



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației

August 2010

Anul VI, nr. 21

Serie nouă

ISSN 1582-2923

NOTĂ

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

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

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

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

Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București

Cuvânt înainte

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

Pentru a răspunde acestei cerințe, BNR a revizuit atât structura *Raportului asupra inflației*, cât și periodicitatea publicării (acum trimestrială, în conformitate cu frecvența ciclului de prognoză). Pe lângă informațiile referitoare la evoluțiile economice și monetare și la rațiunile care au stat la baza deciziilor de politică monetară din perioada analizată, raportul trimestrial include proiecția BNR privind evoluția ratei inflației pe un orizont de opt trimestre, incertitudinile și riscurile asociate acestuia, 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 3 august 2010 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 4 august 2010.

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

I. SINTEZĂ

Evoluția inflației și cauzele acesteia

În luna iunie 2010, rata anuală a inflației IPC s-a situat la nivelul de 4,38 la sută, cu 0,18 puncte procentuale peste nivelul atins în luna martie 2010. Rata inflației s-a menținut, astfel, în interiorul intervalului de variație din jurul punctului central al țintei, situându-se cu 0,12 puncte procentuale sub limita superioară a acestuia. Ușoara accelerare în trimestrul II a creșterii anuale a prețurilor de consum a fost determinată în principal de dinamica prețurilor administrate și de episodul de depreciere a monedei naționale.

La sfârșitul trimestrului II 2010, rata anuală a inflației CORE2 ajustate¹ a fost cu 0,7 puncte procentuale peste nivelul atins în luna martie, menținându-se în apropierea valorii de 2 la sută. Presiunile dezinflaționiste exercitate de persistența deficitului de cerere au fost în această perioadă mai mult decât compensate de o serie de influențe nefavorabile. Acestea au inclus evoluția din acest trimestru a cursului de schimb al leului, unele constrângeri de natura ofertei apărute pe piața mărfurilor alimentare² (exclusiv cele cu prețuri volatile) și deteriorarea anticipațiilor inflaționiste pe fondul perspectivelor incerte ale implementării măsurilor de austeritate necesare consolidării fiscale.

În perioada aprilie-mai 2010, persistența excedentului de ofertă pe piața muncii a contribuit, alături de manifestarea unor efecte de bază, la reluarea tendinței de atenuare a ratei anuale de creștere a salariului mediu brut nominal pe ansamblul economiei. În industrie, continuarea creșterii în ritm susținut a productivității muncii a condus în aceeași perioadă la reducerea mai rapidă decât în trimestrul I a costurilor unitare cu forța de muncă. În plus față de contribuția la procesul dezinflaționist, evoluția costurilor unitare cu forța de muncă a fost favorabilă ameliorării competitivității externe a produselor românești.

În rândul factorilor exogeni, un impact advers semnificativ asupra ratei anuale a inflației a fost produs în trimestrul II 2010 de accelerarea majorării prețurilor administrate. Chiar dacă în scădere față de sfârșitul trimestrului anterior, dinamici anuale sensibil superioare mediei au continuat să înregistreze atât prețul combustibililor, cât și cel al produselor din tutun (contribuția la rata anuală a IPC a depășit în ultimul caz 40 la sută).

În trimestrul I 2010, declinul PIB real a continuat, însă ritmul anual al acestuia s-a redus la -2,6 la sută, de la -6,5 la sută în trimestrul IV 2009. Încetinirea contracției în termeni anuali a PIB s-a datorat ritmului trimestrial de scădere mai lent decât în perioada anterioară, dar și unui efect de bază substanțial. Consumul final și formarea brută de capital fix și-au continuat declinul cu ritmuri anuale similare celor din perioadele anterioare, cu o ușoară ameliorare în cazul celei din urmă. Creșterea exporturilor s-a accelerat puternic în trimestrul I, antrenând și revenirea importurilor la un ritm substanțial pozitiv de creștere (după cinci trimestre de scădere continuă), în principal datorită ponderii semnificative a componentelor importate în valoarea fluxurilor de export. Aceste evoluții au condus la diminuarea sensibilă a contribuției favorabile a exportului net la dinamica PIB, astfel încât, prin comparație cu trimestrele anterioare, decelerarea

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.

² De exemplu, diminuarea ofertei interne de materie primă și deteriorarea situației financiare a producătorilor.

contractiei în termeni anuali a activității economice s-a datorat reducerii relative a contribuției negative a absorbției interne. Această din urmă evoluție a fost determinată de aportul favorabil substanțial atribuit variației stocurilor și doar în mică măsură de atenuarea contribuției negative a formării brute de capital fix.

Persistența declinului cererii interne pentru consum și investiții este rezultatul continuării restrângerii resurselor proprii de finanțare ale gospodăriilor și corporațiilor și al prudenței încă accentuate manifestate atât din partea cererii, cât și a ofertei de credite. Acest comportament este potențat de prelungirea incertitudinii generate de întârzierea apariției unor semnale clare ale redresării economiei naționale. O sursă suplimentară de incertitudine a fost relevată de dificultățile întâmpinate recent de autorități în adoptarea și implementarea unui set de măsuri necesare îndeplinirii obiectivelor asumate ale politicilor fiscală și a veniturilor.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În data de 4 mai 2010, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută de la 6,50 la sută pe an. Decizia de reducere a ratei dobânzii a fost fundamentată de perspectiva, indicată de scenariul de bază al proiecției macroeconomice actualizate, a convergenței ratei inflației către țintele stabilite pe parcursul intervalului de prognoză, pe fondul anticipatei disipări a efectelor șocurilor adverse din perioadele anterioare și al persistenței deficitului de cerere agregată. Pe de altă parte, prudența manifestată prin reducerea pasului de scădere a ratei dobânzii de politică monetară comparativ cu cel al deciziilor anterioare a fost justificată de identificarea unei accentuări a riscurilor de abatere în sus a ratei inflației de la traiectoria proiectată. Aceste riscuri erau generate atât de surse interne economiei naționale, fiind asociate perspectivelor de îndeplinire a obiectivelor politicilor fiscală și a veniturilor în sectorul public, precum și de incertitudinile privind evoluția mediului economic extern în condițiile tensiunilor induse de criza finanțelor publice din Grecia.

Relevanța acestor riscuri a fost confirmată ulterior deciziei de politică monetară din luna mai. Pe de o parte, acestea s-au materializat în prelungirea episodului de depreciere a monedei naționale manifestat cu începere din luna aprilie, ceea ce a contribuit în mare măsură la întreruperea în primele două luni ale trimestrului II a trendului dezinflaționist din trimestrul anterior.

Pe de altă parte, dificultățile întâmpinate de guvern în legiferarea setului de măsuri necesare îndeplinirii obiectivelor politicilor fiscală și a veniturilor în sectorul public convenite în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat cu UE, FMI și alte IFI au condus la decizia guvernului din 26 iunie 2010 de majorare a cotei TVA de la 19 la 24 la sută cu începere de la 1 iulie 2010. Această măsură are drept consecințe atât modificarea substanțială, comparativ cu coordonatele proiecției macroeconomice a BNR din luna mai, a perspectivelor pe termen scurt ale dinamicii ratei anuale a inflației, cât și amplificarea riscurilor nefavorabile asociate pe termen mediu acestei dinamici. Concret, majorarea taxei pe valoarea adăugată conduce imediat după implementare la o creștere semnificativă a nivelului prețurilor cu amănuntul și, implicit, la o accelerare temporară a ratei inflației măsurate pe baza indicelui agregat al prețurilor de consum, iar riscurile suplimentare sunt generate de potențialele efecte de runda a doua ale acestei măsuri, transmise prin intermediul deteriorării anticipațiilor inflaționiste.

În acest context, în ședința din 30 iunie 2010, Consiliul de administrație al BNR a identificat necesitatea menținerii în continuare a unei conduite prudente a politicii monetare, în scopul contracțării efectelor de runda a doua ale măsurii de creștere a cotei TVA și al ancorării anticipațiilor inflaționiste la niveluri compatibile cu țintele de inflație stabilite pe termen mediu, precum și al atenuării riscurilor generate de persistența incertitudinilor privind rezultatele eforturilor de consolidare fiscală și a celor privind evoluția mediului economic extern. Ca urmare, Consiliul de administrație a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an și gestionarea fermă a lichidității din sistemul bancar.

Perspectivile inflației

Proiecția actualizată prevede o substanțială creștere temporară a ratei inflației sub impactul majorării cotei TVA. Ca urmare a caracterului tranzitoriu al efectului de runda întâi al acestei majorări asupra dinamicii prețurilor, rata anuală a inflației va reveni în interiorul intervalului de variație din jurul țintei centrale după mijlocul anului 2011. Reluarea dezinflației după epuizarea acestor efecte este susținută de menținerea PIB sub nivelul său potențial pe tot parcursul intervalului de prognoză. Deficitul de cerere se va diminua pe măsura redresării treptate a economiei, fiind prevăzută revenirea la creștere economică anuală pozitivă în 2011. Evoluția ascendentă a activității economice va implica o majorare moderată a deficitului de cont curent al balanței de plăți, acesta urmând a se menține însă la niveluri sustenabile, anticipate a nu genera presiuni inflaționiste din partea cursului de schimb al monedei naționale. Dată fiind incertitudinea ridicată asociată în special pe termen scurt evoluțiilor macroeconomice interne și internaționale, balanța riscurilor asociate proiecției inflației apare a fi înclinată în direcția abaterilor în sus de la traiectoria prognozată.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2010 la nivelul de 7,8 la sută, cu 4,1 puncte procentuale peste cel prezentat în Raportul asupra inflației din luna mai 2010. Această creștere este însă prognozată a fi temporară, astfel încât pentru sfârșitul anului 2011 se prevede coborârea ratei inflației în apropierea țintei centrale (de 3,0 la sută), la 3,1 la sută, cu 0,3 puncte procentuale peste nivelul proiectat anterior.

Revizuirea în sus a prognozei inflației IPC este în cea mai mare măsură consecința încorporării în proiecție a efectelor anticipate ale majorării cotei TVA de la 19 la 24 la sută cu începere de la 1 iulie 2010. Este de așteptat ca impactul direct (de runda întâi) al acestei măsuri să fie substanțial și să se producă într-un interval relativ scurt de timp de la implementare. Astfel se explică ampla deviație a proiecției actualizate a ratei anuale a inflației de la cea anterioară pentru sfârșitul anului curent.

Efectul de runda întâi este permanent la nivelul prețurilor agregate, dar implică doar o influență temporară pentru dinamica acestora și, în consecință, pentru rata inflației, datorită caracterului punctual al creșterii cotei TVA. Ca urmare, prognoza prevede revenirea ratei anuale a inflației în interiorul intervalului din jurul țintei centrale începând cu trimestrul III 2011. Revizuirea moderată în sus a proiecției pentru sfârșitul anului 2011 este în principal rezultatul efectelor reziduale modeste de runda a doua ale șocului produs de creșterea cotei TVA, propagate prin canalul anticipațiilor privind inflația.

Sub impactul modificării cotei TVA, rata prognozată a inflației de bază CORE2 va urma și ea o traiectorie puternic ascendentă în prima parte a intervalului de prognoză, revenind după jumătatea anului 2011 la valori apropiate celor din proiecția anterioară, situate în jurul nivelului de 2 la sută. Un factor important de atenuare atât a efectelor de runda întâi, cât și a celor de

runda a doua ale majorării cotei TVA, în special în cazul prețurilor produselor cu cerere relativ elastică, îl reprezintă persistența unui deficit de cerere substanțial pe întreg intervalul de prognoză. Proiecția prevede reducerea treptată a acestuia pe măsura redresării activității economice, anticipată a conduce la o creștere economică pozitivă în anul 2011. Cu toate acestea, deviația negativă a PIB de la nivelul potențial este prognozată a fi mai amplă în termeni relativi decât cea din proiecția precedentă, reflectând influențele preconizate ale măsurilor de austeritate implementate recent de autorități, inclusiv modificarea cotei TVA, și ale unei cereri externe marginal mai reduse decât se anticipase în proiecția din luna mai.

Chiar dacă este semnificativă, abaterea previzibilă a ratei anuale a inflației de la ținta stabilită pentru decembrie 2010 nu este de natură să determine o revizuire ascendentă a celei din urmă, date fiind caracterul temporar și, totodată, corectiv al devierii de la țintă a ratei inflației precum și necesitatea ancorării ferme a așteptărilor inflaționiste în vederea contracarării eventualelor efecte de runda a doua ale majorării cotei TVA. Astfel, banca centrală va urmări cu consecvență pe întreg intervalul de referință consolidarea perspectivelor de revenire a ratei inflației pe o traiectorie descendentă. Având în vedere conduita prudentă a politicii monetare asumată de Consiliul de administrație al BNR în acest scop, proiecția prevede asigurarea condițiilor monetare reale în sens larg adecvate menținerii ratei anuale a inflației recalculată prin eliminarea efectului de runda întâi al majorării TVA, pe o traiectorie compatibilă cu atingerea țintelor de inflație pe termen mediu.

Convergența ratei inflației către țintele stabilite pe termen mediu și relansarea sustenabilă a procesului de creditare a economiei naționale și a creșterii economice sunt strict condiționate de coordonarea tuturor componentelor *mix*-ului de politici macroeconomice pentru respectarea coordonatelor actualizate ale programului economic stabilit în cadrul aranjamentului de finanțare externă încheiat cu UE, FMI și alte IFI, precum și de absența manifestării în perioada de referință a unor șocuri adverse neanticipate.

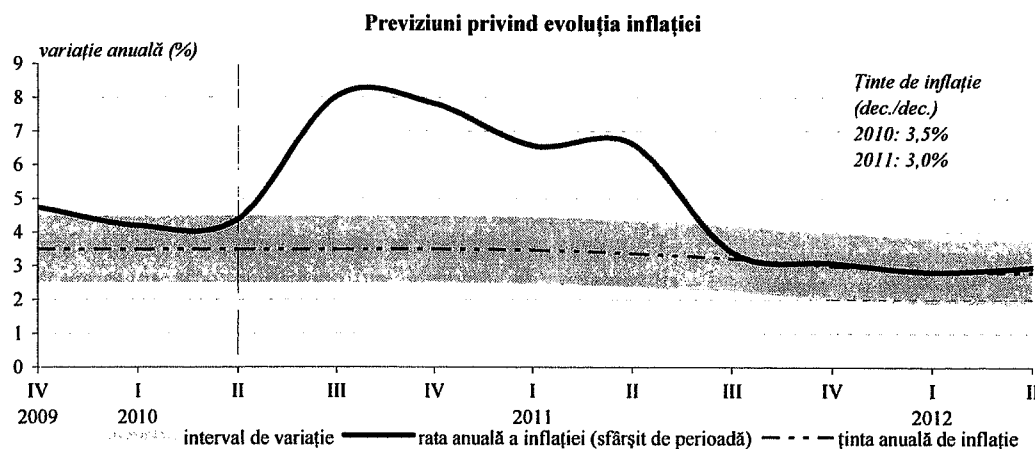
Comparativ cu proiecția anterioară, gradul de incertitudine asociat celei curente este considerabil mai ridicat, iar balanța generală a riscurilor de abatere a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază al prognozei actuale apare a fi sensibil înclinată în sensul unor evoluții mai puțin favorabile, mai ales pe termen scurt. Deși riscurile generate de evoluțiile viitoare pe plan internațional persistă, relevanța celor asociate mediului intern este clar dominantă pentru perioada de referință.

Un factor major de risc de proveniență internă este generat de dificultățile care ar putea fi întâmpinate de autorități în implementarea cu eficacitate a măsurilor de consolidare fiscală, precum și a celor privind politica veniturilor. Neîndeplinirea obiectivelor stabilite prin acordul de finanțare cu UE, FMI și alte IFI ar putea conduce la deteriorarea pe piețele financiare internaționale a percepției privind perspectivele economiei românești. Aceasta ar genera o accentuare a constrângerilor de finanțare externă atât a sectorului public, cât și a celui privat, cu consecințe negative asupra cursului de schimb al monedei naționale, inflației și creșterii economice.

Un risc semnificativ derivat în mare măsură din potențiale soluții apelabile în cazul agravării constrângerilor fiscale este asociat unor creșteri ale prețurilor administrate mai accentuate decât cele prevăzute în scenariul de bază al proiecției. Un risc suplimentar provine din manifestarea efectelor asupra prețurilor mărfurilor alimentare ale recentelor inundații în anumite zone agricole ale țării, date fiind setul informațional limitat disponibil la momentul elaborării proiecției și incertitudinile asociate estimării luate în calcul. Șocuri generate de materializarea

oricăror riscuri din cele menționate ar putea conduce la deviații suplimentare ale inflației de la traiectoria proiectată, prin deteriorarea anticipațiilor privind inflația și amplificarea efectelor de runda a doua ale majorării cotei TVA.

Riscurile generate de mediul extern continuă să fie asociate fragilității manifestate deocamdată de redresarea economiei reale a zonei euro. Riscul de contagiune generat de problemele de sustenabilitate fiscală ale unor țări din spațiul european pare să se fi atenuat într-o oarecare măsură, dar se mențin unele incertitudini pe plan regional. Evoluții favorabile sau nefavorabile provenite din aceste surse ar propaga influențe de același sens asupra economiei naționale prin canalele comerțului exterior, financiar și al cursului de schimb. Alte surse de risc de proveniență externă sunt reprezentate de evoluții diferite de cele presupuse în scenariul de bază ale prețului petrolului pe piețele internaționale și ale cursului de schimb EUR/USD, cu efecte asupra dinamicii prețurilor interne ale combustibililor. În ansamblu, balanța riscurilor asociate mediului economic extern apare a fi relativ echilibrată.

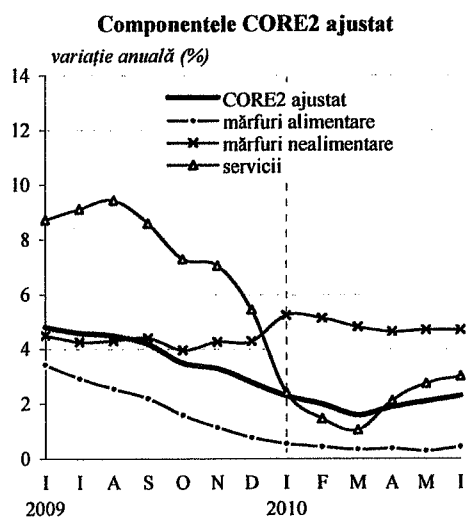


Notă: Lățimea intervalului de variație este de ± 1 punct procentual

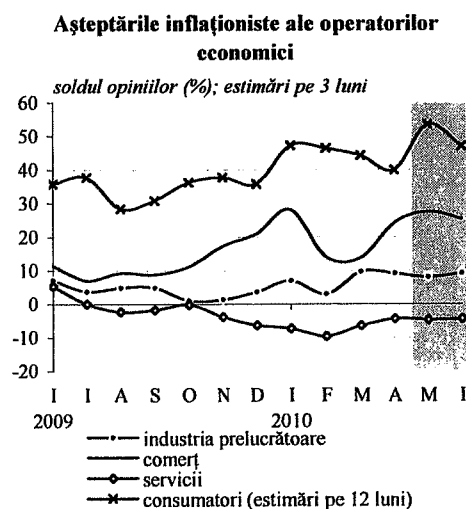
Sursa: INS, calcule BNR

Decizia de politică monetară

Apreciind că, într-un asemenea context, prioritatea politicii monetare o constituie ancorarea solidă a anticipațiilor inflaționiste, implicit contracararea eventualelor efecte secundare ale majorării cotei TVA, Consiliul de administrație a decis în ședința din 4 august 2010 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și respectiv în valută ale instituțiilor de credit. Prin deciziile adoptate se urmărește asigurarea unor condiții monetare reale în sens larg corespunzătoare ancorării ferme a anticipațiilor inflaționiste și menținerii ratei anuale a inflației recalculate prin eliminarea efectului de runda întâi al majorării TVA pe o traiectorie compatibilă cu atingerea țintelor de inflație pe termen mediu. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reiterat faptul că reintrarea inflației pe o traiectorie descendentă și reluarea pe baze sustenabile a creșterii economice depind în mod critic de implementarea fermă a măsurilor de consolidare fiscală, a reformelor structurale și de creșterea gradului de absorbție a fondurilor europene, conform angajamentelor asumate în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă cu Uniunea Europeană, Fondul Monetar Internațional și alte instituții financiare internaționale.



Sursa: INS, calcule BNR



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

Sursa: CE - DG ECFIN

de creștere a prețurilor a fost comparabilă sau chiar superioară celei înregistrate în trimestrul precedent, în condițiile menținerii unui volum redus al vânzărilor⁷, la care au reacționat atât operatorii comerciali, cât și producătorii, prin diminuarea costurilor unitare cu forța de muncă și/sau a marjelor de profit. În plus, influența prețurilor externe a fost relativ favorabilă, dinamica anuală a prețurilor corespunzătoare producției de bunuri de consum pentru piața externă în UE-15 modificându-se nesemnificativ comparativ cu trimestrul I 2010.

Rata anuală de creștere a prețurilor mărfurilor alimentare exclusiv cele volatile și-a întrerupt tendința descendentă care a caracterizat trimestrele anterioare, însă evoluția s-a datorat unui număr restrâns de componente – lapte și produse derivate, ulei. Explicații posibile constau în diminuarea ofertei interne de materie primă, întârzierea plății subvențiilor acordate în agricultură, acumularea unor tensiuni pe piața externă a uleiului nerafinat, îngustarea marjei de manevră a producătorilor în ceea ce privește continuarea campaniilor promoționale derulate în trimestrele precedente și, nu în ultimul rând, efectele de bază nefavorabile asociate scăderilor de preț din perioada similară a anului 2009.

Anticipațiile inflaționiste ale companiilor din industria prelucrătoare, comerț și servicii și ale consumatorilor⁸ au fost defavorabile procesului dezinflaționist, înregistrând, pe ansamblu, un nivel mai ridicat decât în trimestrul anterior, pe fondul creșterii incertitudinilor asociate modalității de implementare a măsurilor de austeritate necesare pentru corectarea dezechilibrului bugetar.

Similar trimestrelor anterioare, analiza influenței presiunilor concurențiale asupra prețurilor bunurilor comercializabile/necomercializabile a fost distorsionată de factori din afara pieței, atenuarea efectului de bază nefavorabil asociat prețurilor țișărilor (ca urmare a majorărilor de accize din perioadele anterioare) având cea mai importantă contribuție la reducerea dinamicii anuale a prețurilor bunurilor comercializabile. De asemenea, evoluția unor prețuri administrate a constituit cauza principală a accelerării ritmului anual corespunzător prețurilor produselor necomercializabile, chiar dacă mișcarea ascendentă a cursului de schimb a imprimat o traiectorie similară și altor componente din categoria respectivă (servicii de telefonie, cărți, ziare, reviste).

⁷ În perioada aprilie-mai 2010, volumul vânzărilor cu amănuntul de mărfuri nealimentare (exclusiv combustibili) a continuat să se reducă față de aceeași perioadă a anului anterior, scăderea de 4,1 la sută fiind însă mai puțin amplă decât cea din trimestrul I 2010 (-9,1 la sută).

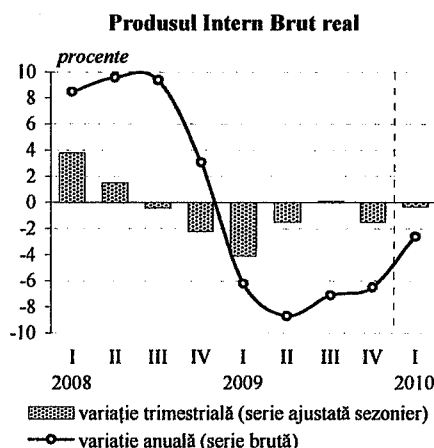
⁸ Conform sondajului realizat de INS/CE-DG ECFIN.

Rata medie anuală a IAPC și-a menținut tendința descendentă, coborând cu încă 0,4 puncte procentuale până la 4,6 la sută. Deși a continuat să se restrângă, decalajul față de rata medie anuală a inflației IAPC din Uniunea Europeană a rămas semnificativ (3,3 puncte procentuale), fiind depășit doar de cel corespunzător Ungariei. Nivelul ridicat al inflației din România poate fi explicat printr-o serie de rigidități existente pe piața bunurilor și serviciilor și pe piața muncii, precum și prin impactul substanțial al majorării accizelor în perioada aprilie 2009-ianuarie 2010.

La sfârșitul trimestrului II 2010, rata anuală efectivă a inflației a fost cu 0,1 puncte procentuale superioară proiecției prezentate în *Raportul asupra inflației* din luna mai, în condițiile unei deprecieri mai pronunțate a monedei naționale față de principalele valute decât cea luată în calcul la realizarea prognozei.

III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

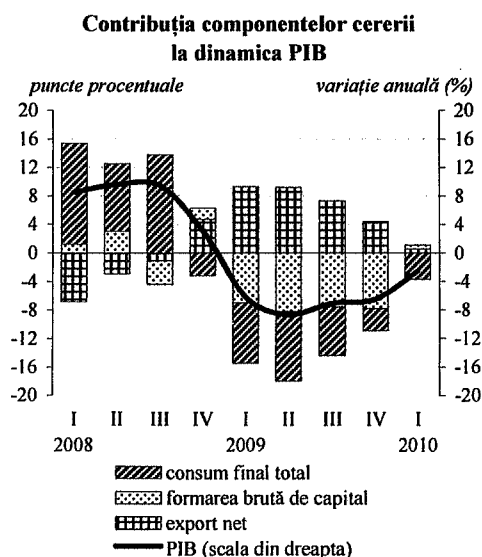


Sursa: INS

În trimestrul I 2010, declinul PIB real s-a atenuat comparativ cu ultimul trimestru al anului precedent (cu 3,9 puncte procentuale, până la -2,6 la sută)⁹. La acest rezultat au contribuit atât reducerea de 5 ori a ritmului trimestrial de scădere în perioada curentă, cât și efectul de bază asociat contracției cu peste 4 la sută înregistrate în trimestrul I 2009 (cea mai amplă din ultimele șapte trimestre).

Aparent, contracția în termeni anuali a fost cu 0,5 puncte procentuale mai puțin intensă față de proiecția benchmark realizată în luna martie, însă deviația este atribuibilă practic în totalitate diferenței existente între ratele anuale rezultate din seria brută și cele obținute din seria ajustată sezonier, pe care se bazează prognoza.

Temperarea vitezei de scădere a activității economice s-a datorat absorbției interne (reducere cu 3 la sută în termeni anuali, față de -9,9 la sută în trimestrul IV 2009), în timp ce contribuția pozitivă a cererii externe nete s-a estompat semnificativ. Pe partea ofertei, traiectoria a fost susținută de sectorul serviciilor și de industrie.



Sursa: INS, calcule BNR

Analiza în termeni trimestriali¹⁰ relevă faptul că atenuarea contracției PIB real față de trimestrul IV 2009 (până la -0,3 la sută) a fost atribuită, în principal, poziției cumulate „variația stocurilor + discrepanța statistică”, la care s-a adăugat influența, de amplitudine net inferioară, a revenirii investițiilor. În schimb, contribuțiile aferente consumului final și exportului net de bunuri și servicii s-au deteriorat, în condițiile în care trimestrul I a marcat inversări de semn pe ambele segmente ale cererii de consum, iar accelerarea puternică a dinamicii exporturilor (până la +12 la sută) a fost însoțită de revigorarea achizițiilor din străinătate, aportul conjugat al acestor două componente părăsind domeniul pozitiv în care se menținuse timp de 7 trimestre (-0,7 puncte procentuale). Pe partea ofertei, cu excepția serviciilor (inversare de semn a ratei trimestriale de creștere), traiectorii pronunțat descendente au continuat să descrie agricultura și construcțiile (-4,3 la sută și respectiv -5,9 la sută),

⁹ În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum, determinate pe baza seriei brute de conturi naționale.

¹⁰ 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.

în timp ce în industrie declinul valorii adăugate brute a scăzut vizibil în intensitate (până la -0,2 la sută).

1.1. Cererea

Atenuarea declinului anual al cererii interne comparativ cu intervalul precedent poate fi atribuită doar în mică măsură segmentelor principale – volumul cumulat al consumului final și al formării brute de capital fix a continuat să se plaseze pe o traiectorie descrescătoare (-9,2 la sută), cu numai 2,5 puncte procentuale mai lentă decât în trimestrul IV 2009.

În schimb, poziția „variația stocurilor” a înregistrat cel mai consistent aport pozitiv la dinamica PIB (7,3 puncte procentuale) rezultat care, dincolo de unele justificări de natură economică (efectul de bază asociat comprimării severe a stocurilor la producători și comercianți, ca măsură de protejare a lichidităților în contextul ajustării cererii), încorporează un important element rezidual de natură metodologică¹¹.

În ceea ce privește sectorul extern, contribuția netă pozitivă s-a restrâns de aproape 7 ori (până la +0,6 puncte procentuale), în condițiile în care evoluția favorabilă a exporturilor de bunuri și servicii a antrenat revigorarea achizițiilor din import.

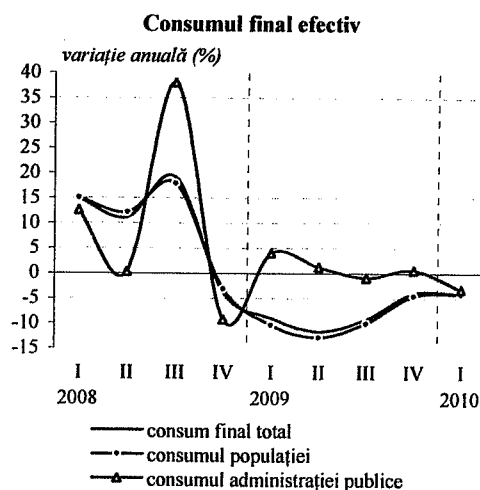
1.1.1. Cererea de consum

Cererea de consum s-a redus cu o viteză similară celei din intervalul precedent (-4 la sută în termeni anuali), ritmuri anuale negative consemnând ambele componente.

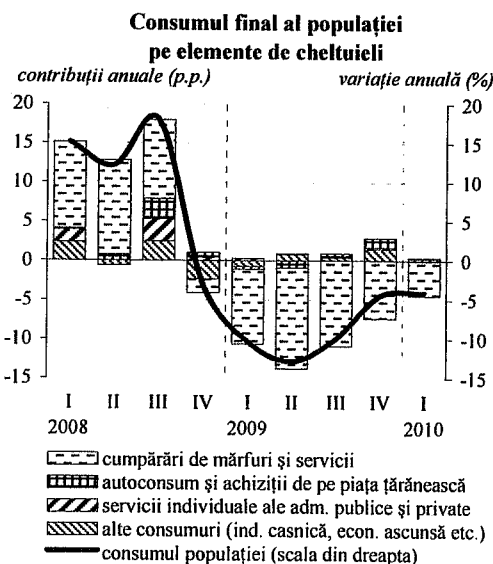
Cererea de consum a populației

Contrația din trimestrul I a consumului final privat (cu 4,1 la sută) a fost atribuită în principal achizițiilor de bunuri și servicii din rețeaua comercială, a căror dinamică reală negativă s-a temperat însă până la aproximativ jumătate din cea aferentă trimestrului IV 2009, ajungând la -6,5 la sută (variație în termeni anuali). În structură, ajustarea cea mai pronunțată a cererii de consum continuă să se resimtă la nivelul grupei bunurilor de folosință îndelungată – volumul cifrei de afaceri aferente comerțului pe acest segment s-a redus cu peste 20 la sută, în timp ce achizițiile de bunuri de uz curent s-au restrâns cu circa 5 la sută comparativ cu intervalul similar din anul 2009. Perspectiva unei ameliorări a cererii de consum în următoarele 12 luni – relevată de indicatorul de încredere a consumatorilor publicat de DG ECFIN – rămâne improbabilă.

¹¹ În trimestrul I 2010, discrepanța statistică a fost pozitivă și a reprezentat aproximativ 6 la sută din PIB (calculare efectuate pe baza datelor neajustate de conturi naționale în prețuri constante 2000=100).



Sursa: INS



Sursa: INS, calcule BNR

declinului veniturilor fiscale (-9,1 la sută, față de -6,3 la sută în trimestrul anterior) a continuat să fie parțial compensată de dinamizarea celor nefiscale (15,4 la sută, față de 13,1 la sută în ultimul trimestru din 2009). Con tracția veniturilor fiscale s-a datorat în principal scăderii mai accentuate a încasărilor din TVA (-15,4 la sută, comparativ cu -10,1 la sută în trimestrul anterior), căreia i s-a adăugat menținerea relativ constantă a ritmurilor negative de creștere a contribuțiilor de asigurări (-9,4 la sută) și a impozitului pe salarii și venit (-13,5 la sută). Impactul negativ al acestor factori a fost moderat de influența pozitivă a sumelor primite de la Uniunea Europeană, a încasărilor din impozitul pe profit (4,1 la sută) și a celor din accize – a căror dinamică (1,2 la sută) a consemnat însă o încetinire comparativ cu trimestrul anterior –, precum și de creșterea volumului impozitelor și taxelor pe proprietate (5,9 la sută, față de -10,2 în trimestrul anterior).

La rândul lor, cheltuielile bugetare totale au continuat să scadă (-4,9 la sută, respectiv -5,9 la sută în cazul cheltuielilor primare), dar mai lent decât în trimestrul anterior (-16,2 la sută, respectiv -17,7 la sută). Ajustarea s-a realizat preponderent prin reducerea cheltuielilor de capital (-39,3 la sută față de -28,1 la sută în trimestrul IV 2009), în timp ce cheltuielile curente și-au atenuat sensibil ritmul de scădere (la -1,9 la sută, de la -9,6 la sută). Cheltuielile de personal au înregistrat cel mai mare declin (-12,7 la sută), cu toate că tendința de comprimare a acestora – vizibilă începând din trimestrul III 2009 – s-a încetinit în raport cu ultimele trei luni din anul precedent. O moderare mult mai evidentă a consemnat contracția cheltuielilor cu bunurile și serviciile (-4,8 la sută, față de -34,5 la sută în trimestrul precedent). În schimb, poziția „alte transferuri”¹⁷ a consemnat o diminuare sensibilă (-17,5 la sută față de 43,3 la sută în ultimul trimestru din 2009). În același timp însă, presiunea componentei sociale s-a amplificat, în condițiile în care cheltuielile cu această destinație au înregistrat o accelerare de dinamică față de trimestrul anterior (la 10,5 la sută, de la 0,7 la sută), sporindu-și totodată ponderea în totalul cheltuielilor primare (la 40 la sută, față de o medie de 34 la sută în anul 2009).

Actualizarea perspectivei evoluțiilor macroeconomice și a parametrilor execuției bugetare pentru acest an – efectuată în contextul misiunii comune UE-FMI din aprilie-mai 2010 – a relevat faptul că, în absența unor măsuri corective, deficitul bugetar

¹⁷ Aceasta cuprinde transferurile interne (scheme de ajutor de stat pentru dezvoltare, investiții ale agenților economici cu capital de stat, sume rezultate din executarea garanțiilor acordate de Fondul Național de Garantare a Creditelor pentru Întreprinderile Mici și Mijlocii, transferuri din bugetele locale către asociațiile de dezvoltare intercomunitară, finanțarea cercetării în domeniul economic etc.), transferurile curente în străinătate (contribuții si cotizații la organisme internaționale, cooperare economică internațională etc.) și contribuția României la bugetul Uniunii Europene.

s-ar putea ridica la finele anului 2010 la un nivel de 9,1 la sută din PIB (față de 5,9 la sută din PIB, conform construcției bugetare inițiale). În acest context, autoritățile și-au anunțat intenția de a adopta măsuri suplimentare de consolidare fiscală, urmărind astfel încadrarea deficitului bugetului consolidat în noul plafon negociat, de 6,8 la sută din PIB.

În acest scop, pe parcursul lunii iunie, guvernul a derulat procedura de asumare a răspunderii pentru două proiecte de legi. Primul dintre acestea prevedea, în principal, diminuarea cu 25 la sută a salariilor personalului plătit din fonduri publice, precum și scăderea cu 15 la sută a punctului de pensie și altor transferuri sociale, inclusiv a indemnizațiilor de șomaj (impactul estimat la nivelul bugetului consolidat al celor două categorii de măsuri fiind de câte 1 la sută din PIB); al doilea act normativ¹⁸ se referea la recalcularea pensiilor stabilite prin legi speciale în vederea reducerii disparităților dintre acestea și cele reglementate prin Legea nr. 19/2000 privind sistemul public de pensii și alte drepturi de asigurări sociale. Setul de măsuri de austeritate aprobat inițial a fost însă modificat în data de 26 iunie, ca urmare a deciziei Curții Constituționale prin care reducerea valorii punctului de pensie a fost considerată ca fiind neconstituțională; în aceste condiții, autoritățile au renunțat la această prevedere, optând în schimb pentru o majorare a cotei TVA de la 19 la 24 la sută, începând cu data de 1 iulie 2010¹⁹.

Tot în scopul susținerii procesului de consolidare fiscală s-au adus anumite modificări Codului fiscal²⁰ destinate majorării altor categorii de venituri bugetare; cele mai importante schimbări au fost reprezentate de lărgirea bazei de impozitare²¹ (impozitarea tuturor categoriilor de câștiguri din dobânzi, a tichetelor de masă, tichetelor-cadou, reducerea cotelor de cheltuieli deductibile la stabilirea veniturilor nete din drepturile de proprietate intelectuală etc.) și de majorarea impozitelor pe clădiri și pe mijloace de transport²². În plus, au fost adoptate noi măsuri de reducere a

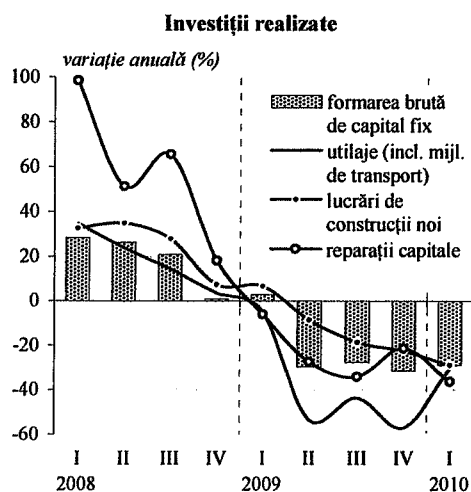
¹⁸ Publicat în prezent în formă revizuită în acord cu deciziile Curții Constituționale prin Legea nr. 119 din 30/06/2010 privind stabilirea unor măsuri în domeniul pensiilor.

¹⁹ Creșterea veniturilor bugetului consolidat în semestrul II 2010 rezultând din aplicarea acestei măsuri este estimată de MFP la aproximativ 0,7 la sută din PIB.

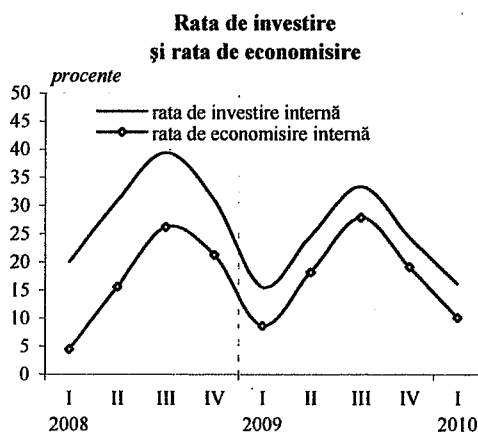
²⁰ Implementarea acestor măsuri se estimează că va genera venituri suplimentare de aproximativ 0,14 la sută din PIB pentru a doua jumătate a anului 2010.

²¹ Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 58 din 26/06/2010 pentru modificarea și completarea Legii nr. 571/2003 privind Codul fiscal și alte măsuri financiar-fiscale.

²² Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 59 din 30/06/2010 pentru modificarea Legii nr. 571/2003 privind Codul fiscal.



Sursa: INS, calcule BNR



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

cheltuielilor curente²³, în principal prin: (i) diminuarea cu 20 la sută a cheltuielilor cu bunurile și serviciile ale instituțiilor și autorităților publice, ale societăților naționale, companiilor naționale, societăților comerciale cu capital integral sau majoritar de stat, precum și ale regiilor autonome²⁴ și prin (ii) scăderea cheltuielilor de personal la nivelul administrației publice locale²⁵.

1.1.2. Cererea de investiții

În trimestrul I, formarea brută de capital fix și-a păstrat traiectoria puternic descrescătoare (-28,9 la sută – contracție anuală de intensitate asemănătoare celei din intervalul precedent), pe fondul îngustării surselor proprii de finanțare, al menținerii incertitudinilor cu privire la redresarea situației economice și financiare, precum și al reticenței băncilor comerciale în creditarea economiei reale.

Ritmuri anuale sensibil negative, apropiate de -30 la sută, au fost înregistrate atât în cazul execuției unor proiecte de construcții (obiective noi sau reparații capitale), cât și în cel al achizițiilor de utilaje (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții), cu mențiunea că, în ultimul caz, declinul a slăbit vizibil în intensitate comparativ cu trimestrul IV 2009.

Ajustarea în continuare a cererii de investiții s-a resimțit la nivelul tuturor categoriilor majore de investitori – sectorul corporatist, sectorul public și populația – și a fost reflectată de evoluția tuturor canalelor de finanțare.

- (i) Restrângerea resurselor proprii este sugerată de întârzierea relansării sectoarelor economice, dar și de menținerea pe trend descendent a venitului disponibil al populației.
- (ii) Traectoria creditului bancar²⁶ destinat acumulărilor de capital a înregistrat evoluții mixte:
 - volumul creditelor contractate de sectorul corporatist pentru achiziții de echipamente și investiții imobiliare s-a majorat ușor în termeni anuali, însă doar în cel de-al doilea caz performanța s-a datorat unei revigorări în perioada curentă –

²³ Reducerea cheltuielilor bugetului general consolidat în semestrul II 2010 datorată aplicării acestor măsuri este estimată de MFP la aproximativ 0,3 la sută din PIB.

²⁴ Măsura – inclusă în Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 55 din 23/06/2010 privind unele măsuri de reducere a cheltuielilor publice – se referă la diferența dintre sumele prevăzute în bugetele aprobate pentru anul 2010 și cele cheltuite în semestrul I 2010.

²⁵ Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 63 din 30/06/2010 pentru modificarea și completarea Legii nr. 273/2006 privind finanțele publice locale, precum și pentru stabilirea unor măsuri financiare.

²⁶ Calcule BNR pe baza datelor proprii și a celor furnizate de Centrala Riscurilor Bancare.

susținută de lansarea în execuție a unor proiecte de investiții în industria logistică;

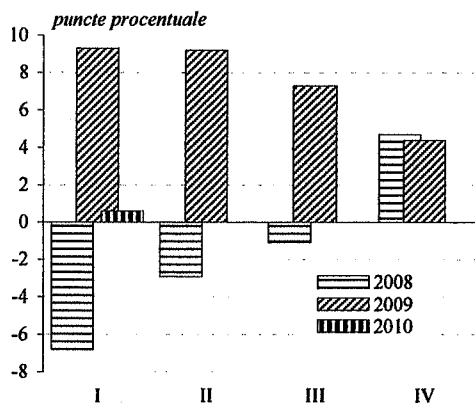
- și în cazul creditelor pentru locuințe acordate populației, avansul anual al volumului contractelor nou încheiate în perioada analizată a fost atribuit exclusiv efectului de bază asociat comprimării severe atât a creditului în lei, cât și a celui în euro, în trimestrul I 2009 (cu circa 59 la sută și respectiv 71 la sută, variații trimestriale).

De altfel, declinul interesului investițional al populației este reflectat de menținerea pantei abrupte de scădere a autorizațiilor de construire a clădirilor rezidențiale (pentru al cincilea trimestru consecutiv, suprafața utilă aferentă s-a comprimat cu peste 30 la sută în termeni anuali), iar o ameliorare a acestuia este puțin probabilă în viitorul apropiat, având în vedere perspectivele negative privind piața forței de muncă și capacitatea populației de a-și rambursa împrumuturile, măsurile de ajustare fiscală în vigoare începând din semestrul II 2010, dar și expectațiile în sensul înregistrării de noi scăderi de prețuri pe piața imobiliară.

- (iii) Finanțarea în sistem *leasing*, utilizată în proporție de peste 90 la sută de sectorul corporatist, nu și-a modificat traiectoria, valoarea în euro a contractelor încheiate în trimestrul I 2010 fiind inferioară cu 32 la sută celei din perioada similară a anului precedent.
- (iv) Investițiile directe ale nerezidenților au marcat o nouă scădere, dinamica aferentă fluxurilor nete pe parcursul ultimelor patru trimestre ajungând la circa -59 la sută²⁷.
- (v) Cheltuielile de capital efectuate din surse bugetare s-au redus cu 25 la sută în termeni reali, o contribuție semnificativă revenind restrângerii lucrărilor de infrastructură rutieră la aproximativ două treimi din volumul consemnat în trimestrul I 2009.
- În ceea ce privește raportul de preferințe ale investitorilor pentru produse autohtone/importate, trimestrul I a marcat, similar bunurilor de consum, o accentuare a orientării către achiziții de pe piețele externe – dinamica anuală aferentă volumului fizic al importurilor de bunuri de capital a devenit pozitivă¹³, în timp ce volumul cifrei de afaceri pentru producția de bunuri de capital destinată pieței interne a continuat să se comprime.

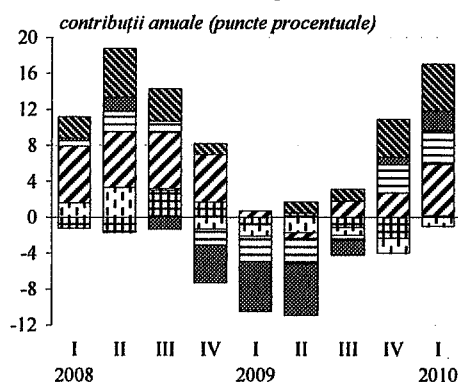
²⁷ Calcule pe baza datelor din balanța de plăți.

Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB

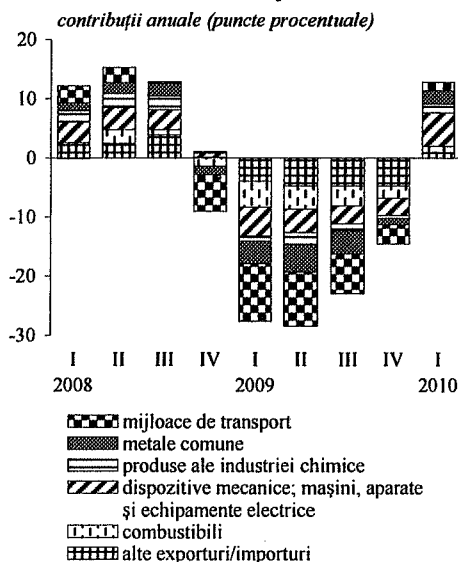


Sursa: INS, calcule BNR

Volumul fizic al exporturilor



Volumul fizic al importurilor



Sursa: INS, calcule BNR

1.1.3. Cererea externă netă

Redresarea cererii principalilor parteneri externi în trimestrul I²⁸ a determinat amplificarea tranzacțiilor comerciale ale României, traiectorie reflectată și de datele provizorii de conturi naționale.

- (i) Pentru a treia oară consecutiv, volumul exporturilor de bunuri și servicii a înregistrat o dinamică trimestrială pozitivă, evoluție care a generat intensificarea de peste 6 ori a ritmului anual de creștere față de intervalul anterior (până la 19,5 la sută).
- (ii) Suportul insuficient asigurat de oferta internă producției pentru export a determinat însă majorarea volumului importurilor de bunuri și servicii, variația trimestrială de +8,9 la sută din ianuarie-martie 2010 permițând reîntrarea dinamicii anuale în teritoriul pozitiv (14,9 la sută). Apreciera consemnată de moneda națională în raport cu euro, începând din decembrie 2009, a constituit, de asemenea, un stimul pentru creșterea importurilor.

În structură, aportul cel mai consistent la dinamizarea volumului fizic al exporturilor¹³ a revenit produselor cu valoare adăugată mare – câte 5 puncte procentuale pentru grupele „mașini și echipamente” și „mijloace de transport”. Contribuții favorabile, dar de intensitate inferioară, au înregistrat și produsele chimice și metalele comune, evoluțiile pozitive fiind în mică măsură estompate de reducerea livrărilor de combustibili și produse vegetale.

Pe partea importurilor, aproximativ o treime din avansul anual consemnat în trimestrul I de volumul fizic s-a datorat revigorării achizițiilor de mașini și aparate electrice, însă redresări vizibile s-au observat și în cazul ritmurilor de creștere aferente importurilor de mijloace de transport, metale comune, produse chimice și combustibili.

1.2. Oferta

Încetinirea ratei anuale de scădere a PIB în trimestrul I 2010 a fost indusă, în principal, de sectorul serviciilor și de industrie.

Panta descrescătoare a valorii adăugate brute aferente sectorului „servicii” s-a atenuat de aproape 4 ori (dinamică anuală de -2,1 la sută). Această evoluție, datorată segmentelor „ comerț, hoteluri și restaurante, transporturi și telecomunicații” și „servicii

²⁸ La nivelul UE27, dinamica anuală a PIB real și-a inversat semnul (+0,6 la sută, față de -1,9 la sută în trimestrul IV 2009). Evoluția a fost însoțită de revigorarea importurilor de bunuri și servicii (+4,7 la sută, față de -6,2 la sută).

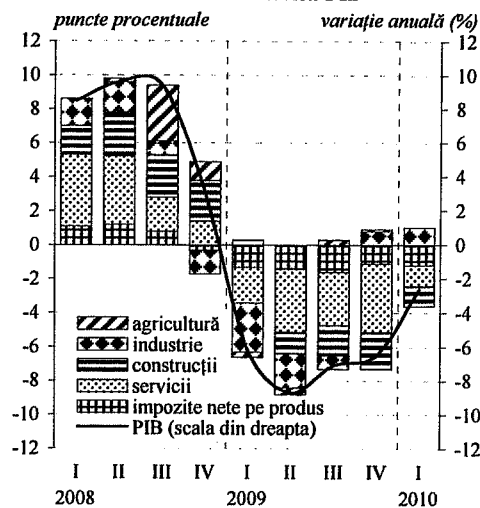
financiare, imobiliare și de închiriere”, a condus la restrângerea până la -1,2 puncte procentuale a contribuției negative a acestui sector economic la dinamica PIB.

În cazul industriei, valoarea adăugată brută a înregistrat și în trimestrul I 2010 un ritm anual pozitiv (4,2 la sută), performanță generată, în bună măsură, de: (i) amplificarea cererii adresate industriei metalurgice (evoluție relevantă de intensificarea de circa 6 ori a dinamicii anuale a producției comparativ cu rezultatul din trimestrul IV 2009), efectul de bază consistent fiind acompaniat de avansul trimestrial mai alert înregistrat în perioada curentă de producția livrată la export; (ii) reducerea la jumătate a vitezei anuale de scădere a producției aferente industriei de prelucrare a țiclei (până la -6,3 la sută), contribuții în acest sens revenind unui efect de bază, dar și revigorării curente a cererii pentru piața internă; (iii) menținerea ritmurilor alerte de creștere a producției de mijloace de transport rutier și, prin asociere, a celei de echipamente electrice (avansul producției în trimestrul I 2010 a depășit în medie 60 la sută, respectiv 40 la sută), rolul decisiv revenind comenzilor pentru piața externă.

Dinamica anuală a valorii adăugate brute din agricultură și-a inversat semnul, scăderea cu 0,9 la sută fiind asociată rezultatelor slabe în subsectorul zootehnic (predominant la nivelul trimestrului I al fiecărui an, dată fiind dependența producției vegetale de factorul climatic).

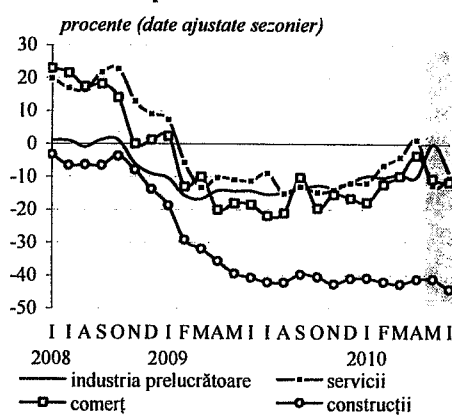
Activitatea de construcții continuă să se confrunte cu dificultăți majore, valoarea adăugată brută aferentă acestui sector înregistrând chiar o accentuare a pantei descendente (până la -17,3 la sută în termeni anuali). Pentru majoritatea companiilor de profil, blocarea prelungită a pieței imobiliare a impus adoptarea unor măsuri de reconsiderare a propriilor strategii bugetare pe termen scurt, de revizuire a proiectelor de investiții, de flexibilizare a timpului de lucru și de diversificare a activității. În structură, contracții și mai intense față de trimestrul IV 2009 au fost consemnate în cazul volumului de lucrări rezidențiale și nerezidențiale (cu 44,1 și respectiv 31,3 la sută, variații anuale), în timp ce construcțiile ingineresti nu și-au modificat volumul – de precizat însă că întreruperea scăderii pe acest din urmă segment se datorează unui efect de bază, variațiile trimestriale din perioada curentă fiind sensibil negative în cazul tuturor celor trei categorii de lucrări de construcții menționate.

**Contribuția componentelor
ofertei la dinamica PIB**



Sursa: INS, calcule BNR

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



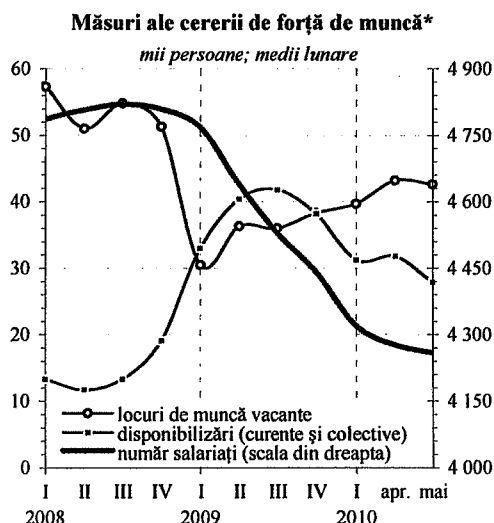
Notă: Începând cu luna mai 2010, indicatorii de încredere publicați de DG ECFIN la nivelul fiecărui sector economic sunt calculați conform CAEN Rev. 2.

Sursa: CE-DG ECFIN

2. Piața muncii

După vârful consemnat în trimestrul IV 2009, decalajul dintre cererea și oferta excedentară de forță de muncă s-a redus ușor, pe fondul unei creșteri relative a oportunităților de angajare în perioada martie-mai 2010 și al atenuării tendinței de majorare a șomajului înregistrat. Cu toate acestea, nivelul decalajului a rămas ridicat, indicând menținerea condițiilor de temperare a ritmului anual de creștere a câștigurilor salariale din sectorul privat, tendință favorizată și de scăderea efectivă și așteptată a salariilor din sectorul bugetar. Câștigurile salariale au reprezentat un factor de diminuare a presiunilor inflaționiste atât din perspectiva cererii, cât și prin influența asupra costurilor unitare cu forța de muncă din industrie, a căror viteză de reducere în termeni anuali s-a accelerat în perioada aprilie-mai 2010.

2.1. Forța de muncă²⁹



*) date ajustate sezonier

Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR

Cele mai recente date statistice furnizate de ANOFM au confirmat semnalele din piață (de la agenții de recrutare private și companii) referitoare la o ușoară redresare a cererii de forță de muncă începând din luna martie 2010; dincolo de influența pozitivă a factorilor sezonieri, evoluția s-a datorat restructurării și reorientării activității companiilor private, în vederea repoziționării pe segmente viabile. Astfel, s-a observat, pe de o parte, o creștere a locurilor de muncă vacante, însoțită de majorarea angajărilor atât pe perioadă determinată, cât și pe perioadă nedeterminată³⁰, iar pe de altă parte, continuarea reducerii numărului total al concedierilor, chiar dacă disponibilizările colective au consemnat un salt în lunile martie-aprilie (îndeosebi ca urmare a restrângerii personalului unor companii de stat din transportul pe calea ferată și din industriile extractivă și energetică).

Totuși, nivelul absorbției de forță de muncă a rămas net inferior celui din perioada premergătoare crizei, iar oferta excedentară de forță de muncă și-a menținut tendința de creștere cu circa 0,2 puncte procentuale trimestrial – rata șomajului înregistrat a urcat în intervalul analizat la 7,9 la sută³¹, în pofida diminuării ușoare a numărului de șomeri nou înscrși și a majorării progresive

²⁹ Datele din această secțiune sunt ajustate sezonier. Comparăția față de trimestrul anterior a fost preferată analizei ritmurilor anuale, afectată de efecte de bază (nefavorabil în anul 2009, prin raportare la perioada anterioară declanșării crizei la nivel național, favorabil în trimestrul I 2010, pe fondul restrângerii puternice a cererii de forță de muncă de la începutul anului 2009).

³⁰ Începând cu trimestrul II 2009, ponderea contractelor de încadrare pe perioadă determinată s-a stabilizat la aproape o treime din totalul angajărilor, procent sensibil superior celor înregistrate anterior.

³¹ Reducerea ratei șomajului neajustat sezonier (la 7,7 la sută în luna mai 2010 de la un vârf de 8,4 la sută în martie) s-a datorat exclusiv factorilor sezonieri.

a numărului de persoane care nu și-au reînnoit cererile de luare în evidență de către ANOFM după terminarea perioadei de indemnizare.

În aceste condiții, numărul de salariați raportat de angajatori a continuat să scadă în perioada aprilie-mai 2010, chiar dacă într-un ritm mai lent decât în trimestrul I 2010 (pe seama mișcării similare din sectorul preponderent privat³²). Posibilele explicații pentru această tendință constant descendentă includ: (i) ajustări suplimentare de personal, inclusiv cele care nu s-au regăsit în evidențele ANOFM, din cauza formalităților anevoioase de înregistrare sau a creșterii numărului persoanelor descurajate în privința căutării unui nou loc de muncă; (ii) trecerea unor salariați în rândul populației ocupate sub o altă formă (persoană fizică autorizată, antreprenor); (iii) pensionări; (iv) extinderea economiei informale.

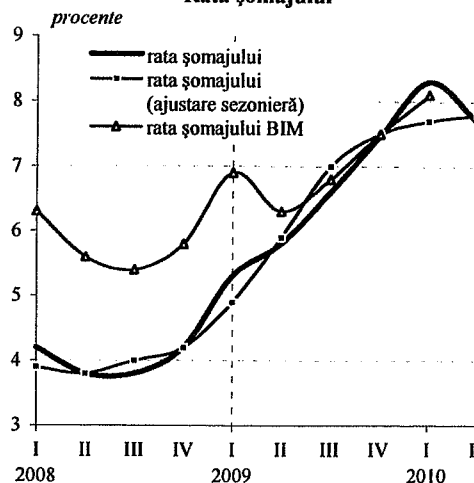
2.2. Venituri

În perioada analizată, dinamica anuală a salariului mediu net nominal în economie a fost influențată de modificarea *pattern*-ului de acordare a primelor de Paști (în luna martie față de aprilie în anul anterior), accelerarea până la 5,6 la sută consemnată în trimestrul I 2010 fiind urmată de o temperare de 2 puncte procentuale în intervalul aprilie-mai. Evoluția s-a datorat sectorului privat (decelerare a vitezei anuale de creștere de la 8,7 la sută la 5,8 la sută), în timp ce în sectorul bugetar salariul net și-a menținut ritmul anual de scădere (la circa -3 la sută).

În industrie, mișcarea descendentă a dinamicii anuale a câștigurilor salariale brute s-a reflectat corespunzător în tendința costurilor unitare cu forța de muncă (reducere în termeni anuali de 10,9 la sută în aprilie-mai, față de -8 la sută în trimestrul I 2010), în condițiile în care productivitatea muncii și-a continuat creșterea în același ritm robust. Similar perioadelor anterioare, evoluțiile la nivel de ramură au fost neuniforme în sectorul prelucrător: scăderi în termeni anuali în cazul metalurgiei, industriei chimice, echipamentelor electrice, industriei ușoare, stagnare în cazul industriei de prelucrare a țiteiului și al industriei alimentare. În ansamblu, costurile unitare cu forța de muncă au reprezentat în continuare un factor de susținere a procesului dezinflaționist. De asemenea, din perspectiva competitivității externe, evoluțiile au fost favorabile, deși în mai mică măsură decât în partea a doua a anului precedent.

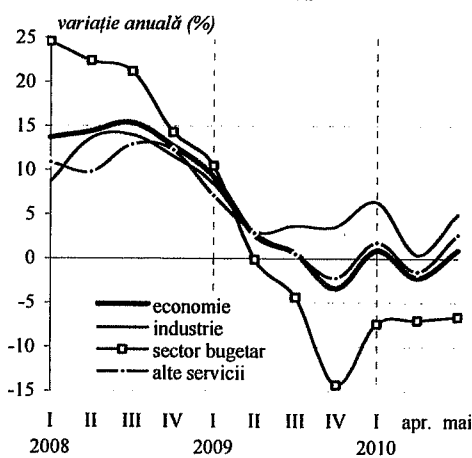
³² Clasificarea include în sectorul privat companiile de stat și regiile autonome, reducerile de personal menționate anterior (transport pe cale ferată, industriile extractivă și energetică) neputând fi identificate distinct și raportate ca restructurare a activităților din sectorul public.

Rata șomajului



Sursa: INS, calcule BNR

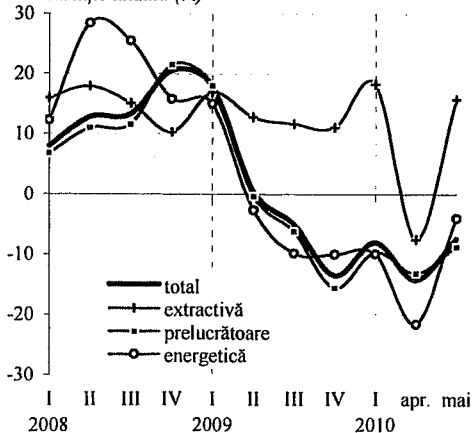
Salariul net real*



*) deflatat cu IPC

Sursa: INS, calcule BNR

Costul unitar cu forța de muncă în industrie
variație anuală (%)

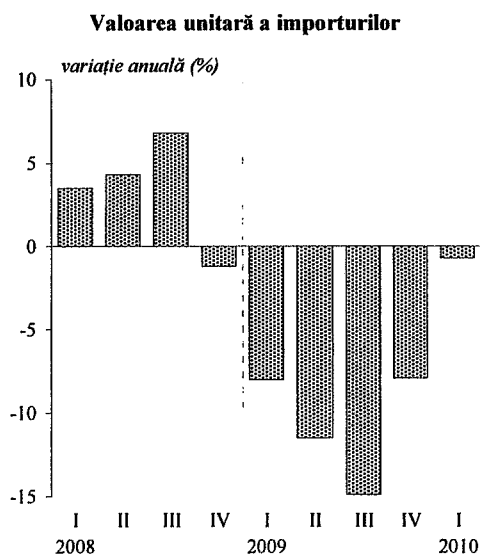


Sursa: INS, calcule BNR

Dinamica venitului real disponibil a continuat să acționeze ca factor inhibitor asupra consumului populației și, implicit, asupra ratei inflației IPC. Venitul real disponibil s-a diminuat cu 5,8 la sută în trimestrul I 2010 față de perioada similară a anului anterior, pe seama contracției severe a transferurilor din străinătate și a reducerii veniturilor salariale, în timp ce transferurile sociale s-au majorat cu circa 10 la sută, îndeosebi ca urmare a creșterii cheltuielilor cu indemnizațiile de șomaj. Modificarea de semn a ritmului anual al transferurilor sociale a constituit, de altfel, principala explicație pentru atenuarea scăderii anuale a venitului real disponibil de la -14 la sută în trimestrul IV 2009. Viteza de reducere a venitului real disponibil a rămas similară în intervalul aprilie-mai, în condițiile în care încetinirea substanțială a declinului transferurilor externe, pe seama dispărării unui efect de bază nefavorabil, a fost contrabalansată de temperarea ritmului de creștere a transferurilor sociale.

3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul I 2010, atât prețurile de import, cât și cele de producție agricolă au continuat să influențeze favorabil prețurile interne, însă în mai mică măsură comparativ cu intervalele precedente. Evoluții pozitive au înregistrat, de asemenea, prețurile de producție ale bunurilor de consum și ale celor de capital, efectul acestora fiind însă anulat la nivel agregat de presiunile în formare pe segmentul energetic și, mai puțin, pe cel intermediar. În trimestrul II 2010 nu sunt previzibile modificări de tendință din perspectiva prețurilor de producție ale bunurilor industriale și agricole, dar este posibilă o intensificare a presiunilor din partea prețurilor de import.



Sursa: INS, calcule BNR

3.1. Prețurile de import

În trimestrul I 2010, prețurile de import au continuat să aibă un aport favorabil la evoluția prețurilor interne, susținut atât de mișcările componentei externe, cât și de poziția cursului de schimb față de principalele valute (apreciere atât față de euro, cât și față de dolarul SUA, mai pronunțată în ultimul caz). Indicele valorii unitare a importurilor s-a menținut subunitar (99,31 la sută), chiar dacă s-a majorat sensibil de la valoarea minimă de 85,13 la sută atinsă în ultimele două trimestre. Traectoria ascendentă a fost imprimată de prețurile externe ale combustibililor, care au crescut cu aproximativ 25 la sută față de perioada similară din anul anterior în contrast cu reducerea de peste 35 la sută din ultimele două trimestre.

Indici pronunțat supraunitari s-au consemnat în trimestrul I 2010 și în cazul echipamentelor electrice³³ (106,8 la sută, de la 94,6 la sută

³³ „Mașini, aparate și echipamente electrice; aparate de înregistrat și de reproduc sunetul și imagini TV”, potrivit Nomenclatorului Combinat.

în trimestrul IV 2009), analiza pe piețe de proveniență indicând faptul că o contribuție la aceste mișcări a revenit evoluțiilor din UE (ritmuri anuale de creștere de circa 10 la sută); tendința este confirmată de evoluția prețurilor producției industriale pentru piața externă aferente ramurilor industriale din zona euro ce furnizează acest tip de produse, care și-au consolidat tendința ascendentă, dar amplitudinea variațiilor anuale în acest ultim caz este sensibil mai mică (sub 1 la sută).

Celelalte grupe de bunuri importate au înregistrat, în general, dinamici anuale negative ale prețurilor externe, dar de mai mică dimensiune prin comparație cu intervalele precedente, diferența fiind mai pronunțată în cazul mărfurilor alimentare (carne, produse vegetale, uleiuri și grăsimi, cu până la 24 puncte procentuale).

În condițiile în care rata anuală de creștere a prețurilor externe ale materiilor prime și-a continuat evoluția ascendentă și în trimestrul II 2010, iar prețurile de producție pentru piața externă din industria prelucrătoare a zonei euro au depășit 4 la sută în termeni anuali, este de așteptat ca indicii valorii unitare a importurilor să redevină supraunitar în trimestrul II 2010. Suplimentar, deprecierea pronunțată a monedei naționale în raport cu dolarul SUA și atenuarea aprecierii față de euro ar putea amplifica presiunile pe care prețurile de import le exercită asupra prețurilor interne.

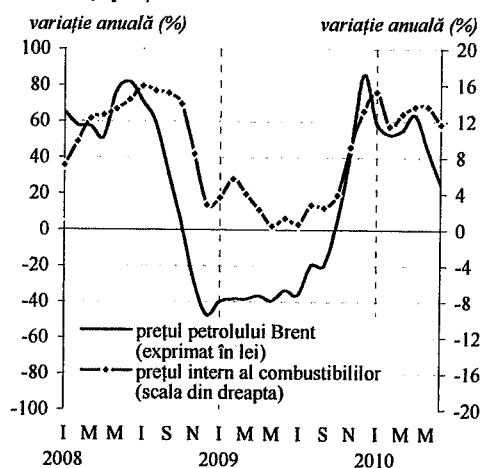
3.2. Prețurile de producție

3.2.1. Prețurile producției industriale

În trimestrul I 2010, ritmul anual de creștere a prețurilor de producție pentru piața internă a continuat să se majoreze comparativ cu intervalul precedent (+2 puncte procentuale, până la 3,8 la sută), aportul decisiv revenind bunurilor energetice; o contribuție pozitivă au avut, de asemenea, prețurile bunurilor intermediare, chiar dacă în acest caz nu s-a înregistrat decât o diminuare a vitezei anuale de scădere. În ambele cazuri, evoluția înregistrată a fost rezultatul efectului combinat al presiunilor din perioada curentă și al efectelor de bază nefavorabile asociate prețurilor scăzute ale resurselor energetice și, respectiv, ale metalelor, din intervalul similar al anului anterior.

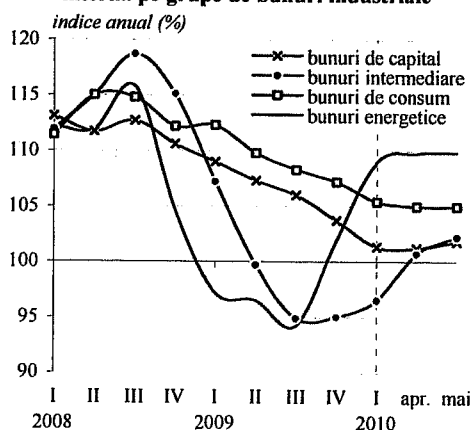
Pentru celelalte grupe de bunuri industriale, variațiile anuale au continuat să se reducă, fiind vizibilă chiar o tendință de accentuare a pantei descendente. Ritmurile anuale de creștere a prețurilor de producție ale bunurilor de capital au coborât în trimestrul I 2010 cu încă 2,4 puncte procentuale, până la 1,3 la sută, cel mai scăzut nivel din seria de date disponibilă (care începe din anul 2000). De semnalat, totuși, faptul că punctul de minim al curbei descrise de ratele anuale de creștere a prețurilor de producție a fost atins în martie (0,3 la sută), în lunile următoare producându-se o inversare

**Prețul petrolului
și prețul intern al combustibililor**



Sursa: INS, AIE, calcule BNR

Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale



Sursa: INS

IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

BNR a încetinit trendul descendent al ratei dobânzii de politică monetară în luna mai și l-a întrerupt apoi în iunie, prin menținerea acesteia la nivelul de 6,25 la sută; totodată, începând cu luna mai, autoritatea monetară a crescut treptat gradul de restrictivitate a condițiilor lichidității din sistemul bancar. Acțiunile băncii centrale au vizat asigurarea continuării procesului de dezinflație în concordanță cu obiectivele stabilite pe termen mediu, revitalizarea sustenabilă a procesului de creditare a economiei românești – cu precădere reluarea împrumuturilor către sectorul privat –, precum și evitarea volatilității excesive a cursului de schimb al leului.

Decizia de efectuare a unei noi reduceri a ratei dobânzii de politică monetară (de la 6,50 la 6,25 la sută) adoptată de Consiliul de administrație al BNR în ședința din 4 mai 2010 a fost motivată de reconfirmarea – în contextul actualizării prognozei evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu – a perspectivei continuării procesului dezinflației, pe fondul intensificării așteptate a presiunilor dezinflaționiste ale cererii. Aceasta avea ca suport probabilitatea ridicată a prelungirii trendului de adâncire a *gap*-ului negativ al PIB în primul trimestru al anului curent, dar mai ales perspectiva menținerii deficitului de cerere agregată în cea mai mare parte a anului 2010 la amplitudinea maximă, în condițiile prefigurării amânării revenirii în teritoriul pozitiv a dinamicii anuale a PIB; implicit, redresarea activității economice se anticipa a fi mai lentă decât se previzionase anterior pe întreg orizontul de prognoză. Principalele premise și indicii majore ale rămânerii în teritoriul negativ a variației anuale a PIB în prima parte a anului 2010 au fost: (i) întreruperea redresării activității economice în zona euro în trimestrul IV 2009 și perspectiva unei fragile reluări a acesteia în primul trimestru al anului 2010; (ii) efectul advers exercitat asupra evoluției PIB din 2010 de declinul major consemnat de PIB trimestrial în trimestrul IV 2009; (iii) creșterea/prelungirea, în primele luni ale trimestrului I 2010, a dinamicii anuale negative a unor indicatori relevanți ai cererii de consum și de investiții; (iv) prelungirea procesului de dezintermediere financiară, dar și a tendinței de ameliorare a economisirii nete bancare a populației; (v) continuarea deteriorării condițiilor pieței muncii în primele luni ale anului 2010. Evidențierea unei relative încetiniri a ritmului prognozat de consolidare a dezinflației³⁵, dar mai ales amplificarea riscurilor inflaționiste asociate acestei proiecții – în special a celui de abatere

³⁵ Comparativ cu cea proiectată anterior.

a politicii fiscale de la coordonatele convenite prin acordul încheiat cu UE, FMI și IFI, implicând amânarea procesului de consolidare fiscală – au determinat Consiliul de administrație al BNR să înjumătățească pasul de coborâre a ratei dobânzii de politică monetară; prudența dimensionării acestuia a avut în vedere și sporirea incertitudinilor privind evoluția mediului economic extern, în condițiile noilor turbulențe induse pe piața financiară internațională de criza datoriei suverane din Grecia.

Consiliul de administrație al BNR a decis să mențină rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută în ședința din 30 iunie, seria reducerilor consecutive ale acesteia din anul curent fiind astfel întreruptă³⁶. Reacția autorității monetare a fost justificată de perspectiva accelerării temporare a inflației ca efect al majorării cotei TVA de la 19 la 24 la sută începând din data de 1 iulie 2010³⁷, implicit de necesitatea ancorării anticipațiilor inflaționiste și a prevenirii manifestării efectelor secundare ale acestui șoc. Relevanța riscului producerii acestor efecte se considera a fi însă atenuată de perspectiva continuării adâncirii și a menținerii ulterioare a deficitului de cerere la valori ridicate, în condițiile prefigurării încetirii redresării economiei în raport cu cea mai recentă prognoză pe termen mediu, inclusiv ca urmare a implementării începând cu luna iulie a măsurilor de austeritate bugetară adoptate de autorități. Astfel, evoluțiile din prima parte a trimestrului II ale principalilor indicatori lunari sugerau menținerea în teritoriul negativ a dinamicii anuale a unora din componentele principale ale cererii interne, implicit a variației anuale a PIB, existând însă mari incertitudini în ceea ce privește dimensiunea contracției acestora. În cazul cererii de consum a gospodăriilor populației, cele mai semnificative indicii ale trenării tendinței de ameliorare le constituiau: (i) stoparea, în aprilie, a tendinței de restrângere a dinamicii anuale negative a volumului cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul și a celei din comerțul auto moto; (ii) revenirea în teritoriul negativ a dinamicii anuale a câștigului salarial mediu net real, în aprilie; (iii) deteriorarea abruptă în luna mai a indicatorului de încredere a consumatorilor, valoarea sa negativă atingând minimul istoric; (iv) foarte probabila resimțire spre finele trimestrului II, dar mai ales în trimestrele următoare, a efectelor contracționiste – directe și indirecte – ale măsurilor de reducere a salariilor din sectorul bugetar și a majorării

³⁶ În intervalul ianuarie-mai 2010 au fost adoptate patru decizii de scădere a ratei dobânzii (trei reduceri de 0,5 puncte procentuale și una de 0,25 puncte procentuale).

³⁷ Decizia – survenită ca urmare a respingerii de către Curtea Constituțională a propunerii de reducere cu 15 la sută a pensiilor (una din componentele majore ale setului de măsuri de austeritate asumate de guvern în Parlament, alături de diminuarea cu 25 la sută a salariilor din sectorul bugetar) – a fost adoptată în data de 26 iunie (a doua zi după comunicarea hotărârii Curții), autoritățile urmărind astfel să evite perturbarea majoră a derulării aranjamentului de finanțare externă încheiat cu UE, FMI și IFI.

cotei TVA, dar și a altor categorii de taxe și impozite. Aceștia li s-au asociat menținerea relativei robusteți a economisirii bancare în scop precauționar și cantonarea în teritoriul negativ a variației anuale a creditelor acordate populației³⁸.

Dinamica acestor împrumuturi a consemnat însă o relativă redresare în intervalul aprilie-mai 2010 (-4,3 la sută, față de o medie de -8,2 la sută în trimestrul I 2010), survenită în principal ca urmare a continuării derulării – cu unele sincope – a programului „Prima casă”, precum și a temperării sensibile a tendinței de deteriorare a ofertei de credite. Cererea de împrumuturi a rămas însă anemică, datele disponibile³⁹ relevând o ușoară refacere a acesteia doar pe segmentul creditelor de consum negarantate (de valoare mică), posibil asociată promoțiilor agresive derulate de unele instituții de credit. Principalii factori inhibitori i-au constituit continuarea deteriorării perspectivei privind veniturile și locul de muncă și a scăderii valorii activelor imobiliare deținute de populație; aceste influențe au fost doar în foarte mică măsură contrabalansate de efectul accentuării declinului ratelor dobânzilor la creditele noi în lei – în special la cele de consum⁴⁰. La rândul ei, oferta de împrumuturi a reflectat, pe de o parte, impactul prelungirii tendinței de înrăutățire a calității unora din creditele acordate anterior persoanelor fizice⁴¹ și al continuării ajustării pieței imobiliare și, pe de altă parte, semnele incipiente de intensificare a concurenței – cel puțin pe anumite segmente ale pieței. Băncile au continuat să tempereze în primele luni ale anului ritmul de înăsprire a standardelor și termenilor de creditare⁴², o parte a acestora rămânând chiar neschimbată. Pe acest fond, volumul

³⁸ În absența altor precizări, dinamica reprezintă rate anuale de creștere în termeni reali.

³⁹ Ediția din mai 2010 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației și datele CRB.

⁴⁰ Acesta pare să fi fost asociat în bună măsură operațiunilor de restructurare a împrumuturilor (ipoteză sugerată de analiza datelor privind volumul și structura fluxurilor și soldurilor creditelor în lei ale populației, care relevă, printre altele, faptul că împrumuturile noi în lei cu rată de dobândă variabilă și cele cu rată de dobândă fixă pe perioadă de un an au reprezentat – în premieră pentru perioada acoperită de seria de date – mai puțin de jumătate din totalul creditelor noi în monedă națională acordate în aprilie-mai).

⁴¹ Conform datelor Biroului de Credit.

⁴² Conform sondajului menționat anterior, în trimestrul I 2010 standardele de creditare a populației au rămas aproape nemodificate în cazul creditelor ipotecare (cu toate că anterior băncile anticipau o ușoară relaxare a acestora) – primul factor care pare să acționeze în această direcție fiind concurența din sistemul bancar; standardele s-au înăsprit însă în cazul creditelor de consum, sub influența riscurilor asociate colateralului, a așteptărilor privind situația financiară a populației și a riscului asociat bonității clienților. Termenii de creditare au continuat să se înăsprească în cazul creditelor de consum, unde s-a majorat marja față de rata ROBORIM și a fost diminuat gradul maxim de îndatorare.

mediu al creditelor noi acordate persoanelor fizice⁴³ în intervalul aprilie-mai 2010 s-a majorat comparativ cu cel din primul trimestru al anului; totodată, el a continuat să se plaseze la niveluri superioare celor consemnate în anul anterior, fără să manifeste însă o tendință clară de accelerare a dinamicii anuale. La rândul ei, variația anuală medie a soldului creditelor de consum ale populației s-a redresat ușor în intervalul analizat (la -7,9 la sută, cu 2,4 puncte procentuale peste valoarea medie a trimestrului I 2010); tendința a fost imprimată preponderent de componenta în devize, a cărei pondere în total împrumuturi noi a rămas majoritară. O dinamizare mai pregnantă a consemnat soldul creditelor pentru locuințe, al cărui ritm mediu anual de creștere (12,0 la sută) s-a dublat în raport cu trimestrul I, exclusiv pe seama evoluției componente în valută (19,3 la sută, comparativ cu 15,4 la sută în trimestrul I).

La rândul lor, plasamentele totale din bănci ale populației și-au menținut aproape neschimbată dinamica anuală în intervalul aprilie-mai comparativ cu media trimestrului anterior, nivelul atins de aceasta (6,0 la sută) – cel mai mic din ultimii nouă ani – reflectând, printre altele, accentuarea constrângerii exercitate de serviciul datoriei bancare, pe fondul tendinței de declin al veniturilor acestui segment. Depozitele la termen (sub și peste 2 ani) și-au consolidat ponderea în totalul plasamentelor bancare ale populației (76,1 la sută), cererea de bani în scop precautionar continuând să fie susținută de creșterea incertitudinii privind perspectiva situației financiare proprii; în sens opus au acționat îngustarea ecartului dintre ratele dobânzilor la depozitele noi la termen în lei și cele la plasamentele similare pe termen foarte scurt ale persoanelor fizice, dar și apariția temerilor privind o posibilă depreciere mai puternică a leului – care a părut să accentueze, cel puțin temporar, preferința pentru plasamentele pe termen foarte scurt în devize. Dinamica anuală a soldului depozitelor la termen ale populației a continuat însă să se reducă (18,7 la sută, cu 5 puncte procentuale sub media trimestrului I), nivelul atins fiind similar celui consemnat în ultima parte a anului 2007-începutul lui 2008; în schimb, variația anuală a depozitelor ON și-a atenuat din nou valoarea negativă (-20,9 la sută, față de -25,6 la sută în trimestrul I), în special datorită intrării pe palierul pozitiv a ritmului de creștere a plasamentelor pe termen foarte scurt în valută.

Inclusiv din această perspectivă, un alt argument al deciziei de reducere a pasului de ajustare a ratei dobânzii și, ulterior, al celei de menținere a *status-quo*-ului acestuia l-a constituit riscul manifestării unei volatilități excesive a cursului de schimb al leului, în condițiile scăderii semnificative a apetitului global pentru risc ca

⁴³ Coroborând datele disponibile la CRB cu raportările transmise de instituțiile de credit în baza Normei BNR nr. 14/2006.

urmare a creșterii temerilor privind intensificarea și extinderea crizei datoriei suverane în zona euro. Percepția de risc atașată investițiilor pe piața locală a fost suplimentar deteriorată în acest interval de înrăutățirea așteptărilor privind evoluția pe termen scurt a economiei românești, dar mai ales de amplificarea temporară a incertitudinilor legate de adoptarea și implementarea necesarelor măsuri de consolidare fiscală în termenul ce condiționa eliberarea de către FMI a unei noi tranșe din împrumutul prevăzut în acordul încheiat cu această instituție, UE și IFI.

În acest context, o altă decizie pe care Consiliul de administrație al BNR a adoptat-o în luna iunie a fost cea de creștere a fermității gestionării lichidității din sistemul bancar. Banca centrală a început să acționeze în direcția sporirii treptate a gradului de restrictivitate a condițiilor lichidității încă de la finele lunii aprilie, după ce în prima parte a acestei luni gestionarea lichidității a continuat să fie adecvată preponderent din perspectiva susținerii tendinței de ajustare a ratelor dobânzilor la creditele și depozitele în lei: poziția de debitor net a BNR s-a amplificat temporar în prima lună din trimestrul II – reflectând efectul expansionist generat de factorii autonomi ai lichidității – iar surplusul de rezerve a fost drenat în cea mai mare parte prin intermediul facilității de depozit (al cărei volum mediu zilnic s-a mărit substanțial). În ultima decadă a lunii aprilie și pe parcursul lunilor următoare BNR a efectuat o serie de 4 licitații de depozite cu scadența de o săptămână (din care trei cu volum anunțat). Pe acest fond, apelul instituțiilor de credit la facilitatea de depozit s-a redus, iar ratele dobânzilor pe termen scurt și-au diminuat ecartul față de rata dobânzii de politică monetară. Tensiunile de pe piețele internaționale, dar și creșterea temerilor legate de dimensiunea deficitului bugetar și posibilitatea mobilizării resurselor necesare pentru finanțarea acestuia, precum și modificarea așteptărilor privind condițiile viitoare ale lichidității s-au repercutat asupra cotațiilor pe termen mai lung ale pieței interbancare; acestea au înregistrat o creștere sensibilă în prima parte a lunii mai, urmată apoi de o tendință de relativă stabilizare pe un palier superior ratei dobânzii de politică monetară.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentele pieței monetare s-au re poziționat pe un palier mai înalt pe parcursul trimestrului II, în timp ce ratele dobânzilor la creditele și depozitele noi ale clienților nebancari și-au prelungit declinul. Cursul de schimb leu/euro s-a plasat pe un trend ascendent, pe fondul amplificării aversiunii globale față de risc și, ulterior, al deteriorării sentimentului investitorilor față de piața regională și cea locală. Lichiditatea din economie și-a reluat creșterea, în condițiile atenuării contracției în termeni anuali a creditului acordat sectorului privat.

2.1. Ratele dobânzilor

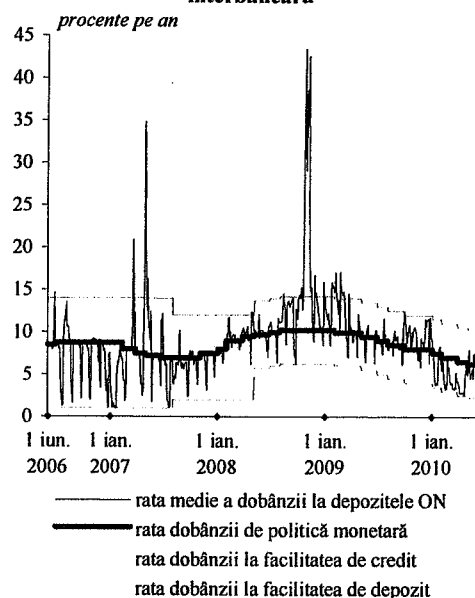
Ratele dobânzilor pieței monetare interbancare au înregistrat o ajustare ascendentă la finele lunii aprilie, revenind în apropierea ratei dobânzii de politică monetară. Totuși, media lor din trimestrul II (5,3 la sută) a fost inferioară cu 0,5 puncte procentuale celei consemnate în primele trei luni ale anului curent, evoluția reflectând nivelurile reduse la care s-au plasat aceste randamente în debutul perioadei analizate.

Astfel, pe parcursul celei mai mari părți a lunii aprilie, ratele dobânzilor ON s-au menținut la limita inferioară a coridorului determinat de randamentele facilităților permanente, pe fondul prelungirii caracterului lax al condițiilor lichidității, ca efect al injecțiilor de rezerve generate de factorii autonomi, inclusiv de operațiunile Trezoreriei. Excedentul de lichiditate a fost drenat în cea mai mare parte prin intermediul facilității de depozit, stocul mediu zilnic al acestor plasamente amplificându-se substanțial comparativ cu lunile anterioare.

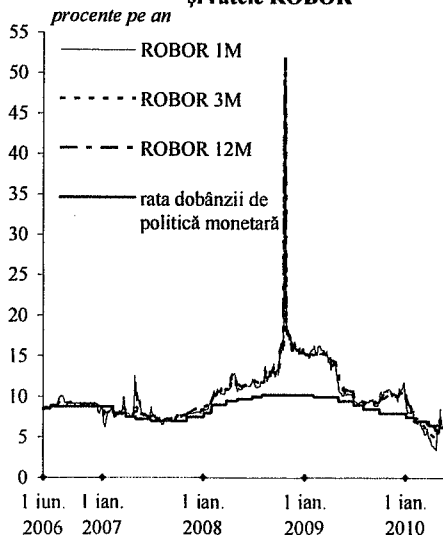
În debutul perioadei de constituire a RMO 24 aprilie-23 mai, randamentele ON s-au repositionat în jurul ratei dobânzii de politică monetară, iar ulterior oscilațiile lor și-au restrâns gradual amplitudinea, inclusiv ca urmare a majorării ponderii operațiunilor cu depozite 1W ale băncii centrale în totalul celor destinate absorbției de lichiditate. O reamplificare temporară a volatilității a fost însă consemnată în a doua jumătate a lunii iunie, în condițiile în care scăderea amplă a ratelor dobânzilor pe termen foarte scurt, survenită pe fondul acumulării unui surplus de rezerve și al intensificării apelului instituțiilor de credit la facilitatea de depozit, a fost succedată de revenirea acestora în vecinătatea ratei dobânzii de politică monetară.

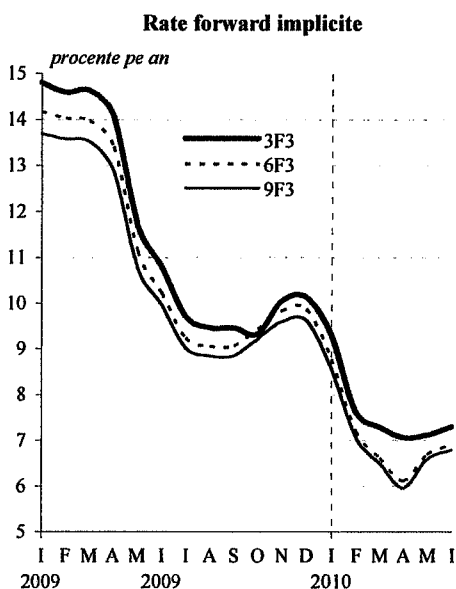
Cotațiile ROBOR (1M-12M) și-au accentuat declinul în debutul trimestrului, dar au înregistrat o creștere însemnată în ultima săptămână a lunii aprilie și îndeosebi în debutul lunii mai, poziționându-se astfel pe întregul spectru de scadențe la valori superioare ratei dobânzii de politică monetară. Evoluția a reflectat creșterea primei de risc – în contextul tensionării severe a piețelor financiare globale (generate de temerile investitorilor privind o posibilă criză a datoriei suverane a unor state din zona euro) și al sporirii riscurilor de proveniență internă asociate realizării obiectivelor politicilor fiscale și a veniturilor în sectorul public –, precum și schimbarea percepției instituțiilor de credit privind situația curentă și în perspectivă a lichidității din sistemul bancar. Ulterior, după o mișcare ușor oscilantă, aceste randamente s-au aliniat la nivelul ratei dobânzii-cheie a băncii centrale. Cotațiile tuturor scadențelor au sporit însă din nou la finele trimestrului II, în

Ratele dobânzilor pe piața monetară interbancară



Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR





condițiile în care, pe fondul reconfigurării setului de măsuri destinate consolidării fiscale și al incertitudinilor asociate acestui proces, participanții la piață și-au reconsiderat așteptările privind evoluția viitoare a ratei dobânzii de politică monetară, nemaienticipând o reducere a acesteia la sfârșitul lunii iunie. Ca urmare a acestor evoluții, media cotațiilor ROBOR (1M-12M) din luna iunie a sporit cu 0,5 puncte procentuale față de cea consemnată în luna martie.

Ratele *forward* implicite au înregistrat la rândul lor o ajustare ascendentă. În iunie, nivelurile anticipate ale ratei ROBOR3M pentru orizonturile de 6 și 9 luni (calculate pornind de la cotațiile medii din această lună) se situau la 6,9 la sută și respectiv 6,8 la sută, fiind superioare cu 0,3 puncte procentuale celor corespondente din martie 2010. Valoarea așteptată pe un orizont de 3 luni s-a menținut la 7,3 la sută.

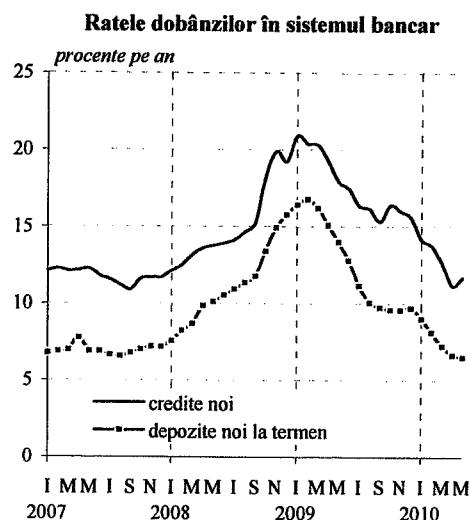
La rândul lor, ratele dobânzilor de pe piața primară a titlurilor de stat au înregistrat o scădere în luna aprilie, dar au început apoi să crească treptat, urcând până la nivelul de 7 la sută (maximul acceptat de MFP). Valoarea cumulată a emisiunilor (8,1 miliarde lei) a reprezentat însă doar 60 la sută din totalul sumelor anunțate – ponderea volumului acceptat în totalul celui anunțat scăzând în iunie la 21 la sută – în condițiile în care MFP a încercat să se opună unei creșteri mai ample a randamentelor, respingând integral sau în mare parte ofertele de cumpărare la licitațiile desfășurate în lunile mai-iunie. În aceste condiții, randamentul mediu aferent titlurilor emise în trimestrul II s-a plasat la nivelul de 6,5 la sută, cu 1,27 puncte procentuale sub cel înregistrat în trimestrul I 2010.

O tendință similară a consemnat și randamentul aferent operațiunilor definitive de pe piața secundară a titlurilor de stat, care a acumulat 0,9 puncte procentuale în lunile mai și iunie, ajungând la 7,1 la sută; media trimestrială a acestuia s-a situat însă la nivelul de 6,8 la sută, inferior cu 0,9 puncte procentuale celei din trimestrul anterior. Rulajul trimestrial al pieței secundare a titlurilor de stat (exclusiv BNR) a scăzut față de trimestrul I, până la 23 miliarde lei (nivel apropiat de cel înregistrat în trimestrul IV 2009), majoritatea tranzacțiilor desfășurate fiind ireversibile (aproximativ 92 la sută)⁴⁴. Cele mai tranzacționate titluri au fost cele cu maturitatea reziduală de 1 și 2 ani, ale căror randamente au crescut în ultimele 2 luni cu 0,98 și respectiv 0,66 puncte procentuale. Pe fondul creșterii aversiunii față de risc, precum și al sporirii incertitudinii privind

⁴⁴ Volumul tranzacțiilor cu titluri de stat derulate prin BVB s-a plasat ușor sub cel consemnat în primul trimestru al anului, însumând 1,16 miliarde lei. Cele mai tranzacționate titluri au fost cele cu maturitatea reziduală de 4 ani (64 la sută din rulajul total) al căror randament mediu trimestrial a scăzut, la rândul său, cu 0,61 puncte procentuale până la 6,83 la sută.

evoluția pe termen scurt a economiei românești, deținerile de titluri de stat denumite în lei ale nerezidenților au coborât începând cu luna mai – după 5 luni consecutive de creștere –, ajungând la sfârșitul lunii iunie la un nivel ușor inferior celui de la finele lunii martie.

În perioada martie-mai 2010, ratele medii ale dobânzilor la depozitele noi la termen și la creditele noi și-au menținut tendința general descendentă (-1,60 puncte procentuale, până la 6,52 la sută și respectiv -2,05 puncte procentuale, până la 11,69 la sută), ele preluând mișcarea ratei dobânzii de politică monetară și a randamentelor interbancare. Evoluția a fost însă neuniformă din perspectiva celor două sectoare de clientelă. Astfel, în cazul populației, ratele medii ale dobânzilor la depozitele noi la termen și la creditele noi și-au accelerat declinul față de perioada anterioară (-1,69 puncte procentuale, până la 7,25 la sută și respectiv -4,19 puncte procentuale⁴⁵, până la 11,80 la sută). În schimb, pe segmentul societăților nefinanciare, ajustarea descendentă din martie și aprilie a ratelor medii ale dobânzilor aferente depozitelor noi la termen și creditelor noi a fost urmată în luna mai de o majorare a acestora, în condițiile creșterii randamentelor interbancare, dar și ale amplificării gradului de incertitudine asociat perspectivei economiei românești. Ca urmare, pe ansamblul intervalului analizat, randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale companiilor s-a diminuat cu numai 1,47 puncte procentuale (până la 5,98 la sută), iar costul mediu cu dobânda aferent creditelor noi acordate acestor entități a scăzut cu 1,57 puncte procentuale (ajungând la 11,66 la sută în mai).



⁴⁵ Această reducere amplă s-a datorat cu precădere scăderii ratei medii a dobânzii la creditele noi pentru consum cu durata inițială și perioada inițială fixă cuprinsă între 1 an și 5 ani, categorie care deține cea mai mare pondere în total credite noi ale populației; este posibil ca mișcarea să se datoreze atât ofertelor promoționale ale băncilor, cât și măsurilor de restructurare a creditelor de consum.

Casetă

Mecanismul de transmisie a ratelor dobânzilor

Înțelegerea transmisiei modificărilor ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară către ratele dobânzilor practicate de bănci pentru clienți (populație și companii) este esențială pentru cunoașterea modului în care acțiunea politicii monetare afectează economia. Ea capătă o importanță sporită în contextul crizei financiare internaționale, care a generat o relativă slăbire⁴⁶ a *pass-through*-ului ratelor dobânzilor, de natură să complice procesul de adevărat a *stance*-ului și a manierei de implementare a politicii monetare a BNR, dar și a altor bănci centrale.

Investigarea caracteristicilor transmisiei ratelor dobânzilor a fost realizată utilizând un model de corecție a erorilor (*error-correction model*):

$$\Delta r_t = \sum_{i=1}^k \lambda_i \Delta r_{t-i} + \sum_{j=0}^l \gamma_j \Delta m_{t-j} + \alpha(r_{t-1} - \mu - \beta m_{t-1}) + \varepsilon_t,$$

unde r reprezintă rata dobânzii la creditele/depozitele clienților nebancați, m este rata dobânzii de pe piața monetară, coeficientul γ_0 cuantifică *pass-through*-ul imediat, coeficienții λ determină răspunsul ratei dobânzii la credite/depozite la propriile variații din perioadele anterioare, α este viteza de ajustare către relația de echilibru pe termen lung, β reprezintă *pass-through*-ul pe termen lung, iar μ este marja dintre ratele dobânzilor la credite/depozite și rata dobânzii de pe piața monetară. Analiza s-a realizat pe baza valorilor lunare ale ratelor dobânzilor la creditele noi/depozitele noi la termen ale populației și respectiv ale societăților nefinanciare, aferente perioadei mai 2003 – decembrie 2009; calitatea de rată a dobânzii reprezentative de pe piața monetară interbancară a fost atribuită cotației ROBOR3M, care a prezentat în general cea mai strânsă corelație cu ratele dobânzilor pentru clienții nebancați.

Transmisia pe termen lung a variațiilor ratelor dobânzilor interbancare asupra celor la creditele noi a fost supraunitară pe ambele sectoare principale de clientelă (Tabelul 1). Evidențele empirice – care par să indice un comportament pronunțat prociclic al instituțiilor de credit – reflectă interacțiunea dintre condițiile macroeconomice și cele financiare specifice perioadei analizate; în cadrul celor din urmă, un rol important au avut evoluția percepției de risc asociat de instituțiile de credit clienților nebancați (inclusiv sub influența unor factori de natură structurală) și implicit a primei aferente. În schimb, în cazul ratelor dobânzilor la depozitele noi *pass-through*-ul pe termen lung a fost incomplet, acestea receptând doar aproximativ 80 la sută din modificările ratelor dobânzilor pieței monetare interbancare pe segmentul populației și circa 90 la sută pe cel al societăților nefinanciare (Tabelul 2)⁴⁷. O posibilă explicație o constituie faptul că cea mai mare parte a perioadei analizate a fost caracterizată de persistența unui surplus de lichiditate în sistemul bancar, precum și de accesul facil al instituțiilor de credit la finanțarea externă.

Transmisia pe termen scurt a prezentat trăsături diferite din perspectiva celor două categorii de clienți/produse bancare. Ratele dobânzilor la creditele și respectiv depozitele la termen noi ale societăților nefinanciare au preluat imediat aproximativ jumătate din variația ratelor dobânzilor interbancare; reacția a fost mai puternică decât cea a ratelor de dobândă comparabile de pe segmentul populației, în cazul cărora transmisia a fost de doar aproximativ 20 la sută. O posibilă explicație o constituie structura diferită a contractelor de credit/depozit pe cele două sectoare: (i) cvasitotalitatea creditelor noi acordate societăților nefinanciare au rată variabilă de dobândă sau rată fixă de dobândă pe o perioadă de sub un an, în timp ce pe segmentul populației aceste categorii de credite au o pondere mai redusă; (ii) în privința depozitelor noi, este posibil ca populația să prefere plasamentele la termen cu rate fixe de dobândă, în detrimentul celor cu rate variabile. Totodată, diferența de transmisie pe termen scurt poate fi atribuită și prevalenței practicei indexării directe a ratelor dobânzilor la creditele/depozitele companiilor în funcție de cotațiile pieței monetare interbancare, dar și concurenței mai ridicate pe acest segment – datorată inclusiv capacității superioare de negociere a societăților nefinanciare comparativ cu cea de care dispune populația (decurgând, printre altele, din posibilitatea accesării cu o mai mare ușurință a produselor alternative de finanțare/plasament).

În același timp, ratele dobânzilor la depozite au tins să se ajusteze înaintea celor la credite. Comportamentul – favorizat de persistența excedentului de lichiditate din sistemul bancar – ar putea reflecta preocuparea instituțiilor de credit pentru conservarea marjelor de intermediere, în condițiile în care pe parcursul celei mai mari părți a perioadei analizate cotațiile interbancare au fost în scădere.

⁴⁶ Motivele acestora au fost discutate în edițiile anterioare ale *Raportului asupra inflației*.

⁴⁷ În cazul ratelor dobânzilor la depozite nu a putut fi atestată o relație stabilă pe termen lung (de cointegrare) cu ratele dobânzilor de pe piața monetară interbancară. În consecință, a fost utilizat un model ce nu include termenul de corecție a erorilor.

Intensificarea crizei financiare globale în toamna anului 2008 și propagarea efectelor acesteia asupra pieței financiare locale par să fi afectat temporar *pass-through*-ul ratelor dobânzilor. Creșterea tranzitorie a volatilității cotațiilor interbancare s-a reflectat în slăbirea reacției pe termen scurt a ratelor dobânzilor pentru clienți, îndeosebi pe segmentul populației. O distorsionare notabilă au consemnat ratele dobânzilor la depozitele noi, majorate de către instituțiile de credit substanțial peste valorile așteptate pe baza comportamentului istoric; evoluția a reflectat atât temerile băncilor privind reducerea surselor de finanțare externă, cât și preocuparea lor pentru ajustarea raportului credite/depozite, al cărui nivel nesustenabil devenise o serioasă vulnerabilitate în contextul crizei financiare.

În perspectivă, este posibil ca transmisia ratelor dobânzilor la nivelul creditelor noi ale persoanelor fizice să recepteze impactul modificării recente a cadrului legislativ aplicabil contractelor de credit pentru consumatori⁴⁸. Pe termen scurt, ajustarea de către instituțiile de credit a structurii costurilor împrumuturilor acordate populației ar putea conduce la o creștere tranzitorie a rigidității ratelor dobânzilor pe acest segment. Pe un orizont de timp mai îndelungat, eliminarea/limitarea comisioanelor de rambursare anticipată ar putea stimula concurența, cu efecte pozitive atât asupra transmisiei pe termen lung, cât și a celei pe termen scurt. Totodată, legarea explicită a ratelor variabile de dobândă de indicii de referință ai pieței monetare este de natură să amelioreze, *ceteris paribus*, transmisia pe termen scurt. Comportamentul ratelor dobânzilor la depozitele la termen ar putea la rândul său să fie afectat temporar de aplicarea cotei de impozitare de 16 la sută asupra câștigurilor aduse de aceste plasamente, începând cu 1 iulie 2010.

Tabel 1. Transmisia ratelor dobânzilor pieței monetare interbancare asupra ratelor dobânzilor la creditele noi

	<i>Pass-through</i> imediat	<i>Pass-through</i> pe termen lung	Viteza de ajustare	Test de cointegrare (Boswijk)
Rata dobânzii la creditele populației				
2003 m5: 2008 m9	0,36 (0,17) **	1,63 (0,12) ***	-0,16 (0,04) ***	24,47***
2003 m5: 2009 m12	0,20 (0,09) **	1,57 (0,10) ***	-0,17 (0,02) ***	66,78***
Rata dobânzii la creditele societăților nefinanciare				
2003 m5: 2008 m9	0,51 (0,14) ***	1,26 (0,07) ***	-0,22 (0,04) ***	31,95***
2003 m5: 2009 m12	0,45 (0,05) ***	1,20 (0,06) ***	-0,21 (0,04) ***	41,93***

Tabel 2. Transmisia ratelor dobânzilor pieței monetare interbancare asupra ratelor dobânzilor la depozitele noi

	<i>Pass-through</i> imediat	<i>Pass-through</i> pe termen lung
Rata dobânzii la depozitele populației		
2003 m5: 2008 m9	0,27 (0,16) *	0,78 (0,11)
2003 m5: 2009 m12	0,21 (0,07) ***	0,80 (0,11)
Rata dobânzii la depozitele societăților nefinanciare		
2003 m5: 2008 m9	0,62 (0,16) ***	0,87 (0,11)
2003 m5: 2009 m12	0,60 (0,13) ***	0,90 (0,10)

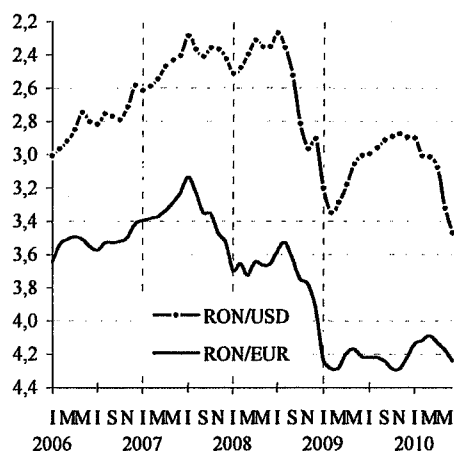
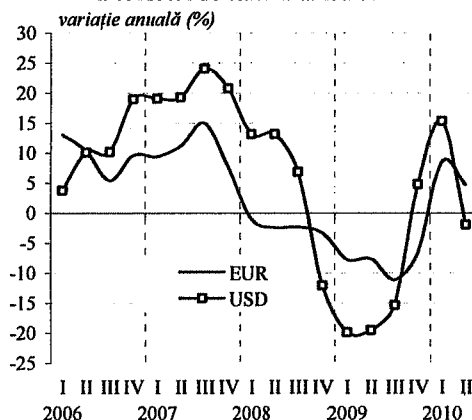
Deviațiile standard sunt prezentate în paranteze. În cazul ratelor dobânzilor la depozite, deviația standard pentru *pass-through*-ul pe termen lung este calculată utilizând metoda "delta".

***, **, * denotă semnificația la nivelurile de 1%, 5% și 10%

În cazul eșantionului complet, în model a fost inclusă o variabilă *dummy* pentru a controla efectul manifestării cu intensitate a efectelor crizei financiare globale pe piața financiară locală începând din luna octombrie 2008.

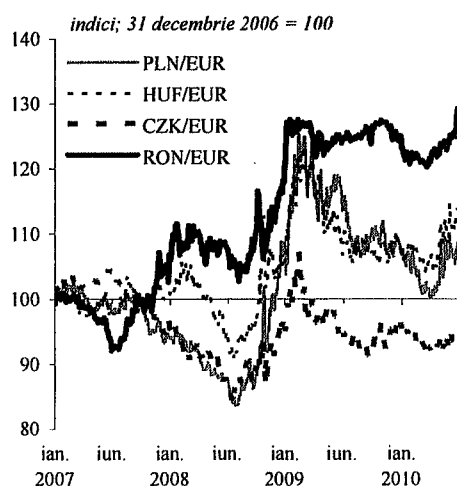
⁴⁸ Instituită de Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 50/2010.

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

Sursa: BNR, BCE

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro și-a inversat în aprilie traiectoria, mișcarea sa ascendentă de pe parcursul trimestrului II reflectând în principal amplificarea temerilor generate de criza datoriei suverane din Grecia și de potențiala extindere a acesteia în alte state ale zonei euro. Creșterea cursului de schimb al leului s-a accelerat în ultima parte a intervalului, concomitent cu sporirea amplă a variațiilor zilnice ale acesteia, ca urmare a tensionării mediului politic și a pieței financiare interne în contextul deteriorării perspectivelor execuției bugetare și al suplimentării de către autorități a măsurilor de consolidare fiscală.

În consecință, în intervalul aprilie – iunie, leul s-a depreciat față de euro cu 3,6 la sută în termeni nominali și cu 3,1 la sută în termeni reali (comparativ cu o apreciere de 3,3 la sută în termeni nominali și 5,5 la sută în termeni reali în trimestrul I); în raport cu dolarul însă – în condițiile în care valoarea acestuia a crescut abrupt față de euro⁴⁹ – moneda națională s-a depreciat cu 12,7 la sută în termeni nominali și cu 12,4 la sută în termeni reali (comparativ cu o depreciere de 3,9 la sută și, respectiv, 1,8 la sută în trimestrul I). Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul II, leul și-a diminuat semnificativ aprecierea nominală comparativ cu euro (0,3 la sută) și a înregistrat prima depreciere nominală din ultimele trei trimestre în raport cu dolarul SUA (6,4 la sută).

Schimbarea produsă în aprilie în traiectoria cursului de schimb leu/euro a fost în principal consecința inflamării îngrijorării investitorilor financieri legate de criza finanțelor publice din Grecia⁵⁰, în condițiile creșterii incertitudinii privind, pe de o parte, modalitatea de implementare a pachetului de sprijin financiar UE/FMI adoptat în 10-11 aprilie⁵¹ și, pe de altă parte, capacitatea guvernului elen de a pune în aplicare măsurile de austeritate cerute de UE. Temerile generate pe piața financiară internațională de această criză și de riscul de contagiune atașat au fost ulterior amplificate de decizia agenției *Standard&Poors* privind retrogradarea Greciei la categoria *sub-investment*, precum și de diminuarea *rating*-ului Portugaliei și, ulterior, al celui al Spaniei (cu perspectivă negativă pentru toate cele trei țări); un efect similar a exercitat și semnalul dat de preluarea de către statul spaniol a băncii CajaSur. Sentimentul pieței internaționale a continuat să se

⁴⁹ În data de 8 iunie, raportul euro/dolar a atins cea mai mică valoare din 10 martie 2006 (1,1942).

⁵⁰ Reflectată și de sporirea la un nivel record, din perspectiva istoriei UEM, a costului finanțării acestui stat pe piețele financiare externe.

⁵¹ În plus, pachetul financiar UE-FMI a fost perceput ca acordând prioritate asistenței financiare pe termen scurt, persistând astfel temerile privind situația fiscală pe termen lung a Greciei.

deterioreze în mai – evoluție reflectată inclusiv de scăderea abruptă a raportului euro/dolar –, un motiv suplimentar de îngrijorare fiind potențialele influențe adverse exercitate asupra ritmului redresării economice a statelor UE de măsurile de austeritate destinate consolidării fiscale⁵² anunțate de către guverne. Pe acest fond, deciziile adoptate în intervalul aprilie-mai de autoritățile europene în vederea contracarării efectului advers al crizei din Grecia, respectiv activarea la solicitarea guvernului elen a mecanismului de asistență financiară UE/FMI și crearea unui Mecanism European de Stabilizare, în valoare de 500 milioane euro (suplimentat prin contribuția FMI până la un total de 750 milioane euro), au slăbit doar temporar presiunile de depreciere exercitate asupra monedei euro, dar și asupra monedelor din regiune.

Mișcarea ascendentă a raportului leu/euro a fost potențată și de înrăutățirea percepției investitorilor asupra perspectivelor pe termen scurt ale economiei românești, date fiind: (i) revizuirea în sens nefavorabil a prognozelor privind evoluția PIB și a deficitului bugetar în anul 2010⁵³, dar mai ales (ii) accentuarea incertitudinilor legate de capacitatea guvernului de a implementa măsurile de diminuare a cheltuielilor bugetare anunțate în data de 7 mai, implicit de a asigura derularea în parametri conveniți a acordului încheiat cu UE, FMI și IFI. Într-o oarecare măsură aceste presiuni au fost atenuate de creșterea fermității gestionării de către BNR a lichidității de pe piața monetară și de majorarea implicită a randamentelor acesteia. Rulajul pieței valutare interbancare locale a crescut treptat – inclusiv ca urmare a amplificării operațiunilor cu caracter speculativ –, atingând în luna mai maximul ultimelor 16 luni, iar soldul negativ al tranzacțiilor în deize a sporit la o valoare reprezentând maximul anului⁵⁴; în aceste condiții, cursul de schimb leu/euro a urcat în data de 20 mai la cea mai mare valoare din ultimele 11 luni (4,1998). Ca urmare, în intervalul aprilie-mai, leul s-a depreciat cu 2,1 la sută față de euro, valoarea fiind însă inferioară celor consemnate de forint (4,1 la sută), respectiv zlot (4,0 la sută).

Ritmul de depreciere a leului s-a intensificat în iunie – similar tendințelor din regiune – în condițiile înrăutățirii percepției de risc asociat evoluțiilor zonale, inclusiv celor locale. Reacția a fost generată, pe de o parte, de incertitudinile legate de componența viitoarei coaliții guvernamentale din Cehia, dar în special de declarația neașteptată a vicepreședintelui partidului Fidesz, care a

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2009 5 luni	2010 5 luni
Contul financiar	1 146	2 809
Investiții directe	2 134	1 365
- rezidenți în străinătate	40	-68
- nerezidenți în România	2 094	1 433
Investiții de portofoliu și derivate financiare	-219	1362
- rezidenți în străinătate	-206	7
- nerezidenți în România	-13	1355
Alte investiții de capital	-330	2 323
- credite și împrumuturi de la FMI	4 925	2 453
- pe termen mediu și lung	1 215	-475
- pe termen scurt	-2 800	-344
- numerar și depozite pe termen scurt	-3 771	788
- altele	102	-100
Active de rezervă ale BNR (net)		
("-" creștere/"+" scădere)	-440	-2 242

⁵² Guvernele din Spania, Portugalia și Italia au adoptat în luna mai măsuri suplimentare de diminuare a deficitelor bugetare.

⁵³ Conform declarației din 10 mai a șefului misiunii FMI pentru România, în 2010 ponderea deficitului bugetului general consolidat în PIB ar putea ajunge, în absența unor măsuri de ajustare, la 9,1 la sută.

⁵⁴ Inclusiv ca efect al sporirii cererii nete de deize a clienților rezidenți, persoane juridice.

afirmat că Ungaria are probleme mult mai dificile decât se credea anterior⁵⁵, șansele evitării unei situații precum cea a Greciei fiind reduse; guvernul ungar a revenit însă ulterior asupra acestor declarații, anunțând totodată un plan de măsuri care să-i permită respectarea țintei de deficit stabilită inițial. Pe de altă parte, deteriorarea sentimentului pieței a fost indusă de dificultățile apărute în procesul de adoptare de către autoritățile române a măsurilor suplimentare de consolidare fiscală – inițierea unei mișcări de cenzură împotriva acestor măsuri, declararea de către Curtea Constituțională a măsurii de reducere a pensiilor cu 15 la sută drept neconstituțională și recurgerea la substituirea acestora cu cea de majorare a cotei TVA – de natură să amâne termenul evaluării periodice de către *board-ul* FMI a îndeplinirii condiționalităților din aranjamentul *stand-by* și implicit eliberarea unei noi tranșe din împrumutul aferent. Pe fondul creșterii incertitudinilor privind implementarea programului de austeritate bugetară propus de guvern, tensiunile de pe piața valutară interbancară s-au amplificat treptat, rulajul tranzacțiilor urcând în iunie la maximum ultimelor 17 luni. La rândul ei, cursul de schimb al leului în raport cu euro a consemnat o creștere abruptă⁵⁶ atingând în ultimele zile ale trimestrului maxime istorice succesive⁵⁷; totodată, variațiile sale zilnice au sporit, ele rămânând însă inferioare valorilor parametrilor similari consemnați de principalele monede din regiune.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În perioada martie-mai 2010, viteza de creștere⁵⁸ a masei monetare (M3) s-a majorat (cu 1,9 puncte procentuale, până la 4,0 la sută), menținându-se însă la un nivel scăzut din perspectiva ultimilor patru ani și jumătate. Evoluția a reflectat influențele de sens opus induse, pe de o parte, de atenuarea declinului activității unor sectoare ale economiei (probabil susținută inclusiv de majorarea unor categorii de cheltuieli bugetare⁵⁹, pe seama utilizării parțiale a resurselor externe de finanțare) și, pe de altă parte, de realocările parțiale ale deținerilor de monedă înspre instrumentele financiare

Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale							
	variație procentuală în termeni reali						
	2009			2010			
	II	III	IV	I	apr.	mai.	
	ritm mediu al trimestrului						
M3	5,7	6,8	6,7	2,1	3,8	4,2	
M1	-12,4	-14,8	-18,3	-13,5	-9,0	-5,7	
Numerar în circulație	-0,1	-2,9	-8,9	-5,7	-2,6	1,3	
Depozite overnight	-16,7	-19,0	-21,9	-16,7	-11,8	-8,7	
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	26,8	49,9	36,7	15,1	12,5	10,3	

Sursa: INS, BNR

⁵⁵ Aceasta a fost urmată de o declarație a purtătorului de cuvânt al guvernului ungar, care a susținut că discuțiile privind posibilitatea unui *default* nu sunt exagerate.

⁵⁶ În intervalul 24 – 30 iunie leul a pierdut 3,2 la sută în raport cu euro.

⁵⁷ Ulterior deciziei referitoare la eliberarea celei de-a V-a tranșe pentru România adoptate de *board-ul* FMI în data de 2 iulie, tensiunile de pe piața valutară interbancară s-au calmat, iar leul a recuperat o parte din pierderea consemnată față de euro.

⁵⁸ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada martie-mai 2010, exprimate în termeni reali.

⁵⁹ În perioada martie-mai 2010, cheltuielile bugetare (mai puțin contribuția la bugetul UE) au consemnat prima creștere anuală în termeni reali din trimestrul III 2009.

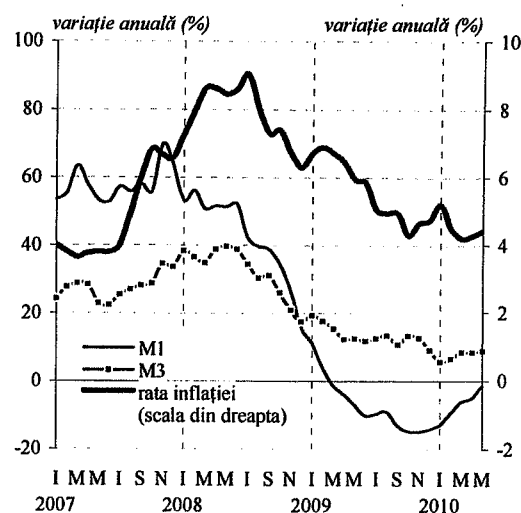
cu maturitate de peste doi ani și de efectul contabil exercitat de cursul de schimb al leului⁶⁰.

Dinamicile principalelor componente ale M3 și-au prelungit traiectoriile inițiate în intervalul anterior: variația negativă a masei monetare în sens restrâns (M1) s-a redus, în timp ce viteza de creștere a depozitelor la termen sub doi ani s-a încetinit. Toate componentele majore ale M1 au contribuit la temperarea declinului acestui agregat monetar: (i) numerarul și-a întrerupt tendința descendentă a variației anuale din ultimii doi ani, reflectând, printre altele, efectul ușoarei redresări – temporare – a dinamicii veniturilor salariale⁶¹; (ii) dinamica depozitelor ON ale populației și-a prelungit trendul ascendent (în special pe seama creșterii componente în valută, exprimată în euro) – rămânând însă pe palierul negativ –, iar ritmul de creștere a depozitelor similare ale companiilor a revenit, în premieră pentru ultimul an și jumătate, în teritoriul pozitiv.

La rândul ei, relativa scădere a dinamicii depozitelor la termen sub doi ani a fost imprimată de tendința de reducere a variației plasamentelor în lei și în valută ale populației și a celor în valută ale companiilor; ultimele dintre acestea au fost parțial redirectionate înspre depozite la termen sub doi ani în lei, dar și înspre alte categorii de depozite în valută (ON și la termen cu maturitatea mai mare de doi ani). Pe ansamblul perioadei analizate, ponderea medie a depozitelor la termen sub doi ani în M3 a continuat să crească pe segmentul populației (la 75,1 la sută – maximum ultimilor patru ani) și s-a menținut înaltă, deși în ușoară scădere, pe segmentul companiilor (58,0 la sută). Aceste evoluții, coroborate cu prelungirea interesului pentru acțiunile emise de fondurile de piață monetară, confirmă menținerea la un nivel înalt a cererii de bani în scopuri precauționare, respectiv în scopul investiției/economisirii.

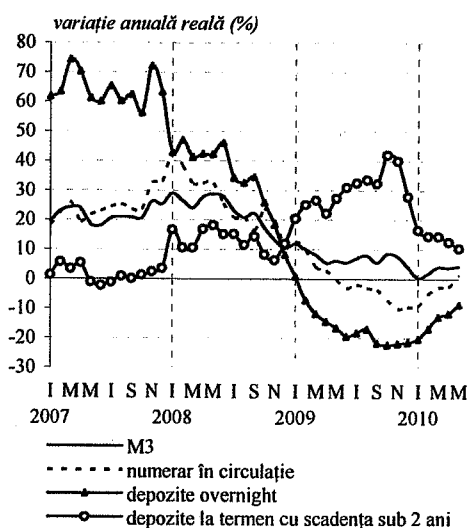
Analiza sectorială a masei monetare evidențiază faptul că sporirea ritmului de creștere a acesteia s-a datorat preponderent evoluției depozitelor companiilor, a căror dinamică a revenit în teritoriul pozitiv. Printre principalii determinanți ai acestei mișcări s-au aflat efectuarea unor plăți de la buget⁶² și derularea programului de reînnoire a parcului auto („Rabla”); impactul acestor factori l-a

Masa monetară și rata inflației



Sursa: INS, BNR

Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

⁶⁰ În lunile martie și aprilie 2010, cursul de schimb lei/euro de la finele perioadei a fost inferior celui din perioada similară a anului precedent, iar în luna mai 2010 s-a menținut la nivelul perioadei corespunzătoare a anului anterior.

⁶¹ În perioada martie-mai 2010, media ritmului de creștere anuală în termeni reali a salariului mediu net pe total economie a înregistrat o ușoară creștere (0,6 la sută), survenită după două perioade în care acesta a consemnat valori negative.

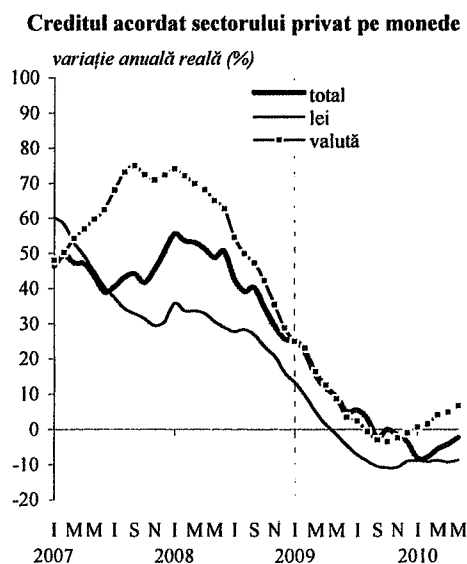
⁶² Inclusiv plăți pentru agricultură, după cum rezultă din comunicatele de presă ale MFP și APIA.

devansat pe cel de sens opus exercitat de dinamizarea importurilor⁶³, de creșterea interesului firmelor pentru depozitele cu scadența mai mare de doi ani (atât la lei, cât și la valută), precum și pentru titlurile de stat în lei. În aceste condiții, viteza de creștere a depozitelor în lei incluse în M3 ale companiilor a atins maximum ultimului an și jumătate, iar cea a depozitelor corespunzătoare în valută a încetinit până la minimum ultimilor doi ani și jumătate. În același timp, dinamica depozitelor din M3 ale populației a continuat să se reducă (atingând cea mai mică valoare din seria de date), evoluția reflectând atât menținerea pe palierul negativ a dinamicii venitului disponibil al acestui segment, coroborată cu influența rambursării datoriilor bancare, cât și reorientarea populației înspre alte forme de investiții, în principal acțiuni ale fondurilor de piață monetară și depozite în valută cu scadența mai mare de doi ani. Scăderea de ritm s-a regăsit însă doar la depozitele în lei, cele în devize menținându-și relativ constantă viteza de creștere (la cel mai înalt nivel din ultimul an și jumătate). Reflectând toate aceste influențe, ponderea medie a depozitelor totale în valută în M3 s-a redus ușor față de perioadele anterioare (31,9 la sută).

Din perspectiva contrapartidelor masei monetare, majorarea vitezei de creștere a M3 s-a datorat sporirii dinamicii activelor externe nete ale sistemului bancar și diminuării variației negative a creditului acordat sectorului privat; pasivele financiare pe termen lung (inclusiv conturile de capital) și creditul net al administrației publice centrale au acționat însă în sens opus, prin mărirea și, respectiv, reducerea dinamicilor consemnate în acest interval.

Creditul

În intervalul martie-mai 2010, creditul acordat sectorului privat și-a întrerupt traiectoria descrescătoare a dinamicii⁶⁴ pe care s-a plasat în urmă cu doi ani (-4,0 la sută, față de -6,6 la sută în perioada anterioară); aceasta s-a menținut însă pe palierul negativ, în condițiile în care contextul economic și perspectiva acestuia – implicit, evoluția curentă și cea așteptată a situației financiare a companiilor și a populației – nu au manifestat tendințe clare de redresare. Pe acest fond, cererea de credite s-a menținut modestă, iar condițiile de creditare au continuat să se înăsprească – mai lent însă decât în perioadele anterioare și doar pe anumite segmente⁶⁵.



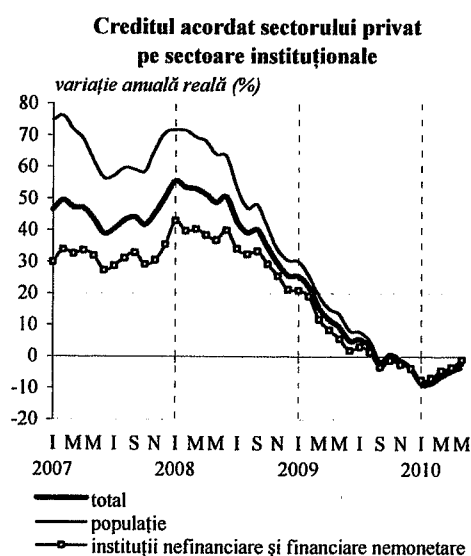
⁶³ Inclusiv a celor de medicamente, importatorii specializați beneficiind în luna februarie 2010 de achitarea unor restanțe de la buget.

⁶⁴ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada martie-mai 2010, exprimate în termeni reali.

⁶⁵ Conform *Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației* din mai 2010, înăsprirea standardelor de creditare a pierdut din intensitate, în special la creditele pe termen scurt ale companiilor și la cele pentru achiziția de locuințe.

În aceste condiții, dinamica negativă a creditului în lei s-a menținut relativ stabilă la una dintre cele mai reduse valori din ultimii nouă ani, în timp ce ritmul de creștere a componentei în valută și-a prelungit trendul ascendent până la cea mai înaltă valoare a ultimului an. Ca urmare, ponderea medie a creditului în valută în totalul creditului sectorului privat a continuat să se majoreze, atingând maximum ultimilor cinci ani (61 la sută), în pofida efectului contabil contracționist exercitat de cursul de schimb al leului⁶⁶.

Analiza structurii pe sectoare instituționale relevă faptul că atenuarea contracției a fost mai pregnantă în cazul creditelor acordate companiilor (ponderea medie a împrumuturilor acordate acestui segment menținându-se astfel relativ constantă, la nivelul de 50,5 la sută). Dintre acestea, cele mai dinamice au continuat să fie împrumuturile în valută pe termen lung, care au înregistrat recordul vitezei de creștere din ultimul an și jumătate; spre deosebire de perioadele anterioare, și celelalte categorii de credite în devize ale companiilor au consemnat variații anuale pozitive. În schimb, dinamica negativă a creditelor în lei ale firmelor s-a menținut aproape neschimbată. În condițiile în care volumul creditelor noi⁶⁷ ale companiilor a fost ușor inferior celui din intervalul anterior, evoluția soldurilor împrumuturilor acestui segment pare să fi reflectat în principal: (i) prelungirea operațiunilor de restructurare a creditelor în condițiile menținerii tendinței de creștere a ponderii creditelor restante ale societăților nefinanciare, sugerată de relativa dinamizare a creditelor pe termen lung ale acestui segment într-un context marcat de incertitudini; (ii) apelarea la liniile de credit contractate în perioadele precedente de la băncile autohtone. Și dinamica împrumuturilor populației și-a temperat declinul, reflectând în special reaccelerarea creșterii creditelor în valută pentru locuințe (a căror dinamică anuală a atins recordul ultimului an), impulsionată de reluarea programului guvernamental „Prima casă”. La rândul ei, variația negativă a creditelor pentru consum s-a redus marginal, în principal pe seama componentei în valută. La originea acestei evoluții pare să se fi aflat ușoara creștere a cererii de împrumuturi de valoare mică (ponderea creditelor noi pentru consum fără garanții în totalul creditelor noi cu această destinație a crescut la 65 la sută, față de 55 la sută în perioada precedentă⁶⁸), pe fondul intensificării ofertelor promoționale și al scăderii ratelor dobânzii aferente



Sursa: INS, BNR

⁶⁶ Modificări anuale ale cursului de schimb leu/euro de la finele lunii.

⁶⁷ Informațiile despre creditele noi ale companiilor și populației se bazează pe datele CRB privind creditele în valoare de peste 20 000 lei aprobate în perioada analizată.

⁶⁸ Evoluția a fost sugerată și de rezultatele Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației din mai 2010.

împrumuturilor noi în lei și în euro. În contrast cu evoluția modestă a soldului creditelor de consum, creditele noi cu această destinație au consemnat o creștere substanțială a volumului (acesta atingând maximum ultimilor doi ani și jumătate), atribuibilă, însă, cel mai probabil, operațiunilor de restructurare.

La rândul lui, creditul net al administrației publice centrale și-a încetinit viteza de creștere, constituind un factor de frânare a dinamicii lichidității din economie; evoluția a reflectat atât temperarea ritmului de creștere a volumului titlurilor de stat (în lei și în valută) deținut de bănci, cât și accelerarea dinamicii depozitelor administrației publice centrale.

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2010 la nivelul de 7,8 la sută, cu 4,1 puncte procentuale peste cel prezentat în Raportul asupra inflației din luna mai 2010. Această creștere este însă prognozată a fi temporară, astfel încât pentru sfârșitul anului 2011 se prevede coborârea ratei inflației în apropierea țintei centrale (de 3,0 la sută), la 3,1 la sută, cu 0,3 puncte procentuale peste nivelul proiectat anterior.

Revizuirea în sus a prognozei inflației IPC este în cea mai mare măsură consecința încorporării în proiecție a efectelor anticipate ale majorării cotei TVA de la 19 la 24 la sută cu începere de la 1 iulie 2010. Este de așteptat ca impactul direct (de runda întâi) al acestei măsuri să fie substanțial și să se producă într-un interval relativ scurt de timp de la implementare. Astfel se explică ampla deviație a proiecției actualizate a ratei anuale a inflației de la cea anterioară pentru sfârșitul anului curent.

Efectul de runda întâi este permanent la nivelul prețurilor agregate, dar implică doar o influență temporară pentru dinamica acestora și, în consecință, pentru rata inflației, datorită caracterului punctual al creșterii cotei TVA. Ca urmare, prognoza prevede revenirea ratei anuale a inflației în interiorul intervalului din jurul țintei centrale începând cu trimestrul III 2011. Revizuirea moderată în sus a proiecției pentru sfârșitul anului 2011 este în principal rezultatul efectelor reziduale modeste de runda a doua ale șocului produs de creșterea cotei TVA, propagate prin canalul anticipațiilor privind inflația.

Sub impactul modificării cotei TVA, rata prognozată a inflației de bază CORE2 va urma și ea o traiectorie puternic ascendentă în prima parte a intervalului de prognoză, revenind după jumătatea anului 2011 la valori apropiate celor din proiecția anterioară, situate în jurul nivelului de 2 la sută. Un factor important de atenuare atât a efectelor de runda întâi, cât și a celor de runda a doua ale majorării cotei TVA, în special în cazul prețurilor produselor cu cerere relativ elastică, îl reprezintă persistența unui deficit de cerere substanțial pe întreg intervalul de prognoză. Proiecția prevede reducerea treptată a acestuia pe măsura redresării activității economice, anticipată a conduce la o creștere economică pozitivă în anul 2011. Cu toate acestea, deviația negativă a PIB de la nivelul potențial este prognozată a fi mai amplă în termeni relativi decât cea din proiecția precedentă, reflectând influențele preconizate ale măsurilor de austeritate implementate recent de autorități, inclusiv modificarea cotei TVA, și ale unei cereri externe marginal mai reduse decât se anticipase în proiecția din luna mai.

Chiar dacă este semnificativă, abaterea previzibilă a ratei anuale a inflației de la ținta stabilită pentru decembrie 2010 nu este de natură să determine o revizuire ascendentă a celei din urmă, date fiind caracterul temporar și, totodată, corectiv al devierii de la țintă a ratei inflației precum și necesitatea ancorării ferme a așteptărilor inflaționiste în vederea contracarării eventualelor efecte de runda a doua ale majorării cotei TVA. Astfel, banca centrală va urmări cu consecvență pe întreg intervalul de referință consolidarea perspectivelor de revenire a ratei inflației pe o traiectorie descendentă. Având în vedere conduita prudentă a politicii monetare asumată de Consiliul de administrație al BNR în acest scop, proiecția prevede asigurarea condițiilor monetare reale în sens larg adecvate menținerii ratei anuale a inflației recalculate prin eliminarea efectului de runda întâi al majorării TVA, pe o traiectorie compatibilă cu atingerea țintelor de inflație pe termen mediu.

Convergența ratei inflației către țintele stabilite pe termen mediu și relansarea sustenabilă a procesului de creditare a economiei naționale și a creșterii economice sunt strict condiționate de coordonarea tuturor componentelor mix-ului de politici macroeconomice pentru respectarea coordonatelor actualizate ale programului economic stabilit în cadrul aranjamentului de finanțare externă încheiat cu UE, FMI și alte IFI, precum și de absența manifestării în perioada de referință a unor șocuri adverse neanticipate.

Comparativ cu proiecția anterioară, gradul de incertitudine asociat celei curente este considerabil mai ridicat, iar balanța generală a riscurilor de abatere a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază al prognozei actuale apare a fi sensibil înclinată în sensul unor evoluții mai puțin favorabile, mai ales pe termen scurt. Deși riscurile generate de evoluțiile viitoare pe plan internațional persistă, relevanța celor asociate mediului intern este clar dominantă pentru perioada de referință.

Un factor major de risc de proveniență internă este generat de dificultățile care ar putea fi întâmpinate de autorități în implementarea cu eficacitate a măsurilor de consolidare fiscală, precum și a celor privind politica veniturilor. Neîndeplinirea obiectivelor stabilite prin acordul de finanțare cu UE, FMI și alte IFI ar putea conduce la deteriorarea pe piețele financiare internaționale a percepției privind perspectivele economiei românești. Aceasta ar genera o accentuare a constrângerilor de finanțare externă atât a sectorului public, cât și a celui privat, cu consecințe negative asupra cursului de schimb al monedei naționale, inflației și creșterii economice.

Un risc semnificativ derivat în mare măsură din potențiale soluții apelabile în cazul agravării constrângerilor fiscale este asociat unor creșteri ale prețurilor administrate mai accentuate decât cele

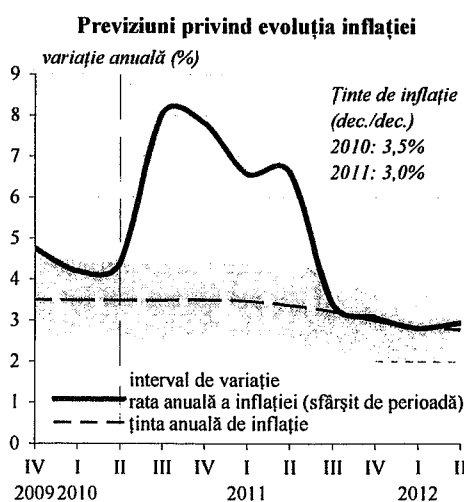
prevăzute în scenariul de bază al proiecției. Un risc suplimentar provine din manifestarea efectelor asupra prețurilor mărfurilor alimentare ale recentelor inundații în anumite zone agricole ale țării, date fiind setul informațional limitat disponibil la momentul elaborării proiecției și incertitudinile asociate estimării luate în calcul. Șocuri generate de materializarea oricăror riscuri din cele menționate ar putea conduce la deviații suplimentare ale inflației de la traiectoria proiectată, prin deteriorarea anticipațiilor privind inflația și amplificarea efectelor de runda a doua ale majorării cotei TVA.

Riscurile generate de mediul extern continuă să fie asociate fragilității manifestate deocamdată de redresarea economiei reale a zonei euro. Riscul de contagiune generat de problemele de sustenabilitate fiscală ale unor țări din spațiul european pare să se fi atenuat într-o oarecare măsură, dar se mențin unele incertitudini pe plan regional. Evoluții favorabile sau nefavorabile provenite din aceste surse ar propaga influențe de același sens asupra economiei naționale prin canalele comerțului exterior, financiar și al cursului de schimb. Alte surse de risc de proveniență externă sunt reprezentate de evoluții diferite de cele presupuse în scenariul de bază ale prețului petrolului pe piețele internaționale și ale cursului de schimb EUR/USD, cu efecte asupra dinamicii prețurilor interne ale combustibililor. În ansamblu, balanța riscurilor asociate mediului economic extern apare a fi relativ echilibrată.

1. Scenariul de bază

1.1. Perspectivele inflației

Conform scenariului de bază al proiecției, rata anuală a inflației IPC se va situa la nivelul de 7,8 la sută la sfârșitul anului 2010 și la cel de 3,1 la sută la sfârșitul anului 2011. Comparativ cu valorile corespunzătoare publicate în Raportul asupra inflației din mai, prognoza ratei anuale a inflației IPC este cu 4,1 puncte procentuale și cu 0,3 puncte procentuale mai mare în 2010, respectiv 2011. Majorarea cotei TVA⁶⁹ va contribui decisiv la creșterea, în trimestrul III 2010, și menținerea, pe parcursul următoarelor patru trimestre, a ratei anuale a inflației peste limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale stabilite la valoarea de 3,5 la sută pentru anul curent și 3,0 la sută pentru anul următor. După epuizarea efectului de runda întâi al majorării TVA în trimestrul II 2011, rata anuală a inflației va reîntra, începând cu trimestrul III, în intervalul de ± 1 punct procentual din jurul țintei centrale, evoluția sa oscilând în



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

Sursa: INS, calcule BNR

⁶⁹ Această modificare a fost operată pe data de 1 iulie a.c., cota TVA standard fiind majorată de la 19 la sută la 24 la sută. Cota redusă de TVA și scutirile de TVA au fost menținute.

apropierea valorii de 3 la sută, valoare consistentă cu ținta de inflație stabilită pentru anul 2011.

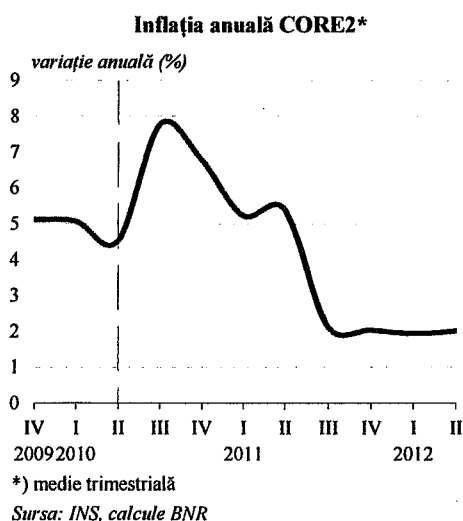
Tabelul nr. 5.1. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

procente

Perioada	T3 2010	T4 2010	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2011	T1 2012	T2 2012
Țintă		3,5				3,0		
Proiectată	8,0	7,8	6,6	6,6	3,4	3,1	2,8	3,0

În runda curentă de proiecție, este prevăzut ca majorarea cotei TVA să aibă un impact semnificativ asupra valorii proiectate a ratei anuale a inflației IPC prin următoarele efecte:

- (i) efectul de runda întâi – reprezintă impactul direct al modificării cotei TVA asupra prețurilor de consum și, implicit, asupra ratei inflației IPC⁷⁰. În timp ce efectul asupra nivelurilor prețurilor este permanent, cel exercitat asupra ratei inflației este temporar, afectând rata trimestrială doar în trimestrul în care se încorporează în prețuri noua cotă TVA și rata anuală a inflației, pe parcursul a patru trimestre. Efectul contabil maximal asupra prețurilor bunurilor de consum al majorării cotei TVA de la 19 la sută la 24 la sută a fost estimat a fi de circa 3,9 la sută în cazul inflației IPC, respectiv de 4 la sută pentru rata inflației CORE2⁷¹. După cum au demonstrat unele episoade recente de modificare a cotei TVA în alte țări⁷², este posibil însă ca impactul contabil să nu se transmită complet asupra prețurilor de vânzare practicate de producători, aceștia din urmă preferând să suporte parțial șocul nefavorabil prin diminuarea marjelor de profit, în special în condițiile unui context macroeconomic dominat de un deficit semnificativ de cerere. Experiența din alte țări și evaluarea BNR privind existența unui deficit substanțial de cerere în economia internă⁷³ au fost luate în considerare pentru fundamentarea realistă a ipotezei privind măsura transmiterii efectului contabil maximal al majorării cotei TVA asupra prețurilor de consum în România.



⁷⁰ Experiența modificării cotei TVA în alte țări a relevat faptul că cea mai mare parte a impactului s-a transmis în prețurile de consum în prima lună în care modificarea a fost efectivă. În cazul României, efectul de runda întâi se va manifesta în luna iulie a anului curent. Având în vedere că proiecția ratei inflației este construită folosind rate trimestriale ale inflației, prognoza curentă încorporează efectul de runda întâi în trimestrul III 2010.

⁷¹ Majorarea cotei TVA de la 19 la sută la 24 la sută ar implica un impact maxim asupra prețurilor bunurilor de consum de 4,2 la sută în cazul în care toate bunurile și serviciile ar fi impozitate cu cota de referință. Ținând însă cont de faptul că în coșul de consum există bunuri scutite de TVA sau cu o cotă TVA redusă care nu se modifică, efectul contabil maximal este diminuat.

⁷² De exemplu, Germania în ianuarie 2007, Ungaria în iulie 2009, Mexic în ianuarie 2010.

⁷³ Pentru detalii, a se vedea subsecțiunea 1.3. Presiuni din partea cererii agregate.

- (ii) efectele de runda a doua – cuantifică impactul indirect al majorării cotei TVA asupra ratei inflației IPC; aceste efecte nu se disipează în mod necesar după patru trimestre, persistența acestora depinzând de corelarea cu alte surse de presiuni inflaționiste. Efectele de runda a doua pot fi cauzate de: solicitări de majorări salariale având în vedere scăderea puterii de cumpărare cauzată de modificarea cotei TVA, creșterea prețurilor de vânzare de către agenții economici care comercializează produse cu o cotă redusă sau scutite de TVA pentru acoperirea majorării costurilor de producție, recuperarea pe măsura redresării cererii a marjelor pierdute inițial de producători prin neîncorporarea completă în prețuri a modificării cotei TVA etc.

Având în vedere faptul că efectele de runda întâi sunt automat eliminate din calculul inflației anuale după patru trimestre de la producerea lor, perspectiva pe termen mediu a ratei anuale a inflației va fi influențată de magnitudinea și persistența efectelor de runda a doua.

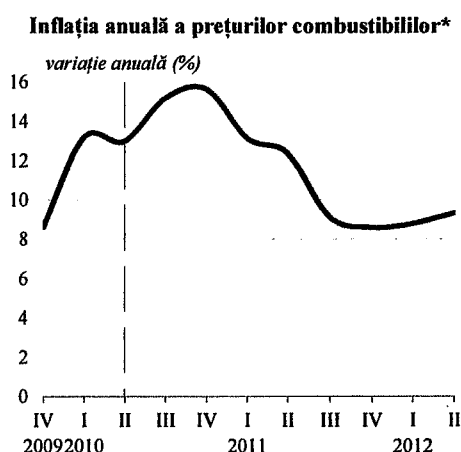
Rata anuală a inflației CORE2 este proiectată a crește semnificativ în trimestrul III 2010 de la valoarea de 4,53 la sută înregistrată în luna iunie 2010 la valoarea de 7,8 la sută. În trimestrul III 2011, când efectul de runda întâi al majorării cotei TVA nu va mai fi inclus în calculul inflației anuale CORE2, aceasta va înregistra o scădere substanțială, fluctuând apoi, pe restul orizontului de prognoză, în jurul valorii de 2 la sută. Contribuția inflației anuale de bază la inflația IPC este mai ridicată atât în 2010, cât și în 2011. Exceptând efectul de runda întâi al majorării cotei TVA, față de Raportul asupra inflației din mai, proiecția curentă a ratei inflației CORE2 este rezultatul unui cumul de factori:

- (i) deficitul de cerere proiectat la valori mai favorabile procesului dezinflaționist pe tot orizontul de prognoză. Recentele măsuri angajate de autorități referitoare la disponibilizări și reduceri de salarii în sectorul public vor avea un efect nefavorabil în special la nivelul consumului final. În plus, creșterea imprevizibilității politicii fiscale contribuie la o deteriorare a încrederii la nivelul gospodăriilor și firmelor în legătură cu perspectivele economice, reducând astfel cererea de investiții. Pe fondul unor capacități de producție excedentare, persistența cererii interne la un nivel atât de scăzut conține premise favorabile continuării dezinflației, observabilă în special începând cu a doua jumătate a anului următor, odată cu epuizarea efectelor induse de majorarea TVA;
- (ii) se anticipează că așteptările inflaționiste ale agenților economici se vor ajusta în sus în urma majorării cotei TVA, având potențialul de a genera efectele de runda a doua ale acestei măsuri. Anticipațiile inflaționiste sunt proiectate să scadă spre valori similare celor din proiecția anterioară pe

măsura dispariției efectelor modificării cotei TVA spre sfârșitul intervalului de prognoză;

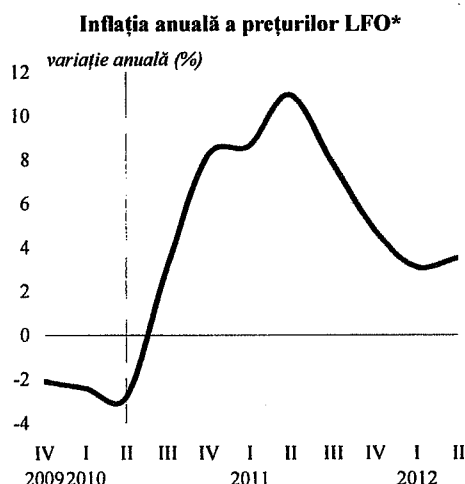
(iii) majorarea anunțată a prețurilor produselor din tutun, de o magnitudine mai mare decât cea implicată de modificarea cotei TVA⁷⁴;

(iv) presiuni inflaționiste mai ridicate din partea prețurilor de import. Pe fondul situației tensionate din Grecia, deteriorarea percepției investitorilor cu privire la riscul asociat plasamentelor în economiile emergente din Europa a antrenat, pe parcursul trimestrului II, un episod de depreciere a monedei naționale, ce a avut ca efect înregistrarea unor abateri ale dinamicii prețurilor bunurilor din import de la coordonatele scenariului de bază anterior. În plus, reevaluarea marginală în sus a prognozei inflației din zona euro pentru prima parte a orizontului de prognoză contribuie la proiectarea unei contribuții mai mari a prețurilor de import la inflația CORE2.



*) medie trimestrială

Sursa: INS, calcule BNR



*) medie trimestrială

Sursa: INS, calcule BNR

Contribuția ratei anuale proiectate a inflației combustibililor este mai ridicată cu 0,5 puncte procentuale în anul 2010 și aproximativ nemodificată în anul 2011. Pe lângă influența substanțială a majorării cotei TVA, presiunea inflaționistă suplimentară a prețurilor combustibililor în anul 2010 se datorează adoptării unui scenariu de evoluție a cursului de schimb EUR/USD care prevede o dinamică mai favorabilă a monedei americane față de cea avută în vedere în rundele anterioare de proiecție. În ceea ce privește inflația prețurilor administrate și a prețurilor volatile ale legumelor, fructelor și ouălor, contribuția cumulată a acestora la inflația IPC este mai ridicată cu 1,1 puncte procentuale în 2010 și cu 0,1 puncte procentuale în 2011⁷⁵.

1.2. Presiuni exogene asupra inflației

Comparativ cu proiecția precedentă, contribuția cumulată a componentelor exogene⁷⁶ ale inflației IPC este mai ridicată cu 1,7 puncte procentuale în 2010 și cu 0,1 puncte procentuale în 2011. Pentru anul în curs, presiunile inflaționiste suplimentare provin din partea tuturor componentelor exogene, acestea datorându-se în bună măsură impactului majorării cotei TVA, în

⁷⁴ Majorarea cotei TVA afectează direct prețul final al produselor din tutun dar și baza de calcul a accizei *ad valorem* (aceasta include la rândul său TVA). Conform declarațiilor producătorilor de produse din tutun, o parte din creșterea prețurilor realizată la data de 1 iulie a.c. este motivată, în plus, și de majorarea nivelului garanțiilor pentru antrepozitele fiscale.

⁷⁵ Pentru detalii, a se vedea subsecțiunea 1.2. *Presiuni exogene asupra inflației*.

⁷⁶ În categoria componentelor exogene ale inflației prețurilor de consum sunt incluse prețurile administrate, prețurile volatile ale fructelor, legumelor și ouălor (LFO) și prețurile produselor din tutun.

timp ce revizuirea pentru anul 2011 provine din ajustarea prognozei privind prețurile volatile ale alimentelor.

Scenariul de evoluție a prețurilor administrate în anul curent a fost revizuit față de proiecția anterioară în principal datorită majorării cotei TVA, pentru această categorie de prețuri fiind așteptat un efect de runda întâi semnificativ⁷⁷, în timp ce pentru anul 2011 se păstrează ipoteza adoptată în proiecția anterioară⁷⁸. Totuși, chiar exceptând efectul de runda întâi al modificării cotei TVA, scenariul de evoluție a prețurilor administrate pentru anul 2010 este mai nefavorabil decât în runda precedentă, având în vedere proiectarea unor modificări posibile mai ample la nivelul acestor prețuri în contextul necesității ajustării deficitului bugetar.

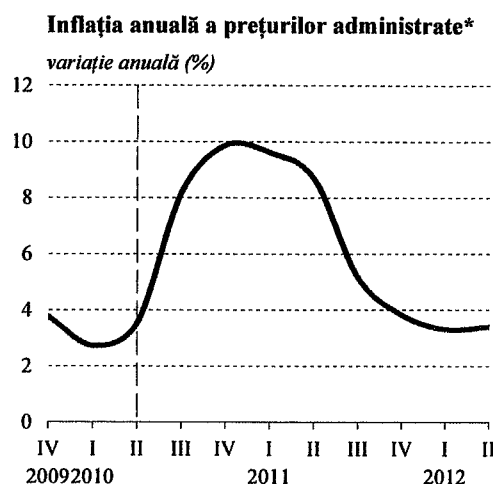
Tabelul nr. 5.2. Scenariul privind evoluția prețurilor administrate și a celor volatile*

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

* Calcule T4 an curent / T4 an anterior

Prognoza evoluției prețurilor produselor din tutun pentru anul în curs a fost revizuită, contribuția acestei categorii fiind cu 0,5 puncte procentuale mai ridicată decât în proiecția anterioară. În scenariul curent au fost incluse majorările de preț operate de producători începând cu 1 iulie, acestea încorporând și efectele creșterii cotei TVA⁷⁹.

Reevaluarea prognozei prețurilor volatile ale alimentelor față de proiecția anterioară s-a realizat atât pentru anul curent, cât și pentru 2011 și a fost determinată, pe lângă încorporarea majorării cotei TVA, de anticiparea unei evoluții mai puțin favorabile a sectorului



*) medie trimestrială

Sursa: INS, calcule BNR

⁷⁷ Ipoteza suportării parțiale a șocului de către producători prin diminuarea marjelor de profit nu este plauzibilă în cazul bunurilor și serviciilor cu prețuri administrate. Pentru detalii legate de efectul de runda întâi al majorării cotei TVA a se vedea subsecțiunea 1.1 *Perspectivele inflației*.

⁷⁸ Având în vedere gradul ridicat de incertitudine asociat proiecției prețurilor administrate în lipsa unui calendar oficial de ajustare a acestora, pentru anul 2011 s-a preferat adoptarea unei ipoteze expert. Pentru detalii a se vedea Raportul asupra inflației din luna mai 2010, capitolul V, subsecțiunea 1.2.

⁷⁹ Creșterea cotei TVA a afectat și nivelul accizei *ad valorem* întrucât aceasta se calculează prin aplicarea procentului legal stabilit la prețul maxim de vânzare cu amănuntul, preț ce include și TVA.

agricol ca urmare a condițiilor climaterice adverse manifestate recent.

Scenariul pentru evoluția economiei zonei euro prevede revenirea modestă a acesteia, în condițiile unei dinamici nefavorabile a cererii interne. Comparativ cu proiecția anterioară, prognoza de creștere economică pentru anul curent a fost menținută, iar valoarea pentru anul 2011 a fost revizuită în scădere cu 0,1 puncte procentuale. În acest context, și traiectoria anticipată a ratei dobânzii EURIBOR (la 3 luni) a fost revizuită în sens descendent pe întregul orizont al proiecției, în timp ce valorile ratei anuale a inflației IAPC sunt așteptate a fi superioare celor din proiecția precedentă, în principal sub impactul deprecierei monedei euro față de dolarul american. Prognoza curentă presupune o stabilizare a cursului EUR/USD la valori apropiate de cele actuale, respectiv 1,27 pentru restul anului curent și 1,26 pe parcursul anului 2011, fiind aliniată prognozelor expert pe plan internațional. Scenariul de evoluție a prețului petrolului pe piața internațională reflectă anticiparea revenirii graduale a cererii de materii prime, valorile așteptate fiind însă inferioare celor din proiecția precedentă.

Tabelul nr. 5.3. Evoluția așteptată a variabilelor externe

valori medii anuale

	2010	2011
Prețul petrolului WTI (dolari/baril)	78,7	83,9
Cursul de schimb euro/dolar	1,30	1,26
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (%)	0,79	1,16
Creștere economică în zona euro (%)	1,1	1,4
Inflația anuală din zona euro (%)*	1,6	1,5

* Valoare aferentă trimestrului IV

Sursa: *Consensus Economics, EIA, Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*

1.3. Presiuni din partea cererii agregate

Conform datelor comunicate de Institutul Național de Statistică, în trimestrul I 2010 PIB real a înregistrat o scădere în termeni trimestriali, date ajustate sezonier, de 0,3 la sută, de o amploare mai redusă comparativ cu cea înregistrată în trimestrul precedent⁸⁰. În termeni anuali, scăderea PIB, calculată pe baza datelor neajustate sezonier, a fost de 2,6 la sută în trimestrul I 2010.

⁸⁰ În lipsa unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere trimestriale ale componentelor PIB sunt calculate pe baza seriilor de date ajustate sezonier comunicate de INS.

Ratele trimestriale de creștere a PIB, calculate pe baza seriilor ajustate sezonier pe parcursul anului 2009 sunt: -4,1 la sută în trimestrul I, -1,5 la sută în trimestrul II, 0,1 și -1,5 la sută în trimestrele III și IV. Ratele anuale de creștere a PIB real corespunzătoare datelor neajustate sezonier sunt: -6,2 la sută în trimestrul I, -8,7 la sută în trimestrul II, -7,1 și -6,5 la sută în trimestrele III și IV.

Inerția propagării efectelor crizei economice globale asupra activității economice interne sporește incertitudinile privind evaluarea poziției ciclice a economiei. Pentru o perioadă relativ îndelungată de timp, nivelul PIB este substanțial inferior celui anterior crizei. Pe termen scurt reducerea PIB este determinată de productivitatea totală a factorilor, iar pe termen mediu de persistența la niveluri reduse a stocului de capital (datorată scăderilor semnificative ale fluxurilor de investiții) și a populației ocupate. Persistența pierderilor PIB în urma crizelor financiare implică atât niveluri, cât și rate de creștere ale PIB potențial substanțial mai reduse comparativ cu cele care ar fi existat în lipsa crizei.

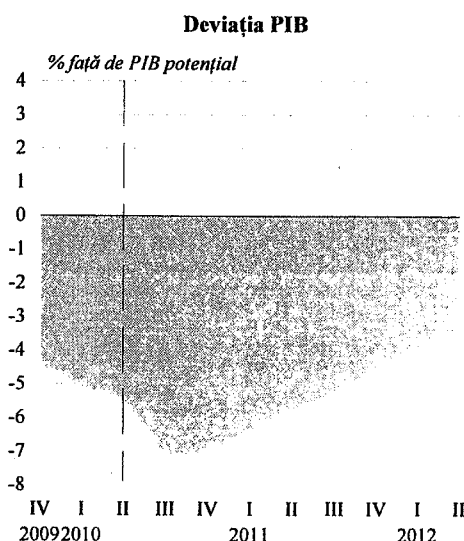
Evaluarea efectuată pe baza datelor publicate de INS și analiza unui set extins de indicatori economici indică un deficit de cerere în creștere relativă în trimestrul II 2010, comparativ cu perioada anterioară. Acesta implică, *ceteris paribus*, menținerea presiunilor dezinflaționiste din partea cererii agregate.

Atenuarea scăderii PIB în trimestrul I comparativ cu cel precedent⁸¹ s-a produs pe fondul unei dinamici ușor ascendente a activității investiționale și al creșterii de mai mare amploare a exporturilor comparativ cu cea a importurilor, evoluții care au fost contrabalansate de reluarea declinului consumului final efectiv⁸².

Scăderea trimestrială a consumului final efectiv în trimestrul I 2010 comparativ cu trimestrul IV 2009 reflectă atât reducerea consumului final individual al gospodăriilor populației (cu 1,7 la sută), cât și a consumului final colectiv efectiv al administrațiilor publice (cu 0,9 la sută în trimestrul I 2010).

Pentru trimestrul II 2010 se preconizează situarea în continuare a consumului individual efectiv al populației la valori inferioare tendinței pe termen mediu. Analiza resurselor disponibile pentru consum ale populației indică pentru trimestrul II 2010 evoluții divergente ale unor elemente, astfel:

- evoluția veniturilor din salarii a reflectat pe de o parte procesul de ajustare a numărului de salariați din economie (acesta reducându-se în termeni trimestriali pentru al șaptelea trimestru consecutiv, respectiv, cu 1,1 la sută în



Sursa: INS, calcule BNR

⁸¹ Creșterea trimestrială a formării brute de capital fix a fost în trimestrul I 2010 de 1,2 la sută (după ce în trimestrul precedent a înregistrat o scădere de 2,7 la sută). În aceeași perioadă exporturile au înregistrat un avans trimestrial de 12 la sută (comparativ cu creșterea modestă, de 0,7 la sută, în perioada precedentă), superior celui aferent importurilor de 8,9 la sută (față de scăderea anterioară de 1,4 la sută).

⁸² Consumul final efectiv și-a inversat tendința de evoluție ușor ascendentă din ultimele două perioade (rată de creștere trimestrială de 0,1 la sută în trimestrul III 2009 și 1,1 la sută în trimestrul IV 2009), reintrând în teritoriu negativ (-1,6 la sută) în trimestrul I 2010.

lunile aprilie și mai comparativ cu trimestrul I, date ajustate sezonier), dar și a salariului real net din economie care a scăzut în aceeași perioadă cu 1,6 la sută (date ajustate sezonier);

- înăsprirea standardelor de creditare⁸³ a populației a continuat cu intensitate mai mică în trimestrul I 2010, cu excepția celor privind creditul ipotecar, care nu s-au modificat. Instituțiile de credit anticipează pentru perioada următoare o relaxare a standardelor de creditare pentru ambele categorii de credite. Astfel, ulterior scăderii trimestriale înregistrate în perioada precedentă, volumul creditelor noi acordate populației s-a majorat în termeni reali în lunile aprilie și mai comparativ cu media trimestrului precedent cu 32,5 la sută⁸⁴;
- scăderile accentuate, în termeni trimestriali, înregistrate în perioadele precedente în balanța de plăți externe a României de soldul transferurilor curente și al veniturilor din muncă exprimate în lei⁸⁵ au fost compensate de creșterea din lunile aprilie și mai (26,5 la sută comparativ cu media trimestrului anterior);
- transferurile bugetare (cheltuieli ale bugetului asigurărilor sociale de stat, cheltuieli aferente fondului pentru plata ajutorului de șomaj și asigurările de sănătate) au înregistrat un nivel apropiat⁸⁶ celui înregistrat în trimestrul I 2010.

Comparativ cu trimestrul anterior, pe parcursul trimestrului II din anul 2010 economisirea bancară a populației s-a atenuat relativ, fiind reflectată de evoluția atât a stocului, cât și a fluxului depozitelor populației⁸⁷. Imaginea eterogenă privind evoluția

⁸³ Potrivit „Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, mai 2010” realizat trimestrial de către BNR.

⁸⁴ Ritmul anual de variație s-a situat în primele două luni ale trimestrului II comparativ cu media aceleiași trimestru al anului anterior la 57,4 la sută. Stocul creditelor pentru consum s-a diminuat în termeni reali în lunile aprilie și mai comparativ cu media trimestrului precedent cu 0,2 la sută, ritmul anual corespunzător fiind de -7,8 la sută.

⁸⁵ Ratele trimestriale în perioadele precedente au fost -28,0 la sută în trimestrul IV 2009, respectiv -43,9 la sută în trimestrul I 2010, date exprimate în lei în termeni reali, neajustate sezonier.

⁸⁶ Transferurile bugetare au înregistrat o creștere nesemnificativă în lunile aprilie și mai, comparativ cu media trimestrului I 2010, de 0,5 la sută, iar în termeni anuali acestea au crescut cu 2,3 la sută în primele două luni ale trimestrului II 2010 comparativ cu media trimestrului II 2009 (date exprimate în termeni reali, neajustate sezonier).

⁸⁷ În lunile aprilie și mai depozitele noi ale populației au scăzut în termeni reali cu 6,2 la sută comparativ cu media primului trimestru al anului 2010. Cu toate acestea, în aceeași perioadă stocul depozitelor populației, cumulat, în lei și valută, a crescut cu 5,3 la sută față de trimestrul anterior, reflectând creșteri atât ale componentei în lei (2,3 la sută), cât și ale celei în valută exprimate în lei (10,7 la sută), date exprimate în termeni reali, ajustate sezonier BNR.

cererii pentru consum este completată de dinamica cifrei de afaceri pentru serviciile de piață prestate populației care a crescut în lunile aprilie și mai cu 2,3 la sută comparativ cu media trimestrului anterior (date ajustate sezonier)⁸⁸ și de cea a cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul de mărfuri (cu excepția comerțului cu autovehicule și motociclete), care după șapte scăderi trimestriale consecutive înregistrează în primele două luni ale trimestrului II o dinamică trimestrială ușor pozitivă⁸⁹.

După ce în trimestrul IV 2009 consumul final colectiv al administrațiilor publice a înregistrat o variație trimestrială pozitivă, respectiv 4,4 la sută, acesta a revenit pe traiectorie descendentă în trimestrul I 2010, înregistrând o scădere de 0,9 la sută în termeni trimestriali. Referitor la deficitul bugetului general consolidat raportat la PIB, la sfârșitul anului 2009 acesta s-a situat în apropierea parametrilor agreeți cu instituțiile financiare internaționale, respectiv 7,4 la sută, iar în primele șase luni ale anului curent deficitul acumulat a reprezentat 3,35 la sută din PIB⁹⁰.

Conform datelor furnizate de către INS, formarea brută de capital fix a înregistrat în primul trimestru al anului curent o variație trimestrială ușor pozitivă (1,2 la sută), în condițiile în care în trimestrul IV 2009 s-a diminuat cu 2,7 la sută⁹¹. Pentru cel de-al doilea trimestru al anului 2010 se preconizează menținerea acestei componente sub tendința pe termen mediu.

În trimestrul I 2010, investițiile în utilaje au continuat să înregistreze rate anuale puternic negative, respectiv -30,6 la sută, firmele fiind prudente în continuarea procesului de re tehnologizare datorită incertitudinilor privind evoluția viitoare a economiei (acest aspect având impact negativ și asupra ratei de creștere a PIB potențial). Evoluția puternic descendentă a investițiilor în utilaje este doar parțial reflectată de dinamica importurilor de bunuri de capital care au înregistrat în trimestrul IV 2009 o rată anuală

⁸⁸ În termeni anuali acest indicator a înregistrat o creștere de 12,4 la sută în lunile aprilie și mai 2010 față de media trimestrului II 2010.

⁸⁹ În lunile aprilie și mai cifra de afaceri în comerțul cu amănuntul (cu excepția comerțului cu autovehicule și motociclete) a crescut cu 0,9 la sută față de media trimestrului I 2010, în timp ce rata anuală de creștere a continuat să fie negativă înregistrând o valoare de -3,7 la sută în mai 2010 comparativ cu media trimestrului II 2009 (date ajustate sezonier, INS).

⁹⁰ În primele șase luni ale anului 2009, ponderea deficitului bugetului general consolidat în PIB s-a situat la 2,9 la sută.

⁹¹ Această dinamică ușor pozitivă este observată în condițiile în care formarea brută de capital fix a reprezentat componenta PIB cu cea mai puternică ajustare în 2009, comparativ cu anul anterior aceasta reducându-se cu 31,4 la sută, la nivelul ratelor trimestriale contracția majoră fiind înregistrată în trimestrul II 2009, respectiv -32,3 la sută.

negativă de variație⁹², manifestând însă în trimestrul I 2010 o ușoară tendință de revenire indicată de rata anuală de creștere de 4,8 la sută. Cealaltă componentă a investițiilor în economia națională, respectiv investițiile în construcții noi, a continuat dinamica negativă⁹³, înregistrând în trimestrul I 2010 o rată anuală de -28,9 la sută, ilustrând ajustarea substanțială care a avut loc în sectorul construcțiilor. Premisele temperaturii în trimestrul II a dinamicilor menționate pot fi conturate prin prisma atenuării caracterului restrictiv al ratelor reale ale dobânzilor la credite, acestea continuând tendința descendentă observată în trimestrul precedent. În acest context, creditul pe termen mediu și lung acordat persoanelor juridice și cel pe termen lung acordat populației înregistrează o evoluție trimestrială pozitivă⁹⁴.

Revigorarea cererii externe în trimestrul I 2010⁹⁵ a generat o dinamică trimestrială pozitivă și în creștere a exporturilor, respectiv 12 la sută⁹⁶. Cererea crescută pentru bunuri intermediare și materii prime folosite în procesul de producție al exporturilor⁹⁷ a reprezentat unul dintre factorii care au generat, după șapte trimestre consecutive de scădere⁹⁸, creșterea trimestrială a importurilor de 8,9 la sută în primul trimestru al anului 2010. Dinamica importurilor a fost potențată și de aprecierea în termeni reali a leului din perioadele anterioare. Pentru trimestrul II 2010, este anticipată continuarea manifestării efectelor factorilor menționați anterior, evaluările indicând situarea ușor peste valoarea pe termen mediu în cazul exporturilor, respectiv în apropierea acesteia în cazul importurilor.

⁹² Ritmul anual de variație a fost de -29,9 la sută în trimestrul IV 2009.

⁹³ Pe parcursul anului 2009, ratele anuale de creștere a investițiilor în construcții noi au demonstrat accentuarea scăderii, valorile aferente trimestrelor II, III și IV fiind de -8,6 la sută, -17,9 la sută și respectiv -22,6 la sută.

⁹⁴ Stocul acestor credite a avut o rată de creștere în termeni reali de 0,7 la sută în lunile aprilie și mai 2010 comparativ cu media trimestrului I 2010, dar cea anuală s-a menținut în teritoriu negativ, respectiv -2,0 în trimestrul II 2010 comparativ cu media trimestrului II al anului 2009.

⁹⁵ PIB aferent zonei euro a continuat majorarea în termeni trimestriali cu 0,2 la sută, după ce, în trimestrul anterior, rata similară a fost de 0,1 la sută (date ajustate sezonier), în timp ce importurile zonei euro, o măsură alternativă a cererii externe, au înregistrat un avans trimestrial de 4 la sută, comparativ cu 1,2 la sută în trimestrul IV 2009.

⁹⁶ În trimestrul IV 2009, rata trimestrială de creștere a exporturilor de bunuri și servicii a fost de 0,7 la sută.

⁹⁷ Importurile de materii prime și, respectiv, bunuri intermediare au crescut în trimestrul I 2010 față de perioada precedentă cu 14,6 la sută, respectiv, 12,3 la sută (date exprimate în euro, ajustate sezonier).

⁹⁸ Pe parcursul anului 2009, ratele trimestriale de creștere a importurilor au fost negative și în reducere (în valoare absolută): trimestrul I (-6,3 la sută), trimestrul II (-4,5 la sută), trimestrul III (-1,9 la sută) și, respectiv, trimestrul IV (-1,4 la sută).

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

În trimestrul II 2010, moneda națională a slăbit în raport cu euro, tendința de apreciere din trimestrul precedent fiind astfel parțial inversată. În raport cu dolarul, deprecierea leului a fost mai accentuată reflectând creșterea valorii dolarului față de euro. În aceste condiții, pe parcursul trimestrului curent, leul s-a depreciat considerabil (exprimat în termeni nominali, curs efectiv⁹⁹). Întrucât nivelul prețurilor interne a crescut mai alert decât cel al prețurilor externe, deprecierea în termeni reali efectivi a leului a fost ușor mai redusă decât cea înregistrată în termeni nominali.

Pe parcursul trimestrului II 2010 a avut loc o degradare accentuată a sentimentului investitorilor globali față de țările cu vulnerabilități privind evoluția în viitor a finanțelor publice¹⁰⁰ care a afectat, prin intermediul așteptărilor privind posibilitatea apariției efectului de contagiune, și evoluțiile cotațiilor monedelor din regiune. La deteriorarea sentimentului piețelor financiare internaționale a contribuit și formarea unor așteptări pesimiste în ceea ce privește ritmul redresării economice a statelor din UE.

În cazul României, deteriorarea percepției investitorilor a fost legată de incertitudinea privind capacitatea de a gestiona deficitul bugetar conform acordului de împrumut încheiat cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale. De asemenea, datele privind evoluția PIB din trimestrul I indică adâncirea recesiunii, contribuind astfel la formarea unor așteptări nefavorabile cu privire la evoluția pentru întreg anul 2010. Acești factori au contribuit la o depreciere nominală graduală a leului, care s-a accentuat la sfârșitul lunii iunie când cotațiile afișate de BNR au depășit maximul istoric înregistrat în ianuarie 2009 pe fondul incertitudinii privind măsurile ce urmau a fi adoptate pentru asigurarea sustenabilității pe termen mediu a finanțelor publice.

Impactul evoluției cursului real efectiv asupra activității economice este analizat prin intermediul canalului exportului net și al efectelor de avuție și bilanț. În cazul canalului exportului net, se apreciază că deprecierea în termeni reali înregistrată în trimestrul II 2010 acționează în sensul impulsiei exportului net și, implicit, a cererii agregate din perioadele următoare. În schimb, prin intermediul efectelor de avuție și bilanț, slăbirea monedei naționale acționează în sens restrictiv asupra cererii agregate din perioadele ulterioare prin creșterea costurilor în lei aferente restituirii creditelor în valută. Cumulat, prin intermediul celor două canale de

⁹⁹ Cursul efectiv de schimb în raport cu care se realizează analiza este construit pe baza cursurilor de schimb dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

¹⁰⁰ Riscurile se manifestă cu precădere în cazul Greciei, dar și al Spaniei și Portugaliei.

transmisie, în trimestrul curent moneda națională exercită un efect stimulatv asupra activității economice viitoare. În același timp, situarea cursului de schimb nominal la valori mai ridicate în trimestrul curent față de cel anterior contribuie, *ceteris paribus*, la creșterea prețurilor de consum prin majorarea prețurilor de import.

Pe parcursul trimestrului II, ratele dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari s-au diminuat considerabil. Această ajustare este influențată de scăderile consecutive ale ratei dobânzii de politică monetară din trimestrele precedente și de cea a cotațiilor interbancare.

Se consideră că anticipațiile privind inflația din trimestrul II 2010 rămân aproximativ constante față de trimestrul precedent¹⁰¹. Ca urmare, scăderile ratelor nominale ale dobânzilor înregistrate în cazul depozitelor și al creditelor au fost transmise aproape integral în dinamica ratelor reale. Această evoluție indică diminuarea relativă a efectului restrictiv al ratelor dobânzilor în relațiile cu clienții nebancari asupra activității economice din perioadele următoare.

Efectul cumulat al cursului de schimb și al ratelor dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari din trimestrul II 2010 asupra cererii agregate viitoare este evaluat ca fiind ușor stimulatv în comparație cu perioada anterioară, când efectul a fost evaluat a fi neutru.

1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

Conform scenariului de bază curent, este de așteptat ca deviația PIB de la nivelul său potențial să înregistreze valori mai accentuat negative, comparativ cu Raportul asupra inflației din luna mai, pe tot intervalul de prognoză. Adâncirea în zona deficitului de cerere a *gap*-ului PIB este atât rezultatul reevaluării din punctul de pornire¹⁰² al proiecției, cât și al modificării, în unele cazuri în mod substanțial, a evoluției preconizate a factorilor fundamentali. Ajustarea anticipată a deficitului bugetar structural¹⁰³ prevăzută pentru următoarele opt trimestre și deviația negativă de la trend a cererii externe adresată produselor românești (pentru prima parte a orizontului de proiecție) vor acționa în sensul menținerii persistenței deficitului de cerere, în timp ce efectul condițiilor monetare reale în sens larg este anticipat a fi mai puțin restrictiv

¹⁰¹ Pentru trimestrul II 2010 se consideră că modificările în sens crescător ale cotei de TVA începând cu data de 1 iulie 2010 nu au impact asupra așteptărilor privind inflația pentru această perioadă deoarece aceste măsuri au fost anunțate în ultima săptămână a lunii iunie.

¹⁰² Trimestrul III 2010.

¹⁰³ Detalii cu privire la relația dintre modificarea soldului structural și ciclul economic sunt prezentate în *Caseta 1* din *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2008.

comparativ cu cele preconizate în *Raportul asupra inflației* precedent.

Proiecția anticipează trenarea consumului final total la niveluri reduse în prima parte a orizontului de prognoză, ca urmare a efectelor restrictive induse de măsurile¹⁰⁴ implementate de guvern în scopul restabilirii echilibrului bugetar, urmând ca, în partea a doua să se revigoreze treptat, în principal sub impactul refacerii treptate a încrederii în economie¹⁰⁵ pe măsura consolidării semnalelor privind depășirea perioadei de recesiune și a relaxării relative a constrângerilor financiare.

În cadrul scenariului de bază curent, se preconizează o redresare graduală a formării brute de capital fix, temperată însă de menținerea, în special în prima parte a intervalului de prognoză, a unor standarde și condiții de creditare restrictive în cazul creditelor contractate de companii și al gradului redus de utilizare a capacităților de producție comparativ cu perioada premergătoare intrării economiei în recesiune¹⁰⁶, dar și de persistența deficitului de cerere de consum și de revigorarea lentă a cererii externe. Este de așteptat ca în partea a doua a intervalului de prognoză utilizarea capacităților de producție să avanseze către niveluri suficient de ridicate pentru a diminua riscurile percepute de corporații la angajarea în investiții noi, iar cererea de consum să înceapă să manifeste semnele unei reveniri sustenabile. Astfel, din a doua parte a anului 2011 se așteaptă ca formarea brută de capital fix să contribuie pozitiv la creșterea PIB real.

Proiecția curentă prevede o contribuție pozitivă a exporturilor reale la activitatea economică internă, mai mare în anul curent și relativ mai mică în 2011, comparativ cu runda precedentă. În prima parte a perioadei de proiecție, dinamica exporturilor românești va fi impulsionată de efectul stimulat anticipat al cursului de schimb real¹⁰⁷ urmând ca în partea a doua, pe fondul unei creșteri

¹⁰⁴ De exemplu, reduceri salariale substanțiale în sectorul bugetar, creșterea cotei TVA și lărgirea sferei de aplicare a impozitului pe venit.

¹⁰⁵ Indicatorul de încredere în rândul consumatorilor este de așteptat să cunoască un reviriment odată cu revigorarea previzionată a activității economice sub impactul *mix*-ului de politici macroeconomice adoptate în vederea restabilirii echilibrelor macroeconomice. Aceasta va conduce atât la o reorientare a gospodăriilor populației către consum în defavoarea economisirii, cât și la o revenire a consumului administrațiilor publice însă mai lentă decât cea a consumului gospodăriilor populației.

¹⁰⁶ Conform sondajului realizat de Comisia Europeană, nivelul de utilizare a capacităților de producție din industria românească s-a redus pe fondul manifestării efectelor crizei economice, de la nivelul maxim de 81 la sută înregistrat pentru acest indicator în trimestrul II al anului 2008 până la valoarea de 69 la sută în ultimul trimestru al anului 2009, pentru ca în primele două trimestre din 2010 să se stabilizeze în jurul valorii de 70 la sută.

¹⁰⁷ Pentru mai multe detalii, a se vedea subsecțiunea 1.3.2. *Implicații ale evoluțiilor recente ale cursului de schimb al leului și ale ratelor dobânzilor asupra activității economice.*

economice din zona euro previzionate la un nivel modest¹⁰⁸, cererea externă de produse românești să se situeze la un nivel mai redus comparativ cu cel presupus în proiecția precedentă. Este de așteptat o creștere moderată a ponderii în PIB a deficitului de cont curent în anul 2010, în mare măsură pe seama revizuirii în sens nefavorabil a ipotezei privind dinamica balanței transferurilor curente. Pe parcursul intervalului de prognoză, în contextul anticipării unei ameliorări a cererii interne care urmează să fie satisfăcută inclusiv pe seama creșterii importurilor de bunuri de consum, materii prime, bunuri intermediare și de capital, ceea ce va avea ca efect compensarea într-o bună măsură a creșterii preconizate a exporturilor, este de așteptat ca deficitul de cont curent să se majoreze treptat, el rămânând însă în jurul unui nivel sustenabil.

Se anticipează că deviațiile ratelor dobânzilor reale la creditele și depozitele în lei¹⁰⁹ de la trend vor exercita un efect stimulativ asupra cererii agregate pe întreg intervalul proiecției, această dinamică urmând să fie mai accentuată în prima sa parte, pe fondul creșterii ratei inflației sub impactul majorării TVA și, în consecință, al unei re poziționări a așteptărilor privind inflația la niveluri mai ridicate. În același sens este de așteptat să acționeze atât deviația pozitivă a cursului real efectiv de la trend prin intermediul exportului net (pentru prima parte a orizontului de prognoză), cât și deviația negativă a dobânzilor reale la creditele și depozitele în valută. Întregul set al condițiilor monetare reale din scenariul de bază al proiecției curente este fundamentat pornind de la premisa unei calibrări a traiectoriei ratei dobânzii de politică monetară a BNR care să asigure contracararea efectelor de runda a doua asupra prețurilor ale creșterii cotei TVA. O asemenea conduită este preconizată a permite menținerea ratei anuale a inflației de bază, recalculată prin eliminarea din indicele CORE2 a efectelor de runda întâi ale creșterii cotei TVA și a dinamicii prețurilor produselor din tutun, în apropierea valorii de 2 la sută pentru cvasitotalitatea intervalului de prognoză. În aceste condiții, odată cu epuizarea efectului de runda întâi al majorării TVA, rata anuală a inflației IPC urmează să revină, începând cu trimestrul III 2011, în apropierea Țintelor stabilite pe termen mediu, permițând îndeplinirea, la acest orizont, a obiectivului de stabilitate a prețurilor.

Măsurile de politică fiscală adoptate recent în contextul necesității consolidării fiscale exercită un impact determinant asupra

¹⁰⁸ Vezi subsecțiunea 1.2. *Presiuni exogene asupra inflației* pentru ipotezele referitoare la evoluția activității economice din zona euro, principalul partener comercial al României.

¹⁰⁹ Gradul de stimulativitate a dobânzilor la adresa cererii agregate reprezintă doar un efect de preț care este de așteptat să fie atenuat în mod semnificativ, cel puțin pe parcursul anului curent, de efectul cantitativ mai pronunțat al restrictivității anticipate a activității de creditare în cazul ratelor dobânzilor la credite sau de creșterea economisirii în cazul ratelor dobânzilor la depozite.

coordonatelor proiecției macroeconomice curente. Una din ipotezele esențiale ale scenariului de bază actual constă în menținerea în continuare a indicatorilor de politică fiscală în limitele obligațiilor asumate în cadrul acordului convenit cu UE-FMI-IFI încheiat de România în aprilie 2009 și reactualizat în iunie 2010¹¹⁰, până la termenul final al acestuia¹¹¹. Comparativ cu anul precedent, accentuarea deficitului de cerere¹¹², precum și corectarea anticipată a întregului deficit (atât ciclic, cât și structural) implică o corecție substanțială a deficitului structural pe parcursul ambilor ani. În acest context, se anticipează că impulsul fiscal din scenariul curent va acționa de o manieră mai restrictivă la adresa cererii agregate, comparativ cu Raportul asupra inflației din luna mai, în ambii ani.

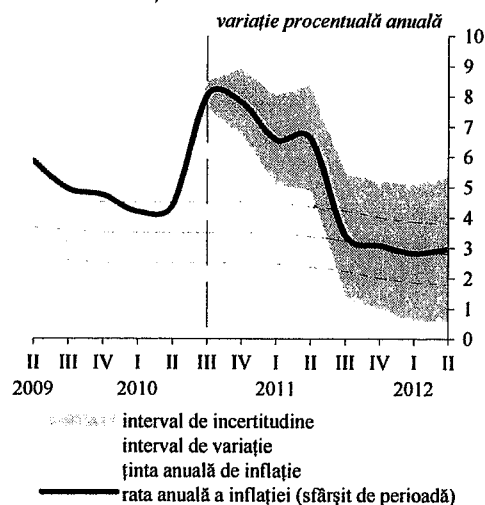
1.4. Riscuri asociate proiecției

O măsură cuantificabilă a incertitudinii asociate proiecției de inflație din scenariul de bază este ilustrată în graficul alăturat. Evaluarea ține cont de evoluția istorică a erorilor de prognoză ale ratei inflației, valoarea sa prospectivă din punct de vedere al analizei de politică monetară fiind din acest motiv limitată. Pentru o mai bună înțelegere a riscurilor și a nivelului de incertitudine specifice runde curente de proiecție, trebuie luați în calcul o serie de factori de risc specifici considerați relevanți pentru perioada următoare, inclusiv din perspectiva conduitei proiectate a politicii monetare.

Ca o evaluare generală, distribuția riscurilor la adresa evoluției ratei inflației este apreciată ca fiind asimetrică, dominată de probabilitatea ca rata anuală a inflației să se plaseze peste traiectoria acesteia din scenariul de bază. În ceea ce privește creșterea economică, probabilitatea relativ mai ridicată este asociată unei abateri în jos a acesteia de la valorile așteptate în scenariul de bază. Deși incertitudinile asociate mediului economic extern rămân ridicate, cele asociate mediului intern predomină în această rundă de proiecție.

Respectarea de către România a angajamentelor incluse în acordul de finanțare semnat cu UE-FMI-IFI rămâne o ancoră necesară în contextul actual. Revizuirea termenilor acordului de finanțare în luna iunie a impus reconfigurarea coordonatelor politicii fiscale comparativ cu runda precedentă. Din perspectiva consolidării fiscale așteptate pentru următorii ani, incertitudinile actuale

Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază



Sursa: INS, calcule BNR

¹¹⁰ Coordonatele proiecției curente nu au încorporat alte posibile modificări ale parametrilor acordului ce ar putea surveni ulterior acestui moment.

¹¹¹ Îndeplinirea acestui obiectiv este de așteptat să influențeze, în sensul reducerii, atât percepția de risc a investitorilor străini față de România, cât și volatilitatea cursului de schimb, ceea ce va avea un impact pozitiv asupra activității interne atât prin intermediul canalului de avere și bilanț, cât și prin cel al refacerii încrederii în economie.

¹¹² Care afectează componenta ciclică a deficitului bugetar.

referitoare atât la capacitatea autorităților de a implementa efectiv măsurile necesare pentru a reduce sustenabil deficitul bugetar în limita impusă de Tratatul de aderare la Uniunea Europeană, cât și la impactul acestor măsuri asupra activității economice interne sunt considerate ca fiind semnificative.

În general, caracterul imprevizibil al politicii fiscale reprezintă un factor permanent generator de riscuri și are o relevanță sporită pentru perioada de referință a proiecției curente. Creșterea transparenței și a predictibilității în domeniul fiscal ar contribui la consolidarea încrederii atât în cadrul mediului de afaceri, cât și în rândul consumatorilor, în sensul facilitării deciziilor legate de elaborarea planurilor de afaceri și a deciziilor de consum. În același timp, sectorul privat ar putea beneficia de pe urma eventualei reduceri a costurilor de finanțare, pe măsură ce băncile comerciale își vor ajusta standardele de creditare odată cu scăderea riscului general asociat mediului economic. Astfel, în situația prelungirii aplicării pe perioade mai îndelungate de timp a măsurilor de restabilire a echilibrului bugetar ce afectează cu precădere veniturile angajaților din sectorul bugetar și nivelul ocupării forței de muncă din acest sector, o revigorare mai rapidă a dinamicii economice datorată sectorului privat ar putea asigura menținerea unui echilibru al pieței forței de muncă, inclusiv prin reintegrarea în activități productive a unei părți a persoanelor afectate de procesul de disponibilizare.

În strânsă legătură cu riscurile pe plan fiscal menționate anterior, constrângerile de finanțare a sectorului public pe piața externă la volume și costuri rezonabile din punct de vedere al sustenabilității datoriei externe amplifică importanța finanțării echilibrate a deficitului bugetar, cu o componentă importantă aferentă pieței interne. În aceste condiții nu poate fi exclus riscul unei evicțiuni parțiale a sectorului privat de pe piața creditului bancar (*crowdingout*) în favoarea sectorului public, date fiind, pe de-o parte, constrângerile de finanțare externă cu care se confruntă băncile comerciale, iar pe de altă parte, nivelul limitat al economisirii interne. Într-un context macroeconomic marcat de relativa penurie și/sau de accesul costisitor la resursele financiare, orice deviere a parametrilor bugetari de la cei conveniți cu instituțiile internaționale s-ar putea reflecta într-o înrăutățire a percepției investitorilor străini cu privire la sustenabilitatea finanțelor publice. Într-o asemenea situație, presiunile resimțite de moneda națională ar putea fi semnificative, ceea ce ar urma să contribuie în mod direct la o deteriorare a performanței dezinflaționiste comparativ cu cea din scenariul de bază al proiecției.

Similar rundei precedente de prognoză, persistă incertitudini majore în legătură cu calendarul și magnitudinea ajustării unor categorii importante de prețuri administrate (apă, canal, salubritate, energie termică etc.), deși direcția acestor ajustări este de așteptat

să fie nefavorabilă. Pe lângă contribuția directă la inflație, aceste majorări de prețuri ar putea genera efecte adverse indirecte la nivelul celorlalte categorii de prețuri, majorând costurile de producție ale agenților economici și inflamând anticipațiile cu privire la inflație. Date fiind constrângerile bugetare actuale, există o probabilitate ridicată ca o parte din aceste ajustări să se realizeze într-un orizont de timp relativ scurt. Incertitudinile asociate scenariului de bază rămân astfel ridicate în lipsa unor poziții oficiale clarificatoare în acest sens.

În condițiile manifestării recente a unor fenomene climaterice adverse în anumite zone agricole ale țării (inundații), efectul lor asupra evoluției prețurilor mărfurilor alimentare în următoarele trimestre este dificil de cuantificat cu precizie. Ipotezele incluse în scenariul de bază au luat în calcul o contribuție inflaționistă semnificativ mai ridicată din partea acestei componente a inflației IPC, în special pentru anul curent. Totuși, la acest moment, lipsa datelor cu privire la mărimea pagubelor produse sau la efectul asupra prețurilor alimentare impune o relativă prudență în estimări, riscurile asociate la adresa inflației putând fi ușor subestimate din acest punct de vedere.

Conform scenariului de bază al proiecției curente, rata anuală a inflației IPC urmează să revină, la sfârșitul anului 2011, în interiorul intervalului de ± 1 punct procentual din jurul țintei centrale. După cum s-a menționat și în secțiunile precedente, această ipoteză este strict condiționată, pe de-o parte, de absența unor abateri notabile ale traiectoriei variabilelor exogene de la cele presupuse în scenariul de bază, iar pe de altă parte, de eficiența ancorării anticipațiilor inflaționiste, acestea fiind preconizate să revină, pe parcursul anului 2011, în apropierea valorilor descrise de țintele de inflație stabilite pentru acel an. În contextul macroeconomic proiectat, pe fondul impactului de runda a doua ocazionat de majorarea cotei TVA, manifestarea oricărui șoc inflaționist din cele descrise anterior ar putea avea ca efect validarea și chiar amplificarea unor așteptări inflaționiste ce s-ar putea menține mai ridicate comparativ cu cele din scenariul de bază, pe o perioadă mai îndelungată de timp.

În ceea ce privește mediul extern, în perioada parcursă de la precedentul *Raport asupra inflației*, acesta a cunoscut o relativă stabilizare datorită eforturilor de gestionare a crizei depuse pe plan internațional și atenuării relative a riscului de contagiune generat de problemele de sustenabilitate fiscală ale unor țări din spațiul european. Dinamica viitoare a economiei zonei euro rămâne însă sub semnul incertitudinii, iar evoluția sa poate surprinde în ambele direcții. La nivelul economiei românești, efectele acestor evoluții s-ar putea propaga prin intermediul unor canale specifice. De exemplu, revenirea într-un ritm mai rapid a economiei globale și a fluxurilor comerciale internaționale ar putea oferi suport unei revigorări mai rapide a activității economice a zonei euro și, prin

intermediul canalului cererii externe, ar putea influența favorabil și activitatea economică internă. Pe de altă parte, însă, resurgența unor tensiuni sporite pe piețele financiare ar fi de natură să exercite efecte adverse asupra condițiilor de finanțare a economiei și a încrederii agenților economici, putându-se propaga asupra economiei românești atât prin intermediul canalului financiar, cât și prin cel al cursului de schimb al monedei naționale. În această din urmă situație, materializarea unor presiuni în sensul deprecierei monedei naționale ar urma, cel mai probabil, să se materializeze într-o abatere în sus a ratei inflației de la traiectoria acesteia din scenariul de bază.

Volatilitatea piețelor financiare internaționale pare a se fi atenuat în ultima perioadă, cotațiile principalelor monede stabilizându-se în jurul valorilor actuale, deși direcțiile de evoluție viitoare rămân incerte. Există diferențe în ceea ce privește poziționarea principalelor economii ale lumii în cadrul ciclului de afaceri, vulnerabilități specifice și perspective diferite de creștere economică care pot determina evoluții diferite ale raporturilor dintre principalele valute internaționale; la rândul lor, acestea pot influența proiecția actuală. De exemplu, o deviație a cursului de schimb EUR/USD de la ipoteza inclusă în scenariul de bază ar induce diferențe semnificative la nivelul proiecției ratei anuale a inflației IPC, în special pentru prețurile combustibililor. Un alt factor de risc semnificativ pentru dinamica acestei componente îl reprezintă evoluția viitoare a prețului petrolului pe piața internațională a materiilor prime.

2. Evaluarea de politică monetară

Consolidarea procesului dezinflației a fost împiedicată în trimestrul II al anului 2010 de reamplificarea dinamicii anuale a prețurilor administrate, precum și de ușoara creștere a ratei anuale a inflației de bază (CORE2 ajustat), aceasta rămânând însă ca tendință în jurul nivelului de 2 la sută. Pe lângă anumite efecte de bază nefavorabile, evoluțiile menționate au reflectat cu precădere impactul creșterii în termeni anuali a cursului de schimb al leului în raport cu euro, dar mai ales față de dolarul SUA. Influența lor asupra indicelui prețurilor de consum a fost doar parțial contracarată de relativa accentuare a deflației pe segmentul produselor alimentare cu prețuri volatile, precum și de intensificarea relativă a presiunilor dezinflaționiste ale cererii. În aceste condiții, la sfârșitul intervalului, rata anuală a inflației a depășit ușor nivelul consemnat în ultima lună a trimestrului precedent (4,38 la sută, față de 4,20 la sută). Ea a rămas însă în interiorul intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație, pe tot parcursul trimestrului; pe deasupra, media ei trimestrială a continuat să se reducă, evoluție ce confirmă coordonatele celei mai recente prognoze trimestriale a băncii centrale (*Raportul asupra inflației* din mai 2010).

Varianța actualizată a prognozei evoluțiilor pe termen mediu relevă însă o deteriorare bruscă a perspectivei pe termen scurt a inflației, inclusiv față de așteptările anterioare, dată fiind decizia de majorare începând cu 1 iulie a cotei TVA – de la 19 la sută la 24 la sută; aceasta a fost adoptată în iunie de autoritățile române, sub imperativul implementării rapide a unui set consistent de măsuri suplimentare de consolidare fiscală necesare menținerii în parametrii acordului multilateral de finanțare încheiat cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale. Pe acest fond, rata anuală prognozată a inflației consemnează în trimestrul III al anului curent o creștere abruptă, urmată de o coborâre graduală a acesteia pe parcursul următoarelor trei trimestre; drept consecință, traiectoria ei se plasează semnificativ deasupra limitei superioare a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație, până la finalul primei părți a orizontului de proiecție. Odată cu epuizarea efectului direct al majorării cotei TVA – așteptată a se produce în cursul trimestrului III al anului viitor – rata anuală anticipată a inflației suferă o amplă corecție descendentă, valorile ei reluându-și astfel convergența spre punctul central al țintei de inflație (3 la sută).

Chiar dacă este semnificativă, abaterea previzibilă a ratei anuale a inflației de la ținta stabilită pentru decembrie 2010 nu este de natură să determine o revizuire ascendentă a celei din urmă. Această abordare, susținută, de altfel, atât de teoria de specialitate, cât și de practica din ultimele decenii a băncilor centrale, are ca argument principal caracterul temporar și, totodată, corectiv al devierii de la țintă a ratei inflației, decurgând din șocuri adverse pe partea ofertei, cu precădere din majorarea cotei TVA – factori aflați în afara sferei de influență a politicii monetare. Un alt argument îl constituie necesitatea prevenirii dezancorării așteptărilor inflaționiste pe orizontul mai îndepărtat de timp, prin păstrarea angajamentului BNR față de țintele de inflație și prin reconfirmarea concentrării atenției autorității monetare asupra țintei pe termen mediu – cea care poate fi vizată prin instrumentele politicii monetare în condițiile decalajului de timp necesar transmiterii eficace a impulsurilor acestei politici asupra ritmului de creștere a prețurilor.

Abordarea urmărește implicit contracararea efectelor secundare ale majorării cotei TVA, riscul manifestării acestora – prin deteriorarea severă a anticipațiilor inflaționiste pe orizontul apropiat de timp, de natură să afecteze comportamentul de stabilire a prețurilor și salariilor pe termen mai îndelungat – reprezentând preocuparea majoră a băncii centrale în actualul context. Ea este accentuată de magnitudinea fără precedent ce ar putea fi atinsă de puseul inflaționist generat de creșterea cotei TVA, date fiind, pe de o parte, ponderea foarte ridicată deținută în coșul de consum¹¹³ de bunurile și serviciile cărora li se aplică cota standard de TVA și, pe de altă parte, potențiala repercutare masivă asupra unor categorii

¹¹³ Ponderea acestora în coșul de consum este de aproximativ 90 la sută.

de prețuri a majorării cotei acestui impozit indirect. Este de așteptat ca amplitudinea *pass-through*-lui majorării cotei TVA să fie însă limitată de o serie de factori, precum: (i) elasticitatea față de preț ce caracterizează cererea de anumite bunuri și servicii, coroborată cu evoluția așteptată a veniturilor disponibile ale populației, (ii) natura pieței pe care activează furnizorii respectivelor bunuri și servicii, (iii) marja de profit a producătorilor și comercianților și potențiala ei modificare din perspectiva minimizării erodării cifrei de afaceri, în condițiile persistenței slăbiciunii cererii agregate.

În aceste condiții, gradul de incertitudine ce marchează actuala prognoză a inflației este deosebit de mare, în special pentru prima parte a orizontului de proiecție; anticiparea dimensiunii impactului direct al majorării cotei TVA asupra indicelui prețurilor de consum este cu atât mai dificilă cu cât relevanța pentru acest demers a recentelor experiențe similare ale altor țări este îndoielnică, dată fiind comparabilitatea relativ scăzută a condițiilor și comportamentelor specifice. Prelungirea contracției economice în România și implicit a deficitului de cerere agregată reprezintă însă premise importante ale unei transferări incomplete a majorării cotei TVA asupra indicelui prețurilor de consum.

Mari incertitudini există și în ceea ce privește manifestarea efectelor secundare ale majorării cotei TVA, precum și posibila lor magnitudine. Probabilitatea ca acest risc să se materializeze sau ca amplitudinea efectelor să crească ar putea fi considerabilă în ipoteza producerii în viitorul apropiat a unei multitudini de șocuri inflaționiste pe partea ofertei, care ar putea astfel valida anticipațiile inflaționiste mai ridicate. Relativ certe sunt, deocamdată, cele generate de ajustarea în continuare a unor prețuri administrate și de majorarea prețului combustibililor, cea din urmă datorată în principal potențialei aprecieri a dolarului în raport cu euro. Peste efectele acestora s-ar putea însă suprapune impactul creșterii prețurilor anumitor bunuri pe piața internațională și al majorării prețurilor unor produse alimentare, în special a celor volatile, date fiind potențialele pierderi de producție agricolă provocate de recente inundații și manifestări meteorologice nefavorabile. O influență adversă semnificativă ar exercita, de asemenea, posibilele ajustări suplimentare de prețuri reglementate la care ar recurge autoritățile în trimestrele următoare.

În aceste condiții, imperativul major al autorității monetare îl constituie ancorarea solidă a anticipațiilor inflaționiste, ea fiind esențială pentru prevenirea producerii/accentuării efectelor secundare ale majorării TVA și ale celorlalte șocuri ale ofertei, implicit pentru diminuarea magnitudinii și duratei abaterii ratei anuale a inflației de la traiectoria compatibilă cu atingerea țintei pe termen mediu. Pentru a fi eficace, acțiunea fermă îndreptată de banca centrală în această direcție – concretizată cu precădere în imprimarea unei conduite prudente politicii monetare – se cere a fi complementată de menținerea *mix*-ului de politici economice pe

coordonatele convenite cu FMI și UE, presupunând atât accelerarea reformelor structurale, cât și creșterea eforturilor de consolidare fiscală.

În același timp, este de așteptat ca un considerabil impact inhibitor asupra anticipațiilor inflaționiste, implicit asupra efectelor secundare ale majorării cotei TVA, să-l exercite, persistența deficitului substanțial de cerere agregată. Astfel, potrivit prognozei actualizate a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu – marcată în continuare de incertitudini substanțiale – revenirea în teritoriul pozitiv a dinamicii anuale a PIB suferă o nouă amânare; în consecință, ritmul redresării activității economice se anticipează a fi mai lent comparativ cu previziunile anterioare, inclusiv ca urmare a implementării începând cu luna iulie a măsurilor suplimentare de consolidare fiscală adoptate de autorități.

Corespunzător acestor perspective, *gap*-ul negativ al PIB își prelungește trendul de adâncire până în trimestrul III al anului curent și se menține ulterior la valori ridicate, dar ușor descrescătoare de-a lungul întregului orizont de proiecție. Relativa intensificare a presiunilor dezinflaționiste ale cererii decurgând din această evoluție este însă imperceptibilă la nivelul primei jumătăți a traiectoriei actualizate a ratei anuale prognozate a inflației CORE2 ajustat, aceasta încorporând efectele așteptate ale majorării cotei TVA – pe cele directe, precum și, la nivel rezidual, pe cele secundare. Presiunile dezinflaționiste ale cererii devin evidente după epuizarea impactului creșterii acestui impozit indirect, traiectoria actualizată a ratei anuale prognozate a inflației CORE2 ajustat coborând în a doua parte a orizontului de prognoză la niveluri semnificativ inferioare; ea se plasează însă ușor deasupra valorilor rezultate din exercițiul anterior de prognoză, inclusiv datorită anticipării unui nivel relativ mai înalt al cursului de schimb leu/euro.

Rămânerea în teritoriul negativ a dinamicii anuale a PIB și în semestrul II al anului 2010, indicând adâncirea relativă a deficitului de cerere, are ca premise și indicii majore: (i) redresarea modestă și inegală a activității economice în zona euro în primul semestru al anului, într-un mediu marcat de mari incertitudini; (ii) scăderea ușor peste așteptări a PIB trimestrial în primul trimestru al anului 2010; (iii) menținerea/scăderea relativ lentă, în primele luni ale trimestrului II 2010, a dinamicii anuale negative a unor indicatori relevanți ai cererii de consum și de investiții; (iv) prelungirea caracterului anemic al activității de creditare a sectorului privat, dar și a robusteții cererii de bani în scop precauționar a populației.

Prelungirea contracției economice în următoarele două trimestre își va păstra cel mai probabil *pattern*-ul din prima parte a anului, în condițiile în care ea se prefigurează a fi rezultanta trenării redresării absorbției interne. Perspectiva ambelor componente majore ale acesteia, respectiv a cererii de consum privat și a celei

de investiții, este marcată însă de incertitudini. Astfel, ritmul redresării cererii de consum privat va depinde, în mare măsură, pe de o parte, de intensitatea receptării la nivelul veniturilor disponibile reale ale populației a impactului măsurilor de austeritate bugetară inițiate recent de autorități¹¹⁴ și al creșterii cotei TVA și, pe de altă parte, de evoluția viitoare a condițiilor pieței muncii, a remiterilor din străinătate, precum și a parametrilor ofertei creditelor de consum. Un determinant important dar totodată dificil de cuantificat al comportamentului viitor al cererii de consum îl constituie încrederea consumatorilor, care, potrivit indicatorului specific, a consemnat recent o deteriorare abruptă. În ipoteza refacerii mai rapide a acesteia, ritmul redresării consumului privat ar putea depăși așteptările, posibil pe seama recurgerii la dezechonisire. Un efect opus ar putea exercita însă persistența sau chiar accentuarea temerilor populației legate de perspectiva siguranței locurilor de muncă – în principal a celor din sectorul bugetar – și de capacitatea gospodăriilor de a onora serviciul datoriei bancare.

Deosebit de incert este și ritmul revenirii în teritoriul pozitiv a dinamicii anuale a investițiilor, inclusiv datorită impredictibilității impactului măsurilor de consolidare fiscală pe care acestea îl vor resimți, în principal, prin intermediul reacției și comportamentului cererii de consum. Caracteristicile redresării cererii de investiții vor mai fi condiționate de evoluția curentă și de perspectivă a profiturilor firmelor, a capacităților excedentare din anumite ramuri, precum și a pieței imobiliare. Decisivă pentru revigorarea investițiilor este însă încrederea mediului de afaceri care, similar celei a consumatorilor, a suferit recent o înrăutățire semnificativă. În eventualitatea ameliorării sensibile a acesteia, inclusiv ca urmare a scăderii riscurilor la adresa stabilității macroeconomice și a celei financiare decurgând din intensificarea eforturilor de consolidare fiscală, refacerea investițiilor, cel puțin a componentei stocurilor, ar putea fi relativ mai alertă.

O asemenea evoluție este însă condiționată în mare măsură de îmbunătățirea condițiilor de finanțare a companiilor. Aceasta este deocamdată slab perceptibilă la nivelul instituțiilor de credit interne, a căror reticență în acordarea de credite continuă să fie alimentată de temerile legate de persistența deteriorării calității propriilor portofolii, precum și de preocuparea pentru reducerea durabilă a raportului credite-depozite. Este foarte posibil ca prudența băncilor să sufere chiar o accentuare în perioada următoare, în ipoteza erodării suplimentare a percepției de risc asociat de acestea diferitelor sectoare ale economiei sau categorii de debitori, inclusiv ca urmare a implementării măsurilor de

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.

austeritate bugetară. Pe acest fond, și cererea de credite și-ar putea prelungi tendința de slăbire.

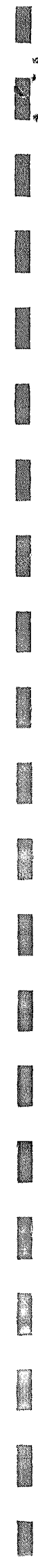
Și perspectiva finanțării externe accesibile companiilor este incertă, ea fiind dependentă printre altele de percepția mediului extern asupra evoluțiilor economice, sociale și politice interne, mai ales cu privire la rezultatele eforturilor de consolidare fiscală, esențiale pentru refacerea încrederii în economia românească. Dinamica investițiilor ar putea însă beneficia de potențiala sporire a cheltuielilor publice de capital, respectiv pe termen scurt a celor destinate refacerii unor elemente de infrastructură distruse de recente inundații, precum și pe termen mediu a celor finanțate din fonduri europene și din resurse atrase de la organisme și instituții financiare internaționale; această perspectivă este însă condiționată de reducerea relativă a cheltuielilor bugetare curente, în vederea încadrării în țintele fiscale asumate.

Refacerea cererii de investiții ar putea fi susținută și de eventuala redresare mai viguroasă a cererii externe, în principal în ramurile și sectoarele a căror producție este destinată cu precădere exportului; o asemenea potențială evoluție este sugerată de robustețea creșterii exporturilor românești pe parcursul ultimelor luni și de impulsul dat de aceasta producției industriale. Perspectiva redresării activității economice în statele dezvoltate, în special a celor din zona euro, este marcată însă de serioase incertitudini legate, în special, de posibilele efecte exercitate de implementarea și extinderea programelor de austeritate bugetară inițiate de autorități, ca reacție la creșterea fără precedent a deficitelor bugetare și a datoriilor suverane. Acestora li se alătură riscul unei eventuale reînflămări a tensiunilor pe piețele financiare internaționale, potențial generatoare de efecte adverse asupra condițiilor de finanțare și asupra încrederii.

Într-un asemenea context, menținerea credibilității programului economic al autorităților, prin respectarea condiționalităților acordului convenit cu UE-FMI-IFI, este esențială pentru ancorarea solidă a anticipațiilor inflaționiste, implicit pentru reluarea și consolidarea ulterioară a procesului dezinflației, simultan cu refacerea încrederii și cu redresarea sustenabilă a activității economice. Din această perspectivă, riscul major evidențiat în actuala conjunctură îl constituie posibila abatere a politicii fiscale de la coordonatele programului – ce decurge din perspectiva refacerii relativ mai lente a economiei, precum și din incertitudinile privind eficacitatea măsurilor suplimentare de austeritate bugetară adoptate de autorități – având drept consecință potențială încetinirea sau amânarea procesului de consolidare fiscală. O eventuală materializare a acestui risc ar exercita efecte adverse nu doar asupra comportamentului pe termen scurt al cursului de schimb al leului și implicit al inflației – dată fiind previzibila deteriorare a percepției mediului financiar internațional asupra

evoluției viitoare a economiei – dar și asupra ritmului redresării economice sustenabile și a potențialului de creștere economică pe termen mediu.

Apreciind că, într-un asemenea context, prioritatea politicii monetare o constituie ancorarea solidă a anticipațiilor inflaționiste, implicit contracaraarea eventualelor efecte secundare ale majorării cotei TVA, Consiliul de administrație a decis în ședința din 4 august 2010 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și respectiv în valută ale instituțiilor de credit. Prin deciziile adoptate se urmărește asigurarea unor condiții monetare reale în sens larg corespunzătoare ancorării ferme a anticipațiilor inflaționiste și menținerii ratei anuale a inflației recalculate prin eliminarea efectului de runda întâi al majorării TVA pe o traiectorie compatibilă cu atingerea țintelor de inflație pe termen mediu. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reiterat faptul că reîntrarea inflației pe o traiectorie descendentă și reluarea pe baze sustenabile a creșterii economice depind în mod critic de implementarea fermă a măsurilor de consolidare fiscală, a reformelor structurale și de creșterea gradului de absorbție a fondurilor europene, conform angajamentelor asumate în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă cu Uniunea Europeană, Fondul Monetar Internațional și alte instituții financiare internaționale.



100

