redusă a acestor componente în venitul agregat;
- creditele noi acordate populației s-au redus în termeni reali cu 23,1 la sută pe fondul unui efect de bază pronunțat⁸⁴, în contextul în care așteptările instituțiilor bancare din luna noiembrie indică, la nivelul populației, pentru trimestrul IV 2010, o ușoară înăsprire a standardelor de creditare în cazul creditelor de consum, în timp ce în cazul creditelor imobiliare era așteptată o relaxare importantă a acestora⁸⁵.

În trimestrul IV 2010 depozitele noi totale ale populației au scăzut în termeni reali, o evoluție similară fiind înregistrată și la nivelul stocului de depozite comparativ cu trimestrul anterior⁸⁶. Pe fondul aprecierii în termeni efectivi a monedei naționale în trimestrul IV 2010, diminuarea depozitelor noi în lunile octombrie și noiembrie a fost superioară în termeni trimestriali la nivelul componentei în valută relativ la cea în lei⁸⁷. Pe fondul restrângerii veniturilor disponibile, în primele două luni ale trimestrului IV 2010 cifra de afaceri în comerțul de mărfuri cu amănuntul (cu excepția comerțului cu autovehicule și motocicletele) s-a diminuat față de

⁸⁴ Diminuarea semnificativă reflectă evoluția creditelor noi în euro acordate gospodăriilor, care în lunile iulie și august 2010 au înregistrat valorile maxime din intervalul noiembrie 2008 – noiembrie 2010. Stocul creditelor acordate populației a scăzut în termeni reali în trimestrul IV comparativ cu media trimestrului III cu 2,4 la sută, ritmul anual corespunzător fiind de asemenea negativ, de -6,3 la sută.

⁸⁵ Potrivit „Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației”, noiembrie 2010, realizat trimestrial de către BNR.

⁸⁶ În lunile octombrie și noiembrie comparativ cu media trimestrului precedent depozitele noi ale populației, cumulat în lei și valută, au scăzut cu 6,1 la sută în termeni reali, iar stocul depozitelor populației s-a diminuat în trimestrul IV față de trimestrul anterior cu 1,2 la sută în termeni reali (date ajustate sezonier, BNR).

⁸⁷ În lunile octombrie și noiembrie depozitele noi în lei ale populației s-au diminuat față de trimestrul precedent în termeni reali cu 5,4 la sută, iar cele în valută au scăzut cu 6,8 la sută (date exprimate în euro, termeni nominali). Stocurile de depozite în lei au crescut în trimestrul IV cu 2,2 la sută în termeni reali, iar cele în valută (exprimate în euro) au scăzut cu 3,5 la sută comparativ cu trimestrul anterior (date ajustate sezonier, BNR).

media trimestrului anterior, în timp ce serviciile de piață pentru populație au înregistrat o dinamică ușor pozitivă⁸⁸.

Consumul final colectiv al administrațiilor publice a scăzut în trimestrul III 2010 cu 0,6 la sută comparativ cu trimestrul precedent, variația anuală înregistrată fiind de -4,1 la sută. Diminuarea acestuia reflectă ajustările cheltuielilor bugetare în vederea apropierei de parametrii agreeți cu consorțiul instituțiilor internaționale, respectiv o pondere a deficitului bugetului general consolidat raportat la PIB de 6,8 la sută (metodologie *cash*) la sfârșitul anului 2010. Conform datelor operative publicate de Ministerul Finanțelor Publice, ponderea deficitului bugetar în PIB a fost de 6,51 la sută, în reducere comparativ cu valoarea înregistrată în anul precedent, respectiv 7,4 la sută.

În trimestrul III 2010 formarea brută de capital fix s-a diminuat cu 5,4 la sută comparativ cu trimestrul precedent, în trimestrul IV fiind anticipată o evoluție ușor ascendentă în termeni trimestriali. În condițiile reducerii cumulate semnificative înregistrate începând cu trimestrul IV 2008, evaluările indică situarea acestei componente a PIB atât în trimestrul III, cât și în trimestrul IV 2010 sub tendința pe termen mediu.

Diminuarea formării brute de capital fix reflectă reduceri înregistrate la nivelul ambelor componente principale ale investițiilor în economia națională. Astfel, în trimestrul III 2010, investițiile în construcții noi au continuat să înregistreze o ajustare amplă, diminuându-se cu 23,1 la sută în termeni anuali, în timp ce rata anuală de scădere a investițiilor în utilaje a fost de -9,2 la sută. Importurile de bunuri de capital (exprimate în euro), privite ca un factor potențator al investițiilor în utilaje, au continuat însă să consemneze și în trimestrul III o dinamică anuală pozitivă, însă în încetinire substanțială comparativ cu cea înregistrată în trimestrul anterior⁸⁹.

În trimestrul IV 2010, evoluția producției industriale de bunuri de capital a redevenit pozitivă în termeni trimestriali (3,9 la sută), în timp ce rata anuală de creștere a continuat să fie pozitivă și superioară ca magnitudine celor înregistrate în primele trei trimestre din 2010⁹⁰. Analiza resurselor de finanțare a investițiilor,

⁸⁸ În primele două luni ale trimestrului IV comparativ cu media trimestrului anterior, cifra de afaceri în comerțul de mărfuri cu amănuntul (cu excepția comerțului cu autovehicule și motociclete) s-a diminuat cu 3,6 la sută, în timp ce serviciile de piață pentru populație au înregistrat un avans trimestrial de 0,7 la sută (date ajustate sezonier, INS).

⁸⁹ În trimestrul III 2010, importurile de bunuri de capital au avansat în termeni anuali cu 10,6 la sută, comparativ cu 30,4 la sută în trimestrul anterior.

⁹⁰ Valorile ratelor anuale de creștere ale producției industriale de bunuri de capital au fost: 12,1 la sută în trimestrul I, 10,5 la sută în trimestrul II, 4,7 la sută în trimestrul III. În primele două luni ale trimestrului IV 2010, avansul înregistrat în termeni anuali a fost de 14,0 la sută.

externe firmelor, nu indică însă reluarea procesului investițional într-un ritm susținut, reflectând persistența unui grad ridicat de prudență din partea companiilor și a populației. Astfel, standardele de creditare în trimestrul III 2010 au rămas relativ similare celor înregistrate în trimestrul anterior în cazul companiilor nefinanciare, evoluție anticipată și pentru trimestrul IV⁸⁵. În aceste condiții, fluxul creditelor acordate societăților comerciale nefinanciare s-a redus în primele două luni ale trimestrului IV, reflectând ajustări atât la nivelul creditelor noi acordate în lei, cât și la nivelul celor acordate în euro⁹¹. În plus, o evoluție descendentă în termeni reali a înregistrat și stocul creditului pe termen mediu și lung acordat persoanelor juridice și pe termen lung acordat populației⁹².

Atât importurile, cât și exporturile au înregistrat și în trimestrul III 2010 dinamici trimestriale pozitive, acestea crescând cu 4,9 la sută, respectiv 1,3 la sută⁹³. Menținerea unei dinamici pozitive a exporturilor a fost influențată favorabil de continuarea, deși cu ritmuri inferioare celor din trimestrul II, a redresării cererii externe, în particular de evoluția activității economice în statele din zona euro⁹⁴. Evoluția importurilor reflectă avansul înregistrat de importurile de bunuri intermediare și de cele destinate consumului⁹⁵. Pentru trimestrul IV 2010, în condițiile menținerii unor evoluții trimestriale pozitive ale cererii externe și producției industriale⁹⁶, este anticipată continuarea dinamicii trimestriale pozitive atât la nivelul exporturilor, cât și al importurilor.

⁹¹ Creditele noi în lei acordate societăților comerciale nefinanciare au scăzut în termeni reali cu 13,7 la sută în primele două luni ale trimestrului IV comparativ cu media trimestrului anterior, iar cele acordate în euro, exprimate în euro, s-au redus în termeni nominali cu 8,2 la sută relativ la media trimestrului anterior.

⁹² În trimestrul IV 2010, stocul acestor credite a scăzut în termeni reali cu 0,2 la sută față de media trimestrului precedent, în timp ce rata anuală corespunzătoare a fost de -2,0 la sută.

⁹³ Rata trimestrială de creștere a importurilor este similară celei înregistrate în trimestrul precedent, respectiv +4,9 la sută, în timp ce la nivelul exporturilor dinamica pozitivă este în diminuare relativ la cea înregistrată în trimestrul anterior (+2,0 la sută). Ratele anuale de variație a importurilor și exporturilor au fost în trimestrul III de 11,9 la sută și, respectiv, 14,6 la sută.

⁹⁴ În trimestrul III 2010, PIB aferent zonei euro a crescut în termeni trimestriali cu 0,3 la sută, comparativ cu avansul de 1,0 la sută înregistrat în trimestrul anterior (date ajustate sezonier). Importurile zonei euro, o măsură alternativă a cererii externe, au înregistrat un avans trimestrial de 1,5 la sută, comparativ cu 4,3 la sută în trimestrul II 2010.

⁹⁵ În trimestrul III 2010, ratele de creștere trimestriale aferente componentelor importurilor sunt: materii prime, -16,2 la sută, bunuri intermediare, 1,4 la sută, bunuri de capital, -10,2 la sută, bunuri de consum, 2,9 la sută (date neajustate sezonier, exprimate în euro, sursa BNR).

⁹⁶ În lunile octombrie și noiembrie, producția industrială a crescut cu 2,2 la sută comparativ cu media trimestrului anterior, reflectând dinamici pozitive la nivelul fiecărei componente: producția industrială de bunuri intermediare (2,9 la sută), de bunuri de capital (3,9 la sută), de bunuri de folosință îndelungată (3,4 la sută) și de bunuri de uz curent (2,1 la sută) (date ajustate sezonier, INS).

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

În trimestrul IV 2010, moneda națională s-a depreciat în termeni nominali în raport cu moneda europeană, evoluție similară celei înregistrate în trimestrul precedent. În schimb, în condițiile unei depreciări a dolarului american față de moneda europeană superioare ca magnitudine celei înregistrate de leu față de euro, leul s-a apreciat în raport cu dolarul american. Efectul cumulat al evoluției celor două cotații asupra cursului nominal efectiv⁹⁷ a fost o apreciere în termeni trimestriali. În termeni reali, s-a consemnat o apreciere trimestrială a cursului efectiv, care s-a datorat atât aprecierii în termeni nominali, cât și ratei trimestriale a inflației interne, superioară celor din zona euro și SUA.

În pofida persistenței problemelor legate de sustenabilitatea finanțelor publice la nivelul unor state membre ale zonei euro, în trimestrul IV 2010 este așteptată continuarea⁹⁸ dinamicii pozitive a PIB în cadrul zonei euro pe fondul unei îmbunătățiri a așteptărilor sectorului privat privind dinamica activității economice⁹⁹ și al revigorării cererii externe.

În cazul României, implementarea unor măsuri concrete de consolidare fiscală începând cu luna iulie 2010, respectiv reducerea salariilor din sectorul bugetar și creșterea cotei TVA, a contribuit la creșterea gradului de sustenabilitate pe termen mediu a finanțelor publice, favorizând, în același timp, încadrarea în ținta de deficit bugetar agreată cu consorțiul instituțiilor internaționale pentru 2010, respectiv 6,8 la sută din PIB¹⁰⁰. În aceste condiții, în trimestrul IV 2010 a avut loc o ameliorare a percepției investitorilor asupra perspectivelor economiei naționale. Acest aspect a fost reflectat și în evoluția *spread*-urilor *credit default swaps* (CDS) pentru România, care în trimestrul IV, deși continuă să înregistreze niveluri printre cele mai ridicate relativ la cele aferente țărilor din Europa Centrală și de Est membre ale UE, au consemnat valori semnificativ inferioare față de cele înregistrate în trimestrul anterior.

⁹⁷ Cursul 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.

⁹⁸ Creșterea PIB real în zona euro/UE în termeni trimestriali a redevenit pozitivă începând cu trimestrul III 2009, valoarea înregistrată în trimestrul III 2010 comparativ cu trimestrul anterior fiind de 0,3/0,5 la sută.

⁹⁹ Indicatorul de încredere în economie ESI (date ajustate sezonier, publicate de către Comisia Europeană) la nivelul Uniunii Europene/zonei euro a înregistrat valoarea medie de 105,0/105,0 în trimestrul IV 2010, în creștere comparativ cu valorile înregistrate în trimestrul anterior (103,0, respectiv 102,2).

¹⁰⁰ Conform datelor operative publicate de Ministerul Finanțelor Publice ponderea deficitului bugetar în PIB la sfârșitul anului 2010 a fost de 6,51 la sută.

Impactul evoluției cursului real efectiv asupra activității economice este analizat prin intermediul canalului exportului net și al efectelor de avuție și bilanț. Potrivit evaluării efectuate, în trimestrul IV 2010 cursul real efectiv de schimb exercită prin canalul exportului net un impact restrictiv asupra cererii agregate, pe fondul aprecierii în termeni reali înregistrate în această perioadă. Pe de altă parte, impactul cursului de schimb efectiv prin intermediul efectelor de avuție și bilanț este unul stimulativ asupra cererii agregate din perioadele viitoare datorită scăderii costului în lei aferent creditelor în valută. În același timp, aprecierea cursului de schimb nominal efectiv față de trimestrul anterior contribuie, *ceteris paribus*, la diminuarea prețurilor de consum prin reducerea prețurilor de import.

Ratele dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari s-au redus în trimestrul IV 2010 în termeni nominali, încorporând parțial evoluțiile înregistrate de ratele dobânzilor de pe piața interbancară. În schimb, în termeni reali, ratele dobânzilor la depozite și credite practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari s-au majorat în trimestrul IV 2010, pe fondul unor anticipații privind inflația în reducere față de trimestrul anterior, evoluție ce a contrabalansat efectul scăderii în termeni nominali a ratelor dobânzilor. Efectul cumulat exercitat asupra activității economice reale de către ratele reale ale dobânzilor la depozite și credite rămâne stimulativ și în trimestrul IV 2010, dar în reducere ușoară relativ la cel exercitat în trimestrul anterior.

În aceste condiții 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 a fi neutru în trimestrul IV 2010.

1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

Similar prognozei precedente, deviația PIB real se va menține la valori puternic negative în cea mai mare parte a orizontului proiecției, limitând astfel potențialul de creștere a prețurilor de consum. Existența unor capacități de producție excedentare, precum și acumularea unor volume importante de stocuri de materii prime și produse finite oferă firmelor posibilitatea de a acomoda eventualele presiuni generate de revenirea cererii mai degrabă prin creșterea ofertei de bunuri și servicii decât prin majorarea prețurilor de vânzare. Astfel, pe măsura reluării creșterii economice, deficitul de cerere se va diminua treptat, fără însă a genera presiuni inflaționiste.

Pentru moment, însă, insuficiența cererii continuă să fie menționată ca unul dintre factorii principali care frânează activitatea economică¹⁰¹. Anticiparea pentru ultimul trimestru al anului 2010 a unei dinamici mai optimiste comparativ cu runda anterioară a PIB real reprezintă unul din determinanții majori ai revizuirii, în runda curentă, a deficitului de cerere. În același timp, contribuțiile factorilor fundamentali ai deviației PIB au suferit modificări mai puțin semnificative pe intervalul de proiecție, în sensul unei ușoare accentuări a prociclicității politicii fiscale, compensată însă de anticiparea unui set mai puțin restrictiv al condițiilor monetare reale în sens larg.

Determinarea impulsului fiscal pornește de la coordonatele preconizate ale politicii fiscale pentru perioada următoare, așa cum sunt acestea stipulate în acordul multilateral de finanțare încheiat de România cu UE-FMI-IFI. Îndeplinirea angajamentelor asumate de guvern cu privire la reducerea deficitului bugetar¹⁰² reclamă un efort semnificativ din partea politicii fiscale, ceea ce menține caracterul prociclic al acesteia în cea mai mare parte a orizontului de proiecție. Comparativ cu runda anterioară, impulsul fiscal are o contribuție mai puțin favorabilă la adresa activității economice, în principal datorită revizuirii componente structurale a deficitului bugetar pe parcursul intervalului de proiecție către niveluri mai reduse.

Ansamblul componentelor setului de condiții monetare reale exercită o influență mai puțin restrictivă asupra deviației PIB real comparativ cu raportul precedent. Rata dobânzii de politică monetară este calibrată astfel încât să asigure contracararea potențialelor presiuni inflaționiste de runda a doua datorate majorării cotei TVA și a celorlalte șocuri de ofertă anticipate pe perioada de referință a proiecției¹⁰³, creând, în același timp, premisele redresării treptate a procesului de creditare a economiei reale. Deviațiile de la trend ale ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele în lei și valută practicate de băncile comerciale în relația cu clienții nebancari sunt anticipate a fi stimulative pe întreg orizontul proiecției, deși într-o măsură mai mică comparativ cu runda anterioară. Pe de altă parte, revizuirea în sus în mai mare măsură a traiectoriei ratei anuale interne a inflației IPC, comparativ cu cea din zona euro pe intervalul de proiecție, are ca efect, *ceteris paribus*, consemnarea unor ritmuri ușoare de apreciere reală a cursului real efectiv de schimb. Pe ansamblu, însă, comparativ cu runda precedentă, influența cursului real efectiv de

¹⁰¹ În special la nivelul firmelor din industrie și construcții, conform Buletinului de conjunctură realizat de Banca Națională a României în luna ianuarie 2011.

¹⁰² Obiectivul cantitativ stabilit cu UE pentru deficitul bugetar este de 3 la sută din PIB în anul 2012.

¹⁰³ A se vedea subsecțiunea 1.2. *Presiuni exogene asupra inflației*.

schimb asupra exporturilor nete este de așteptat a fi relativ mai favorabilă pe tot intervalul.

Cererea externă se menține la aproximativ aceleași niveluri anticipate și în raportul precedent. Astfel, în timp ce dinamica exporturilor este determinată de evoluția favorabilă a ritmului de creștere a PIB din zona euro, evoluția importurilor reale va fi stimulată de revenirea dinamicii pozitive a consumului privat și a investițiilor reale, cele două componente principale ale cererii interne. În contrast cu proiecția precedentă pentru anul 2011, contribuția exportului net la PIB va fi una negativă, în acord cu o proiecție ușor mai optimistă privind reluarea creșterii economice. În același timp, deficitul de cont curent exprimat ca raport în PIB este de așteptat să înregistreze o majorare moderată până la sfârșitul perioadei de referință.

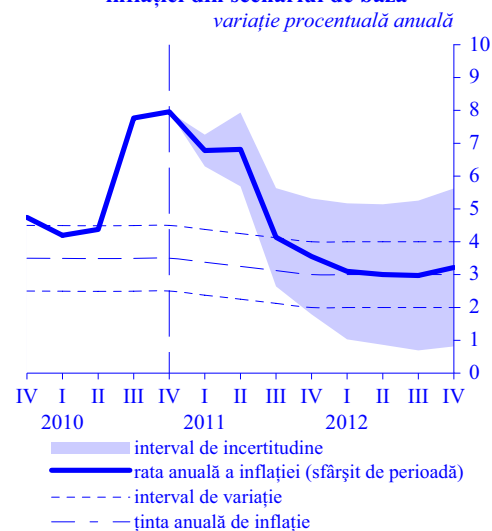
1.4. Riscuri asociate proiecției

Orice proiecție cu privire la evoluția viitoare a economiei naționale este supusă în mod inerent unor elemente de incertitudine. Și în runda curentă, se prefigurează o serie de factori de risc specifici, a căror potențială materializare pe parcursul intervalului de opt trimestre al proiecției ar putea abate traiectoriile proiectate ale ratei inflației de la valorile prevăzute în scenariul de bază. Distribuția riscurilor la adresa ratei inflației IPC este apreciată în continuare ca fiind asimetric repartizată în jurul traiectoriei descrise de scenariul de bază. Astfel, probabilitatea unor abateri în sus de la aceasta continuă să fie ceva mai ridicată, deși pe parcursul ultimelor luni o parte a factorilor de risc adversi menționați în *Raportul asupra inflației* precedent s-au materializat deja.

Aplicarea, pe parcursul ultimelor luni, a setului de măsuri având drept scop restabilirea echilibrului bugetar a favorizat încadrarea, la sfârșitul anului trecut, a politicii fiscale în țintele majore agreate prin acordul de finanțare încheiat cu UE/FMI/BM¹⁰⁴. În plus, perspectiva tranzitării de la un acord *stand-by* la unul de tip *preventiv*¹⁰⁵ cu Uniunea Europeană și Fondul Monetar Internațional este de așteptat să asigure, în scenariul de bază, menținerea coerenței *mix*-ului politicilor macroeconomice pe tot intervalul de prognoză.

Cu toate acestea, abateri de la coordonatele proiectate ale politicii fiscale din scenariul de bază nu pot fi aprioric excluse. Pe parcursul ultimului an, derapaje ale politicii fiscale de la țintele stabilite s-au datorat, pe de-o parte, unei dinamici mai puțin favorabile, *ex post*,

Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază



¹⁰⁴ Singura excepție pare a fi dată de nivelul arieratelor sectorului guvernamental.

¹⁰⁵ Cel mai probabil acest nou acord va intra în vigoare pe parcursul trimestrului II al anului curent.

a activității economice interne comparativ cu valorile proiectate, iar pe de altă parte, unor dificultăți de implementare a setului politicilor convenite, datorate unui cumul de presiuni provenind atât din sfera politică, cât și din cea socială. Persistența unor cauze similare și în viitor ar putea avea ca efect abaterea în sens nefavorabil a deficitului bugetar de la coordonatele convenite. Într-o asemenea eventualitate, sensul deviației ratei inflației de la traiectoria din scenariul de bază urmează a fi incert, datorită multiplelor canale, uneori cu impact divergent asupra traiectoriei pe termen scurt, respectiv a celei pe termen mediu, a prețurilor bunurilor de consum.

Pe de o parte, încercarea de a restabili echilibrul bugetar ar putea afecta nefavorabil veniturile și nivelul ocupării forței de muncă din sectorul bugetar, cu efecte posibil a fi propagate inclusiv asupra nivelului veniturilor plătite în sectorul privat (efect de demonstrație¹⁰⁶). Cu cât măsurile corective ar fi mai ample, cu atât presiunile inflaționiste din economie ar urma să fie, *ceteris paribus*, mai scăzute comparativ cu scenariul de bază. Pe de altă parte, necesarul suplimentar de finanțare a deficitelor bugetare acumulate ar putea conduce la o amplificare a dificultăților de finanțare directă a statului de pe piețele interne și/sau externe, cu consecințele probabile ale unei creșteri a costurilor marginale de atragere a surselor de finanțare și ale deteriorării percepției de risc a investitorilor. Cu cât aceste dificultăți s-ar accentua, cu atât presiunile în sensul deprecierei monedei naționale ar deveni mai puternice. În acest caz, presiunile inflaționiste s-ar amplifica față de scenariul de bază. În ambele situații menționate, impactul asupra activității economice ar urma să fie mai puternic contracționist, în primul rând pe seama diminuării venitului disponibil¹⁰⁷ al populației și, astfel, a reducerii cererii interne. O influență nefavorabilă suplimentară asupra activității economice ar putea fi rezultatul unei evicțiuni a resurselor de creditare ale sectorului privat de către necesarul de finanțare în creștere al bugetului de stat.

Pe lângă sursele de risc deja menționate asociate conduitei viitoare a politicii fiscale, nu este de neglijat nici posibilitatea unei intensificări, cu precădere din partea acelor categorii sociale afectate de măsurile recente de austeritate bugetară, a presiunilor de refacere a veniturilor disponibile către niveluri cât mai apropiate de cele anterioare aplicării acestor măsuri. Pe lângă impactul direct, constând cu precădere în creșterea cheltuielilor salariale și,

¹⁰⁶ Manifestate pe fondul diminuării concurenței între diferitele segmente ale pieței forței de muncă, ca urmare a creșterii concedierilor din sectorul public.

¹⁰⁷ Dacă în prima situație ipotetică, reducerea venitului disponibil este consecința directă a măsurilor de restabilire a echilibrului bugetar, în cea de a doua variantă, diminuarea acestuia poate fi rezultatul unui impact nefavorabil asupra cererii interne al creșterii costurilor exprimate în lei ale împrumuturilor și serviciului datoriiilor contractate de agenții economici în valută – efectul de avuție și bilanț.

implicit, deteriorarea echilibrului bugetar, materializarea unui astfel de scenariu ar putea rezulta în creșteri suplimentare ale salariilor în sectorul privat, prin „efectul de demonstrație”. În aceste condiții, se conturează riscul amplificării decalajului pozitiv dintre creșterile de salarii și cele de productivitate la nivelul economiei, al unei creșteri mai accentuate a costurilor unitare cu forța de muncă și, în consecință, al unei amplificări a presiunilor inflaționiste din economie comparativ cu scenariul de bază al proiecției.

În mod similar rapoartelor anterioare asupra inflației, este reiterat ca relevant riscul unei abateri a dinamicii exogene a prețurilor administrate de la coordonatele scenariului de bază¹⁰⁸. În lipsa unor semnale oficiale clare privind calendarul ajustărilor de prețuri administrate, presiuni în sensul creșterii asupra acestei componente a inflației IPC ar putea proveni din diferite surse: (i) reduceri ale subvențiilor și altor ajutoare de la bugetul de stat, în condițiile ipotetice ale prelungirii perioadei de recesiune și diminuării veniturilor bugetare, (ii) presiuni semnificative din partea regiilor autonome confruntate cu creșteri ale costurilor și (iii) necesitatea ajustării unor categorii de prețuri administrate importante, care se vor repercuta și asupra altor tarife reglementate (în principal gaze naturale¹⁰⁹, energie termică și electrică¹¹⁰). În eventualitatea menținerii, în următorii ani, a unei ponderi ridicate a produselor cu prețuri administrate în structura coșului de consum¹¹¹, relevanța unei abateri a scenariului de evoluție a acestor prețuri de la traiectoria din scenariul de bază ar urma să fie considerabilă. În aceste condiții, impactul asupra ratei inflației IPC ar fi semnificativ. În ipoteza, însă, a unei diminuări a acestei ponderi în momentul actualizării de către Institutul Național de Statistică a structurii coșului de consum¹¹² pentru anul curent, efectele nefavorabile asupra ratei proiectate a inflației IPC ar putea fi atenuate.

¹⁰⁸ Pentru o comparație a scenariului curent cu cel inclus în raportul din noiembrie, a se vedea subsecțiunea 1.2. *Presiuni exogene asupra inflației*.

¹⁰⁹ Există posibilitatea majorării prețului reglementat al gazelor naturale în condițiile avizării de către Agenția Națională de Reglementare în Domeniul Energiei a unei ponderi în creștere a importurilor (mai scumpe decât producția internă) în structura coșului de gaze naturale utilizat de către operatorii de pe piață.

¹¹⁰ Stabilirea prețului energiei termice și al celei electrice depinde de cel al gazelor naturale.

¹¹¹ În România, pentru anul 2010, ponderea prețurilor administrate în coșul de consum era de 17,4 la sută comparativ cu 10,96 la sută la nivelul zonei euro sau 11,9 la sută în medie la nivelul membrilor Uniunii Europene.

¹¹² Pentru anul 2011, structura ponderilor componentelor în coșul IPC va fi publicată de către INS în luna februarie a.c., fiind derivată din structura cheltuielilor medii lunare ale unei gospodării pentru cumpărarea bunurilor și plata serviciilor, efectuate cu doi ani în urmă, respectiv în 2009. În acel an, dinamica anuală a prețurilor administrate a înregistrat cea mai mică valoare istorică.

În perioada parcursă de la raportul anterior, situația economică externă s-a menținut pe o traiectorie relativ stabilă, caracterizată însă de evoluții divergente la nivelul statelor membre. Totodată, s-au menținut incertitudini, legate îndeosebi de problemele de sustenabilitate a datoriei publice ale unor țări din spațiul european. Posibila amplificare, în perioadele viitoare, a problemelor de finanțare a datoriilor acumulate ar urma să se răsfrângă, în continuare, și asupra traiectoriei cursului de schimb al monedei euro față de dolarul american. În aceste condiții, cursul de schimb euro/dolar s-ar putea abate semnificativ de la traiectoria presupusă în scenariul de bază. De exemplu, o apreciere a dolarului față de euro ar urma să conducă, *ceteris paribus*, la o deteriorare suplimentară a leului în raport cu dolarul american, la scumpirea importurilor denominate în dolari¹¹³ și, în final, la majorări suplimentare ale prețurilor de vânzare de pe piața internă ale combustibililor minerali și lubrifianților. Consecințele directe ale unui asemenea scenariu advers, reflectate de majorarea costurilor de producție ale agenților economici, ar putea fi amplificate de manifestarea unor efecte inflaționiste indirecte, preluate prin intermediul unor așteptări mai ridicate privind inflația. Într-o astfel de eventualitate, performanța dezinflaționistă s-ar deteriora substanțial comparativ cu cea proiectată.

Tendința recentă de creștere a cotațiilor unor materii prime și produse agricole pe piețele internaționale nu exclude, în ipoteza unei refaceri mai rapide, comparativ cu scenariul de bază, a economiei mondiale, posibilitatea unei amplificări suplimentare a presiunilor inflaționiste provenind din aceste surse. Aceasta ar putea decurge, de exemplu, în situația revigorării, într-un ritm mai rapid, a activității economice din țările emergente, ceea ce ar urma să aibă ca efect creșterea cererii adresate acestor categorii de produse și, astfel, scumpiri adiționale. Într-un asemenea scenariu se anticipează o scumpire a importurilor de bunuri și servicii, creșterea costurilor de producție interne și, în final, presiuni inflaționiste mai ample. În plus, în cazul produselor alimentare cu prețuri volatile, strict dependente de evoluția condițiilor climaterice, nu este exclusă înregistrarea unor fluctuații de mai mică ori de mai mare amplitudine ale prețurilor interne ale alimentelor în jurul traiectoriei prevăzute a acestora din scenariul de bază.

¹¹³ În principal petrol.

2. Evaluarea de politică monetară

Rata anuală a inflației a continuat să crească în trimestrul IV 2010, dar într-un ritm relativ diminuat, nivelul atins de aceasta în decembrie, de 7,96 la sută, fiind marginal inferior celui prognozat (*Raportul asupra inflației* din noiembrie 2010). Continuarea accelerării inflației s-a datorat, în principal, creșterii dinamicilor anuale ale prețurilor produselor alimentare și combustibililor – reflectând cu precădere scumpirea consistentă a materiilor prime pe piața internațională –, precum și amplificării creșterii în termeni anuali a prețurilor administrate, decurgând din ajustarea semnificativă, inclusiv ca efect al majorării cotei TVA, a tarifelor energiei termice. Contribuția de ansamblu adusă la accelerarea inflației de manifestarea decalată a efectelor directe ale majorării cotei TVA a fost totuși modestă, *pass-through*-ul acesteia rămânând incomplet până la sfârșitul anului. Totodată, tendința de amplificare a deviației ratei anuale a inflației față de ținta anului 2010, indusă de șocurile ofertei, a fost atenuată de influențele peste așteptări ale prelungirii creșterii deficitului de cerere agregată, dar și de efectul de bază asociat majorării prețului țigărilor la finele anului 2009.

Pe acest fond, perspectiva pe termen scurt a inflației s-a ameliorat ușor, traiectoria actualizată a ratei anuale prognozate a inflației coborând pe parcursul primelor trei trimestre ale acestui an pe un palier inferior celui evidențiat în cadrul precedentei proiecții; traiectoria își păstrează *pattern*-ul anterior prognozat, suferind în trimestrul III o amplă corecție descendentă, ca urmare a disipării efectului direct al majorării cotei TVA. Ritmul previzionat al consolidării ulterioare a dezinflației încetinește însă semnificativ, în condițiile în care, în următoarele trimestre, implicit la sfârșitul anilor 2011 și 2012, valorile așteptate ale ratei anuale a inflației se plasează la niveluri ușor superioare celor proiectate anterior.

Resorturile principale ale ușoarei înrăutățiri a perspectivei inflației pe orizontul mai îndepărtat al prognozei sunt ajustările mai ample de prețuri administrate anticipate a fi efectuate în acest interval, precum și amplitudinea relativ diminuată a deficitului prognozat de cerere agregată, de natură să atenueze ușor presiunile dezinflaționiste ale acestuia. Lor li se alătură ipotezele mai puțin favorabile privind impactul exercitat asupra indicelui prețurilor de consum de efectele indirecte ale ajustărilor de prețuri administrate și de comportamentul cursului de schimb al leului. În pofida acțiunii adverse a acestor factori, rata anuală prognozată a inflației revine în trimestrul IV al anului 2011 și se menține ulterior în interiorul intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație stabilite pentru anii 2011 și 2012 (3 la sută).

Riscurile și incertitudinile asociate prognozei evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu, implicit prognozei inflației, continuă însă

să fie semnificative. Deosebit de preocupantă este potențiala producere de șocuri suplimentare pe partea ofertei, ce ar putea frâna consolidarea în ritmul anticipat a dezinflației, inclusiv prin efectele exercitate asupra așteptărilor inflaționiste. Din această perspectivă, cel mai important risc îl reprezintă posibila prelungire/accelerare a creșterii prețurilor pe piața internațională a materiilor prime, mai cu seamă a celor alimentare și energetice, în ipoteza persistenței/amplificării decalajului dintre oferta și cererea de asemenea bunuri, decurgând inclusiv dintr-o redresare mai rapidă a celei din urmă. Acestuia i se alătură riscul creșterii amplitudinii ajustării unor impozite indirecte și a unor prețuri reglementate în statele UE/zonei euro, în contextul necesității continuării procesului de consolidare fiscală.

Materializarea acestor riscuri, coroborată eventual cu o relativă depreciere a leului față de principalele monede, ar fi de natură să antreneze, nu doar prin canalul importurilor, creșteri de diferite intensități ale prețurilor interne ale unor produse și servicii destinate consumului. În condițiile în care influențele externe adverse ar fi receptate prioritar, cel mai probabil, de prețurile produselor alimentare procesate și neprocesate, precum și de prețul combustibililor, încetinirea implicită a procesului dezinflației ar putea fi semnificativă, date fiind: (i) ponderea ridicată deținută de aceste categorii de bunuri în coșul pe baza căruia se calculează indicele prețurilor de consum și elasticitatea scăzută a cererii pentru asemenea bunuri; (ii) potențiala repercutoare – eventual cu un anumit decalaj – a acestor creșteri asupra altor categorii de prețuri și tarife incluse în componenta de bază a inflației; (iii) substituibilitatea relativ redusă a unora dintre produsele importate, datorată inclusiv volumului/calității insuficiente a bunurilor similare realizate în economia națională.

Pe acest fond, creșterea prețurilor produselor alimentare pe piața internă ar mai putea fi potențată de: (i) productivitatea relativ scăzută a agriculturii, dar și a industriei alimentare locale; (ii) vulnerabilitatea ridicată a producției agricole față de condițiile meteorologice; (iii) menținerea unor disfuncționalități structurale și ineficiențe pe piața produselor agroalimentare, implicit a unor comportamente neadecvate de stabilire a prețurilor. Este însă posibil ca, pe fondul continuării scăderii veniturilor disponibile ale populației și al întârzierii ameliorării perspectivei cererii de consum, unii producători și comercianți din sectorul produselor agroalimentare să prefere să-și restrângă marjele de profit în scopul limitării scăderii volumului vânzărilor proprii. Eventuala adoptare a unui asemenea comportament, inclusiv de către agenți economici din sectoarele ce produc și comercializează alte categorii de bunuri și servicii de consum, ar fi de natură să minimizeze și riscul prelungirii manifestării efectelor întârziate ale creșterii cotei standard a TVA.

Posibila intensificare a tensiunilor pe piețele internaționale ale materiilor prime, precum și nevoia de a se continua procesul de consolidare fiscală pe plan intern sporesc însă relevanța riscului efectuării în perioada următoare a unor ajustări mai ample de prețuri reglementate și, eventual, de impozite indirecte. În acest context, preocuparea majoră a băncii centrale o constituie amplitudinea efectelor inflaționiste directe/indirecte ale potențialelor șocuri suplimentare de natura ofertei, dar mai ales capacitatea acestora de a genera efecte secundare prin intermediul deteriorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu.

Producerea unor asemenea efecte, concretizate cel mai probabil într-o majorare a câștigurilor salariale necorelată cu creșterea productivității, implică în sporirea costurilor unitare cu forța de muncă, ar induce riscuri majore la adresa sustenabilității dezinflației. Și sustenabilitatea contului curent ar fi amenințată, dată fiind posibila erodare a câștigurilor de competitivitate acumulate anterior; aceasta ar putea fi potențată de o eventuală apreciere excesivă a leului, în ipoteza refacerii mai rapide a intrărilor de capital, mai ales a celor de capital volatil. Astfel s-ar compromite în mare măsură rezultatele eforturilor substanțiale de ajustare făcute de economia românească în ultimii doi ani.

Severitatea și durata extinsă a contracției suferite de economia românească, precum și perspectiva redresării lente a activității economice, implicând prelungirea valorilor ridicate ale *gap*-ului negativ al PIB în următorii ani, diminuează însă semnificativ riscul producerii efectelor secundare ale șocurilor de natura ofertei. Chiar dacă creșterea șomajului pare a se fi stopat în ultimele luni, este de așteptat ca, în contextul dat, revendicările salariale ale uniunilor sindicale să fie modeste și să fie satisfăcute doar în mică proporție de către angajatorii din sectorul privat, inclusiv datorită prefigurării menținerii restrictivității politicii de venituri în sectorul bugetar. Având în vedere experiența anului 2010, nu este totuși exclusă posibilitatea acordării unor majorări consistente de salarii în anumite ramuri. Este de presupus însă că acest comportament va fi adoptat cvasiexclusiv de firmele care își vor conserva/crește eficiența și profitabilitatea, în principal de cele orientate spre export, care din nevoia de a-și prezerva competitivitatea, vor continua să-și coreleze majorările de salarii cu creșterile de productivitate.

În aceste condiții politica monetară ar putea dispune de un spațiu de adecvare prudentă a conduitei sale la perspectiva coborârii, pe parcursul anului 2012, a ratei anuale a inflației în apropierea punctului central al țintei de inflație. Gradualitatea și momentul începerii utilizării acestuia sunt însă condiționate de caracteristicile viitoare ale celorlalte componente ale *mix*-ului de politici economice configurat în cadrul acordului convenit cu UE și FMI, foarte probabil prelungit și actualizat în cadrul viitorului acord

preventiv. Din perspectiva potențialei ajustări a parametrilor politicii monetare, esențială este continuarea consecventă, conform angajamentelor asumate, a consolidării fiscale și a reformelor structurale deja inițiate. Prin obiectivele vizate – asigurarea stabilității macroeconomice, dar și sporirea eficienței alocării și utilizării tuturor categoriilor de resurse, implicit a productivității și competitivității economiei –, implementarea acestor politici ar fi de natură, pe de o parte, să minimizeze riscul manifestării efectelor secundare ale șocurilor inflaționiste ale ofertei și, pe de altă parte, să contribuie la ameliorarea percepției investitorilor asupra perspectivelor economiei, implicit la reducerea primei de risc atașată investițiilor pe piața locală.

Perspectiva redresării lente a activității economice, mai ales în cursul anului 2011, precum și cea a prelungirii *gap*-ului negativ al PIB de-a lungul întregului orizont de prognoză sunt reconfirmate de prognoza actualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu. Deficitul prognozat de cerere agregată își stopează trendul de adâncire însă în devans cu un trimestru față de proiecția precedentă (în trimestrul IV 2010), iar valorile sale ulterioare sunt relativ inferioare celor prognozate anterior. Pe acest fond, dar și ca urmare a anticipării producerii unor efecte indirecte mai evidente ale ajustărilor de prețuri administrate, rata anuală prognozată a inflației CORE2 ajustat se plasează în a doua jumătate a orizontului de prognoză pe o traiectorie relativ mai înaltă. În schimb, în primele trei trimestre ale anului curent, decelerarea așteptată a componentei de bază a inflației este ușor mai alertă decât cea proiectată anterior; prelungirea manifestării efectului statistic al creșterii cotei TVA împiedică însă evidențierea impactului presiunilor dezinflaționiste crescute ale cererii agregate.

Continuarea adâncirii la finalul anului 2010 a deficitului estimat de cerere agregată are ca premisă foarte probabila prelungire a declinului economic în trimestrul IV, sugerată în principal de: (i) moderarea în semestrul II 2010 a ritmului redresării activității economice în zona euro, într-un mediu marcat de incertitudini semnificative; (ii) adâncirea/menținerea în teritoriul negativ a dinamicii anuale negative a unor indicatori relevanți ai cererii de consum și de investiții în primele luni ale trimestrului IV 2010; (iii) prelungirea caracterului anemic al activității de creditare a sectorului privat, în principal a populației; (iv) continuarea manifestării efectelor contracționiste ale măsurilor de consolidare fiscală implementate începând cu luna iulie 2010.

Previziunile continuă însă să fie marcate de incertitudini semnificative, în principal, în ceea ce privește: (i) momentul revenirii sustenabile în teritoriul pozitiv a dinamicii anuale a PIB; (ii) potențialul impact exercitat de procesul de consolidare fiscală din statele UE asupra ritmului redresării economiilor europene, implicit asupra economiei naționale; (iii) contribuția adusă la

refacerea cererii interne de principalele sale componente. În ceea ce privește cererea de consum, contribuția ei ar putea fi minoră, în condițiile în care este de așteptat ca impactul contracționist exercitat de măsurile de consolidare fiscală implementate în 2010¹¹⁴ și 2011¹¹⁵ să surclaseze efectul majorării în 2011 a salariului minim pe economie, precum și impactul anulării parțiale a scăderii de salarii operate în 2010 în sectorul bugetar. În plus, venitul disponibil real al populației va continua să fie afectat de creșterea prețurilor produselor alimentare și a unor prețuri administrate, precum și de menținerea la un nivel relativ ridicat a serviciului datoriei bancare, în lei și în valută, al persoanelor fizice. O refacere relativ mai consistentă a consumului nu este însă exclusă, în ipoteza îmbunătățirii mai alerte a sentimentului de încredere a consumatorilor, coroborată cu potențiala stopare a deteriorării/începere a redresării condițiilor pieței muncii și cu eventuala ameliorare mai rapidă a parametrilor ofertei bancare de credite de consum.

Contribuția investițiilor la refacerea economică ar putea să o devanseze pe cea a consumului, chiar dacă redresarea acestora va fi, cel mai probabil, frânată în continuare de prelungirea scăderii profiturilor și de creșterea capacităților excedentare în ramurile afectate de restrângerea cererii de consum, precum și în sectorul construcțiilor. Un efect contracționist este posibil să exercite și întârzierea ameliorării condițiilor de finanțare bancară pe termen mediu și lung a companiilor, în condițiile în care reticența crescută a instituțiilor de credit s-ar putea prelungi pe fondul persistenței deteriorării, deși ușor încetinite, a calității propriilor portofolii și a percepției asupra riscului asociat diferitelor sectoare ale economiei.

În acest context, așteptările relativ mai favorabile privind redresarea investițiilor au ca justificare, pe de o parte, perspectiva sporirii chiar din prima parte a acestui an a cheltuielilor de capital ale sectorului public, în ipoteza materializării programului bugetar privind atragerea fondurilor europene și a resurselor alocate de alte organisme și instituții financiare internaționale. Pe de altă parte, este de așteptat ca, în contextul îndeplinirii aproape integrale a obiectivelor programului economic convenit cu UE și FMI pentru 2010 și al probabilei consolidări a reformelor economice în cadrul unui acord preventiv cu FMI, încrederea mediului de afaceri, inclusiv a investitorilor străini, să se amelioreze mai rapid și mai

¹¹⁴ 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.

¹¹⁵ Cele mai semnificative sunt: instituirea sistemului de coplată în cazul beneficiarilor de servicii de asistență medicală, menținerea constantă a punctului de pensie și extinderea bazei de aplicare a cotei de contribuții de asigurări sociale de sănătate, prin includerea pensiilor mai mari de 740 lei, continuarea disponibilizărilor de personal.

consistent. O contribuție în această direcție ar putea să o aducă eventuala accentuare a tendinței de îmbunătățire a așteptărilor managerilor locali privind volumul investițiilor din industrie, precum și activitatea din sectorul construcțiilor, evidențiată spre finele anului trecut în sondajele de specialitate ale DG ECFIN.

Refacerea cererii de investiții, în principal în anumite sectoare industriale, ar putea fi stimulată și de continuarea redresării viguroase a cererii externe, esențială fiind revigorarea economiilor din zona euro ce constituie piețe principale de destinație a produselor exportate de industria autohtonă. Dinamica redresării economiilor acestor state depinde în mare măsură de ritmul refacerii economiei globale, care ar putea fi mai alert decât cel așteptat, dar și de efectele, posibil mai ample, ale implementării și extinderii programelor de consolidare bugetară inițiate de autorități. Acestea din urmă 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 continuarea creșterii prețului petrolului și al unor materii prime.

În aceste condiții, implementarea fermă a programului economic al autorităților prin respectarea condiționalităților acordurilor – în vigoare și a celui viitor – convenite cu UE și FMI, precum și menținerea implicită a credibilității acestui program rămân esențiale pentru ancorarea solidă a anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și pentru consolidarea dezinflației în ritmul previzionat, simultan cu refacerea încrederii și cu redresarea sustenabilă a activității economice. Din această perspectivă, riscul major continuă să-l reprezinte posibila abatere a politicii fiscale de la coordonatele programate, decurgând din ritmul lent de redresare economică anticipat pentru 2011, caracterul ambițios al corecției fiscale vizate, precum și din potențiala resurgență a unor tensiuni politice și sociale, de natură să încetinească/amâne procesul de consolidare fiscală. O eventuală materializare a acestui risc sau atribuirea unei probabilități ridicate acestei perspective ar fi de natură să exercite 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 condițiile persistenței riscului producerii unor șocuri inflaționiste suplimentare ale ofertei, generatoare de potențiale efecte de runda a doua, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 3 februarie 2011 menținerea ratei dobânzii de

politică monetară la nivelul de 6,25 la sută. 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 reconsolidarea în ritmul prognozat a dezinflației, simultan cu 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 aranjamentelor – în vigoare și al celui viitor – încheiate cu Uniunea Europeană, Fondul Monetar Internațional și alte instituții financiare internaționale.