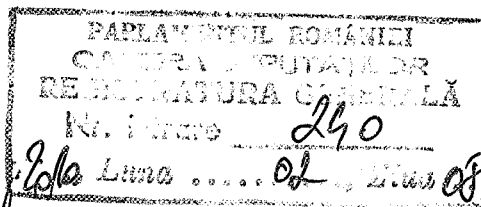




BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

MUGUR ISĂRESCU
Guvernator

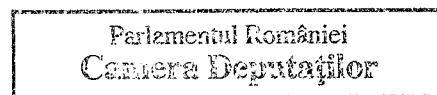


Dep. Secretariatul
M. B. P.

SG
Rheeshu

Nr. XIV/G/17/5 februarie 2010

Doamnei ROBERTA ALMA ANASTASE
Președintele Camerei Deputaților



B.P. Nr. 137 din 9.02.2010

Doamnă Președinte,

În luna august 2005, Banca Națională a României a adoptat o nouă strategie de politică monetară – țintirea directă a inflației, al cărei principal instrument de comunicare îl constituie *Raportul asupra inflației*.

Am plăcerea să vă înaintez, spre informare, *Raportul trimestrial asupra inflației – februarie 2010*, cu mențiunea că prezentarea publică a acestuia s-a realizat în cadrul unei conferințe de presă.

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al Băncii Naționale a României din data de 3 februarie 2010.

Cu deosebită considerație,

MUGUR ISĂRESCU



Guvernator



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației

Februarie 2010

Anul VI, nr. 19

Serie nouă

ISSN 1582-2923

NOTĂ

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

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

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

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

Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București

Cuvânt înainte

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost finalizat în data de 2 februarie 2010 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 3 februarie 2010.

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

Lista abrevierilor

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

Cuprins

I. SINTEZĂ.....	7
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI.....	12
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	17
1. Cererea și oferta.....	17
1.1. Cererea	17
1.2. Oferta	23
2. Piața muncii.....	24
2.1. Forța de muncă.....	24
2.2. Venituri	26
3. Prețurile de import și prețurile de producție	27
3.1. Prețurile de import.....	27
3.2. Prețurile de producție	28
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	31
1. Politica monetară	31
2. Piețe financiare și evoluții monetare	36
2.1. Ratele dobânzilor.....	36
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	38
2.3. Moneda și creditul.....	40
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI.....	44
1. Scenariul de bază	46
1.1. Perspectivele inflației	46
1.2. Presiuni exogene asupra inflației.....	49
1.3. Presiuni din partea cererii agregate	51
1.4. Riscuri asociate proiecției	59
2. Evaluarea de politică monetară.....	62

I. SINTEZĂ

Evoluția inflației și cauzele acesteia

La sfârșitul anului 2009, rata anuală a inflației IPC a coborât la 4,74 la sută, nivel situat cu 0,24 puncte procentuale peste limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei de 3,5 la sută și cu 0,2 puncte procentuale sub nivelul atins în luna septembrie (4,94 la sută). Efecte favorabile scăderii inflației au fost exercitate de deficitul persistent de cerere, precum și de dinamica cursului de schimb al leului. Acestea au fost însă în mare măsură atenuate de influența nefavorabilă a factorilor de natura ofertei, dominant fiind impactul majorărilor accizelor pentru produsele din tutun.

Pe parcursul anului 2009, prețurile produselor din tutun au contribuit cu peste o treime la creșterea anuală a prețurilor de consum, ca urmare a majorărilor succesive de accize. În trimestrul IV, creșterea rapidă a acestor prețuri a fost cauzată de devansarea de către producători a impactului inflaționist asociat modificării, în ianuarie 2010, a cursului de schimb aplicabil în calculul accizelor (majorarea nivelului în euro al accizei fiind estimată a fi încorporată în prețurile de consum la începutul anului 2010).

În schimb, rata de creștere anuală a inflației CORE2 ajustat¹, care ilustrează mai bine efectele gestionării cererii agregate, s-a redus în perioada septembrie-decembrie 2009 cu 1,4 puncte procentuale, până la nivelul de 2,8 la sută². La decelerarea inflației de bază ajustate au contribuit presiunile dezinflaționiste exercitate de contracția cererii, atenuarea deprecierii în termeni anuali a monedei naționale, absența unor șocuri negative din partea ofertei agricole în anul 2009 și diminuarea presiunilor inflaționiste induse de costurile salariale.

În trimestrul IV 2009, dinamica anuală a ratei inflației a continuat să fie influențată favorabil de decelerări ale creșterilor prețurilor mărfurilor alimentare, precum și de evoluții relativ moderate ale prețurilor administrate. O contribuție dezinflaționistă semnificativă a provenit din partea prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare, al căror ritm anual de creștere a coborât la valori negative în trimestrul IV. În schimb, un substanțial efect advers a fost generat de dinamica anuală puternic accelerată a prețurilor combustibililor, datorată atât creșterii trimestriale a prețului internațional al petrolului, cât și unui amplu efect de bază.

Pe măsura accentuării decalajului dintre cerere și ofertă pe piața muncii, ritmul anual de creștere a salariului mediu net real pe economie a înregistrat valori negative în ultima parte a anului 2009. Ca urmare, s-au intensificat semnalele de atenuare a presiunilor inflaționiste din partea costurilor salariale. Tendința se manifestă mai puternic în industrie, unde variația anuală negativă a costurilor unitare cu forța de muncă s-a accentuat substanțial în aceeași perioadă. Cu toate acestea, în unele ramuri ale industriei persistă evoluții de sens contrar dinamicii de ansamblu a sectorului.

În trimestrul III 2009, a continuat adâncirea declinului activității economice. Rata anuală negativă de creștere a PIB real s-a atenuat însă semnificativ comparativ cu trimestrul anterior, de la -8,7 la sută la -7,1 la sută, evoluție susținută de majoritatea sectoarelor economice, mai puțin de activitatea din construcții, care și-a accelerat scăderea în acest interval. În același timp, decalajul dintre rata trimestrială de creștere a PIB din trimestrul III și cea estimată a PIB potențial a indicat persistența deficitului de cerere și, implicit, menținerea presiunilor dezinflaționiste.

¹ Din calculul IPC total se elimină grupele de prețuri administrate, volatile (legume, fructe, ouă, combustibili), ale produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice.

² Calcule BNR.

Atenuarea traiectoriei descrescătoare a PIB real în trimestrul III s-a datorat reducerii relative a contribuției negative a cererii interne, în timp ce aportul pozitiv al exporturilor nete s-a diminuat marginal. Totuși, influența dominantă asupra atenuării declinului cererii interne a fost generată de acumulările substanțiale de stocuri (poziție reziduală, în bună măsură), în timp ce consumul final și-a moderat scăderea doar marginal, iar formarea brută de capital fix a înregistrat o reducere anuală mai accentuată decât în trimestrul anterior. Prelungirea declinului acestor două componente ale PIB s-a datorat comprimării în continuare a resurselor de finanțare aflate la dispoziția populației și a corporațiilor, precum și prudenței manifestate de aceștia în angajarea de cheltuieli pentru consum și investiții, pe fondul unor perspective încă incerte cu privire la fluxurile viitoare ale veniturilor. În trimestrul III, scăderea importurilor a decelerat în mod semnificativ, în timp ce dinamica exporturilor, reflectând ameliorarea cererii externe, a revenit la rate anuale de creștere pozitive.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

Pe data de 3 noiembrie 2009, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 8 la sută pe an. Pe fondul manifestării unei stagnări temporare a procesului de dezinflație, decizia a fost motivată de anticiparea unor presiuni inflaționiste suplimentare, induse pe termen scurt de ajustările preconizate ale accizelor la produsele din tutun de la 1 ianuarie 2010, precum și de impactul nefavorabil exercitat asupra anticipațiilor privind inflația de accentuarea riscurilor legate de politicile fiscală și de venituri în contextul unui climat politic volatil. În aceeași ședință, Consiliul de administrație al BNR a decis stabilirea țintei de inflație pentru anul 2011 la nivelul de 3,0 la sută, cu un interval de variație de ± 1 punct procentual, în scădere față de 3,5 la sută în anul 2010.

În data de 16 noiembrie 2009, Consiliul de administrație al BNR s-a întrunit într-o ședință specială pentru a analiza implicațiile macroeconomice ale decalării calendarului împrumuturilor externe prevăzut pentru trimestrul IV în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare încheiat de România cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale. Consiliul de administrație a apreciat că amânarea intrărilor programate de fonduri externe impunea adaptarea lichidității din sistemul bancar la necesitatea acoperirii din resurse ale pieței interne a necesarului de finanțare a sectorului guvernamental în ultima parte a anului 2009, în condițiile menținerii echilibrelor macroeconomice. Ca urmare, a fost adoptată decizia reducerii nivelului ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută, cu scadențe reziduale de sub doi ani, ale instituțiilor de credit, de la 30 la sută la 25 la sută.

Ulterior deciziilor de politică monetară din luna noiembrie, datele statistice au confirmat materializarea riscurilor anticipate de banca centrală cu privire la impactul puternic inflaționist al majorărilor de accize la produsele din tutun. Acest impact a contribuit la întreruperea în luna noiembrie a tendinței descendente, atât a ratei anuale a inflației CORE2, cât și a celei a întregului coș (IPC).

În același timp, publicarea datelor privind evoluția PIB în trimestrul III a relevat continuarea contracției activității economice. Declinul a înregistrat însă o încetinire semnificativă comparativ cu trimestrul anterior, atât în termenii dinamicii trimestriale, cât și ai celei anuale bazate pe date neajustate sezonier. Deși această încetinire sugera posibilitatea apropierii traiectoriei PIB de punctul minim, evoluția din trimestrul IV a indicatorilor cu valoare de semnal pentru dinamica activității economice a relevat tendințe divergente, implicând o probabilitate redusă ca reluarea creșterii economice să se producă în cursul aceluia trimestru.

Luna decembrie a anului 2009 a marcat începutul detensionării mediului politic intern, prin validarea în Parlament a noului guvern, creând astfel premisele reactivării acordului de finanțare

încheiat cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale. Aceasta a condus la reevaluarea riscurilor de derapaj al politicilor macroeconomice, îmbunătățind percepția investitorilor de pe piețele internaționale cu privire la perspectivele economiei românești, atitudine reflectată de tendința de apreciere a leului inițiată la sfârșitul anului.

Coroborată cu anticiparea disipării după trimestrul I al anului 2010 a efectelor șocului inflaționist produs de majorările accizelor, reducerea, comparativ cu anul 2009, a probabilității de manifestare pe termen scurt a unor presiuni semnificative de depreciere a monedei naționale semnală îmbunătățirea perspectivei de consolidare a dezinflației. Având în vedere această perspectivă, pe data de 5 ianuarie 2010 Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,5 la sută de la 8,0 la sută pe an.

Perspectivile inflației

Similar proiecției anterioare, scenariul de bază actualizat prevede un cadru macroeconomic caracterizat de menținerea PIB sub nivelul său potențial pe tot parcursul orizontului de proiecție, implicând persistența presiunilor dezinflaționiste. Cu toate acestea, deficitul de cerere este prevăzut să se restrângă treptat, contribuind la revenirea creșterii economice la valori pozitive în anul 2010 și la accelerarea acesteia în 2011. Reducerea considerabilă a deficitului contului curent al balanței de plăți în cursul anului 2009 a condus la ajustarea echilibrului extern în zona unei poziții potențial sustenabile pe termen mediu, de natură să favorizeze relansarea durabilă a activității economice fără generarea de presiuni inflaționiste semnificative prin intermediul corecțiilor cursului de schimb al monedei naționale. Menținerea acestui echilibru este strict condiționată de aplicarea unui ansamblu coerent de politici macroeconomice, *mix*-ul adecvat de politici fiind definit în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă contractat de guvern și banca centrală cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale în anul 2009 și reactivat și actualizat în luna ianuarie 2010. În condițiile aplicării ferme a acestui program, riscurile de abatere a variabilelor macroeconomice de la traiectoriile proiectate sunt legate în principal de evoluția mediului extern și sunt evaluate a fi relativ simetric distribuite în jurul coordonatelor scenariului de bază.

Proiecția curentă încorporează premise favorabile continuării procesului dezinflaționist, plasând rata anuală a inflației IPC la 3,5 la sută la sfârșitul anului 2010 și la 2,7 la sută la sfârșitul anului 2011. Reintrarea ratei inflației în intervalul din jurul țintelor anunțate (3,5 la sută pentru 2010 și 3,0 la sută pentru 2011) este anticipată să se producă încă din prima parte a anului curent.

Revizuirea în sus a prognozei inflației IPC pentru sfârșitul anului 2010 este cauzată în principal de reevaluarea în sens nefavorabil a influențelor proiectate ale factorilor exogeni și de natura ofertei. Principalele contribuții de această natură provin din partea estimării unui impact inflaționist mai accentuat decât cel prevăzut anterior al majorării la 1 ianuarie a.c. a accizei la produsele din tutun, precum și a proiectării unor creșteri mai accentuate ale prețurilor administrate. Influențe similare, deși mai puțin semnificative, sunt determinate de creșteri proiectate mai rapide ale prețurilor combustibililor și ale prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare.

Prognoza curentă plasează în anul 2010 traiectoria ratei inflației de bază CORE2 peste cea din runda precedentă, în special datorită efectului suplimentar din trimestrul I al ajustării accizelor la produsele din tutun, precum și proiectării unui deficit de cerere ușor mai redus în cursul acestui an. Cu toate acestea, este de așteptat ca magnitudinea considerabilă a deficitului de cerere, deși proiectată a se reduce treptat cu începerea din trimestrul II 2010, să continue să exercite presiuni dezinflaționiste pe întreg intervalul proiecției. Acestea vor contribui la consolidarea scăderii ratei inflației CORE2 ajustat în 2010, favorizată și de o dinamică moderată

a prețurilor importurilor în absența unor presiuni inflaționiste comparabile ca magnitudine cu cele din anul 2009 din partea cursului de schimb al monedei naționale.

Este de așteptat ca scăderea previzionată a ratei inflației de bază CORE2 sub nivelul celei a inflației IPC cu începere din trimestrul II 2010 să sprijine ancorarea treptată a anticipațiilor inflaționiste la nivelurile țintelor stabilite, susținând, pe această cale, procesul de dezinflație pe întreg intervalul de proiecție.

Pentru anul 2011, prognoza curentă prevede o traiectorie a ratei inflației IPC în mare măsură similară celei prezentate în *Raportul asupra inflației* precedent. O influență nefavorabilă marginală va fi generată către sfârșitul intervalului de includerea în scenariul de bază curent a unor creșteri mai accentuate ale prețurilor administrate. Rata anuală a inflației de bază CORE2 este prevăzută să coboare rapid la începutul anului 2011, în special datorită unui puternic efect de bază anticipat a se manifesta în trimestrul I. Tendința de scădere se va inversa către sfârșitul perioadei de referință, pe măsura atenuării treptate a presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere și a influenței accelerării relative a inflației din zona euro asupra prețurilor bunurilor din import.

Conduita politicii monetare își va menține caracterul prudent, urmărind atenuarea potențialelor efecte de runda a doua ale șocurilor exogene adverse, precum cele de la sfârșitul anului 2009 și cele prevăzute pentru trimestrul I al anului curent. Pe întreg intervalul de proiecție, banca centrală va urmări proactiv ajustarea echilibrată a ansamblului condițiilor monetare reale în scopul consolidării perspectivelor de revenire durabilă a ratei inflației în apropierea țintelor stabilite pe termen mediu, precum și a celor de relansare sustenabilă a procesului de creditare a economiei naționale. Realizarea acestor obiective este strict condiționată, pe de o parte, de încadrarea celorlalte componente ale *mix*-ului de politici macroeconomice în coordonatele actualizate stipulate de aranjamentul multilateral de finanțare externă contractat cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale iar, pe de altă parte, de nematerializarea în intervalul proiecției a unor abateri substanțiale de la ipotezele privind influența factorilor exogeni și evoluția mediului extern.

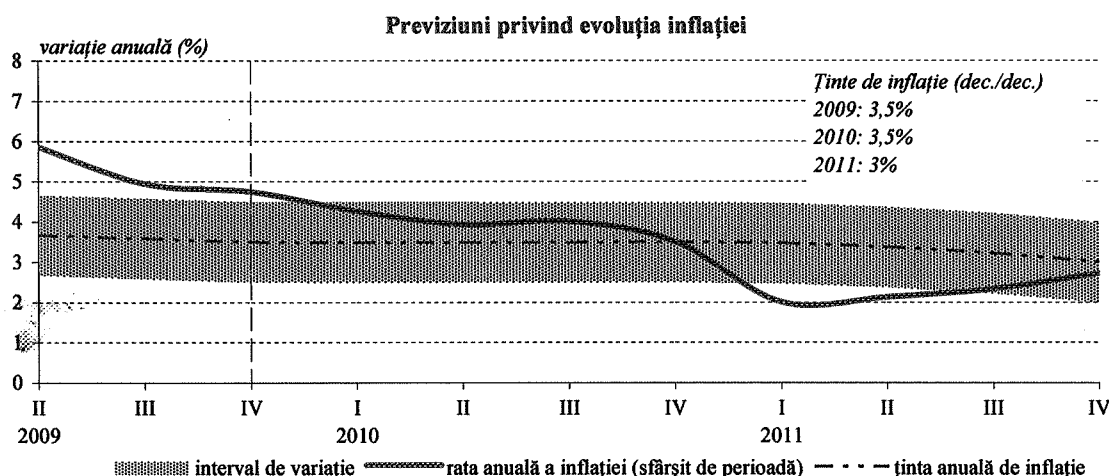
Pe fondul persistenței unor incertitudini semnificative cu privire la evoluțiile macroeconomice interne și internaționale în intervalul de referință al prognozei actuale, balanța generală a riscurilor de abatere a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază pare a fi relativ echilibrată. Față de evaluarea asociată proiecției anterioare, cea curentă prevede o relativă atenuare a riscurilor generate de posibilitatea derapajelor în coordonarea și implementarea *mix*-ului de politici macroeconomice, fără însă ca acestea să se fi disipat în totalitate. Revizuirea a fost susținută de stabilizarea situației politice interne pe parcursul ultimelor luni, în absența deteriorării climatului macroeconomic în acest interval, și de reactivarea în luna ianuarie a aranjamentului multilateral de finanțare externă. Deși riscurile abaterii din cauze interne a unor componente ale politicilor macroeconomice de la coordonatele stabilite prin acest acord nu pot fi ignorate, principala sursă potențială a incertitudinilor asociate proiecției curente se prefigurează a fi evoluția mediului economic extern.

Relevantă din perspectiva riscurilor generate de mediul extern este în special măsura în care semnalele recente privind relansarea economiei globale și creșterea încrederii pe piețele financiare internaționale vor fi confirmate durabil în viitor, fără reapariția unor evoluții adverse asociate crizei globale. O inversare, într-un orizont de timp mediu, a evoluțiilor optimiste manifestate pe termen scurt ar putea propaga efecte adverse asupra economiei naționale, amplificând din nou riscurile legate de finanțarea creșterii economice și a deficitului bugetar, precum și presiunile asupra cursului de schimb al monedei naționale. În același timp, un astfel

de scenariu ar implica niveluri mai scăzute ale prețurilor internaționale ale materiilor prime și ca atare presiuni dezinflaționiste mai ample asupra prețurilor interne provenind din această sursă. Direcția deviației ratei inflației de la scenariul de bază într-o astfel de situație este dificil de prevăzut, o probabilitate mai mare părând a avea abaterile în jos pe termen scurt și în sens opus pe termen mediu.

Pe de altă parte, un scenariu mai favorabil decât cel înglobat în proiecția curentă cu privire la evoluția economiei reale și a piețelor financiare pe plan mondial ar putea avea ca efect manifestarea unei încrederi sporite a investitorilor în perspectivele economiei românești, cu efecte favorabile asupra evoluției monedei naționale și a finanțării economiei reale. În schimb, prețurile internaționale ale materiilor prime s-ar majora mai mult, amplificând puseul inflaționist resimțit pe plan intern. Implicațiile pe termen scurt asupra abaterii ratei inflației de la traiectoria din scenariul de bază sunt dificil de prevăzut, însă pe termen mediu și lung este de așteptat ca un astfel de scenariu să consolideze perspectivele favorabile dezinflației, pe fondul persistenței, la acest orizont, a stabilității climatului macroeconomic intern.

Ipotezele privind evoluția viitoare a prețurilor administrate și a celor volatile ale bunurilor alimentare implică un grad relativ înalt de incertitudine, riscurile de abatere de la coordonatele acestora din scenariul de bază fiind apreciate ca relativ simetric distribuite în cazul ambelor categorii, cu o probabilitate marginal mai ridicată de deviație în sus în cazul bunurilor alimentare.



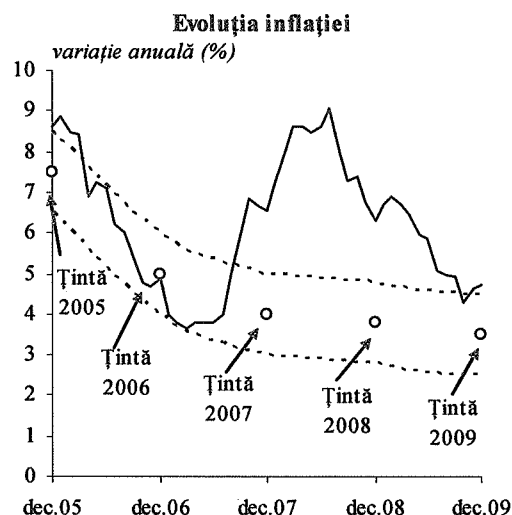
Notă: Lățimea intervalului de variație este de ± 1 punct procentual

Sursa: INS, calcule BNR

Decizia de politică monetară

Având în vedere perspectiva intensificării progresive a presiunilor dezinflaționiste ale cererii, consolidată de premisa continuării implementării consecvente a programului economic convenit cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 3 februarie 2010 reducerea cu 0,5 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 7,0 la sută. 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. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reiterat faptul că menținerea *mix-ului* de politici economice – monetară, fiscală, de venituri și a reformelor structurale – pe coordonatele convenite în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale este esențială pentru continuarea sustenabilă a procesului de dezinflație, menținerea stabilității financiare și relansarea durabilă a activității economice.

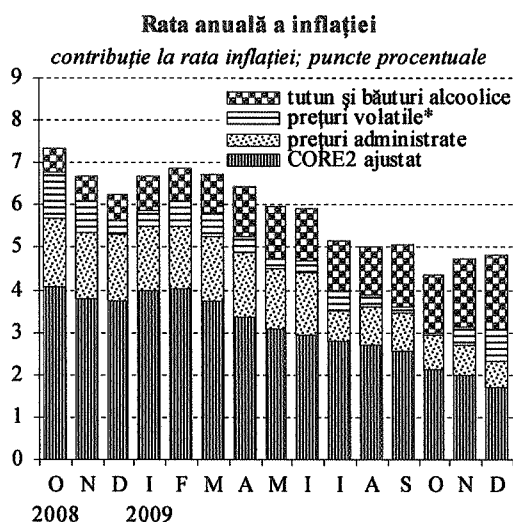
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI³



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

Sursa: INS, calcule BNR

La sfârșitul anului 2009, rata anuală a inflației s-a situat la 4,74 la sută, depășind cu 0,24 puncte procentuale limita superioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual corespunzător țintei de 3,5 la sută. Tendința descendentă a ratei inflației înregistrată pe parcursul trimestrelor II și III 2009 a continuat până în luna octombrie (4,3 la sută, nivel minim pentru ultimii doi ani), fiind ulterior întreruptă temporar de decizia producătorilor de țigări de a devansa impactul inflaționist asociat modificării, în ianuarie 2010, a cursului de schimb aplicabil în calculul accizelor; de altfel, majorările succesive ale prețului țigărilor pe parcursul întregului an 2009 au contribuit cu peste o treime la rata anuală a inflației (1,8 puncte procentuale), reprezentând principalul factor explicativ pentru neîncadrarea acesteia în intervalul țintit⁴. De asemenea, tensionarea pieței internaționale a țițeiului în lunile octombrie-noiembrie a condus la creșteri ale prețurilor combustibililor, care s-au suprapus unui puternic efect de bază nefavorabil. În schimb, rata anuală a inflației de bază (măsurată prin CORE2 ajustat) și-a accentuat scăderea în trimestrul IV (-1,4 puncte procentuale), coborând la aproximativ 2,8 la sută; evoluția a fost susținută de oferta satisfăcătoare de bunuri alimentare, temperarea deprecierii în termeni anuali a monedei naționale, continuarea procesului de ajustare a costurilor cu forța de muncă, dar și de persistența efectului inhibitor al cererii reduse.



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

Sursa: INS, calcule BNR

Dinamica anuală a prețurilor volatile a exercitat un impact nefavorabil asupra ratei inflației, accelerarea consemnată de această grupă (+4,3 puncte procentuale) fiind determinată exclusiv de saltul ritmului de creștere aferent combustibililor (de la 2,4 la sută în septembrie la 13,2 la sută în decembrie); explicația constă în evoluțiile curente – variația medie lunară a prețurilor combustibililor a urcat la 0,8 la sută în trimestrul IV, față de 0,6 la sută în intervalul anterior, în corelație cu majorarea prețului țițeiului pe piețele internaționale⁵ –, dar mai ales în efectul de bază considerabil generat de reflectarea simultană, de către piața internă, a

³ Variațiile anuale ale agregărilor speciale (cu excepția CORE1 și CORE2) și contribuțiile acestora la rata anuală a inflației, precum și contribuția produselor din tutun reprezintă calcule realizate de BNR.

⁴ La momentul stabilirii țintei de inflație pentru anul 2009 (august 2007) nu puteau fi anticipate nici modificările operate ulterior în regimul accizelor (devansarea în 2009 a unei părți din majorarea prevăzută pentru 2010 în vederea respectării cerințelor UE privind nivelul minim și schimbarea momentului de aplicare din 2010, de la 1 iulie la 1 ianuarie), nici amplitudinea deprecierii monedei naționale în contextul crizei financiare.

⁵ Prețul țițeiului Brent a atins valori zilnice de peste 78 dolari SUA/baril în perioada analizată, media lunară (74,6 dolari SUA/baril) fiind cu 9,4 la sută superioară celei corespunzătoare trimestrului III 2009.

relaxării piețelor energetice mondiale în trimestrul IV 2008⁶. Cele două influențe au fost atenuate la nivelul grupei produselor cu prețuri volatile de componenta mărfurilor alimentare⁷, a cărei variație anuală a coborât în teritoriu negativ (-1,8 la sută la finele anului 2009, comparativ cu 0,4 la sută în septembrie); la aceasta au contribuit volatilitatea redusă a cursului de schimb (semnificativă pentru prețurile legumelor și fructelor, care provin în mare parte din import în această perioadă a anului) și un efect de bază favorabil (parțial asociat deprecierei suferite de moneda națională în intervalul similar al anului anterior).

Prețurile administrate au cunoscut variații lunare minore în trimestrul IV 2009, în condițiile menținerii nemodificate a prețurilor produselor energetice⁸ și ale unor mișcări moderate ale cursului de schimb. În termeni anuali, ritmul de creștere a prețurilor administrate a continuat să se încetinească (cu 1,2 puncte procentuale, până la 3,4 la sută), datorită unor efecte de bază favorabile în cazul energiei termice și al serviciilor de telefonie, care, în perioada de comparație, au înregistrat majorări semnificative de preț (7,5 la sută, în vederea acoperirii costurilor de producție și respectiv 8 la sută, ca urmare directă și imediată a deprecierei monedei naționale).

Prețurile produselor din tutun au continuat să se majoreze într-un ritm rapid, variația de 10,6 la sută cumulată în cadrul trimestrului IV contribuind cu aproape 0,5 puncte procentuale la rata anuală a inflației. Impactul celei de a doua etape a creșterii accizei în euro⁹, prelungit cu intensitate mai redusă și în luna octombrie, a fost urmat în lunile noiembrie și decembrie de preluarea integrală în prețuri, în avans, a cuantumului recalculat al accizei în lei prin utilizarea cursului de schimb de transformare aplicabil de la începutul anului 2010 (4,2688 RON/EUR, comparativ cu 3,7364 RON/EUR în anul 2009). Decizia producătorilor de țigarete urmând evitarea unui șoc prea puternic asupra prețurilor de consum în ianuarie 2010, în condițiile în care demersurile inițiate în vederea amânării pentru luna iulie a unei noi majorări a accizei în euro (cu încă 10 euro/1 000 țigarete) aveau șanse reduse de materializare în contextul politic de la sfârșitul anului 2009. În consecință, dinamica anuală a prețurilor produselor din tutun s-a accelerat pentru al cincilea trimestru consecutiv (+7,1 puncte procentuale în intervalul analizat), atingând 38,6 la sută la finele anului.

Prețuri administrate versus prețuri libere
variație anuală (%); sfârșitul perioadei

	2008	2009			
	IV	I	II	III	IV
Rata inflației	6,30	6,71	5,86	4,94	4,74
Prețuri administrate*	7,4	7,8	7,7	4,7	3,4
1. Mărfuri					
nealimentare*:	7,6	7,6	7,0	0,9	0,6
energie electrică	4,5	4,8	4,8	0,2	0,2
energie termică	10,1	12,0	11,8	11,8	4,2
gaze naturale	22,0	12,5	8,6	-8,4	-8,4
medicamente	-2,5	4,6	5,6	5,7	8,2
2. Servicii*,	6,7	7,9	9,1	13,5	9,9
din care:					
apă, canal,					
salubritate	12,6	12,8	14,7	16,3	15,0
telefonie fixă	2,1	5,7	5,9	16,6	7,9
transport de călători					
pe calea ferată	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
transport urban					
(de călători)	8,1	8,0	8,8	7,6	7,4
Prețuri libere (CORE1)	5,9	6,4	5,3	5,0	5,0
CORE2**	6,7	6,9	6,1	5,9	4,9
CORE2 exclusiv tutun					
și băuturi alcoolice	6,3	6,2	4,8	4,2	2,8
tutun și băuturi alcoolice	11,0	14,9	20,1	24,2	29,3

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

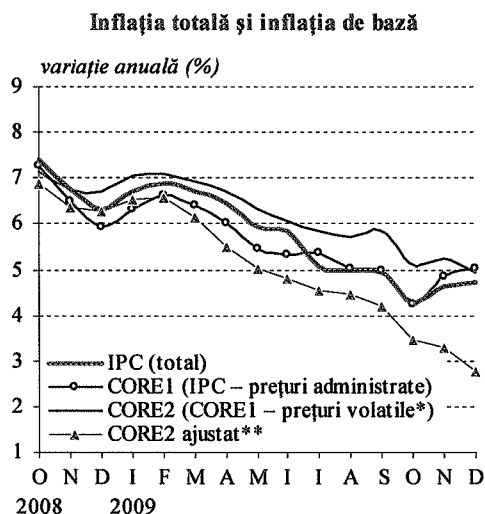
Sursa: INS, calcule BNR

⁶ Scăderea abruptă a prețului țiteiului Brent (de la o medie lunară de circa 97 dolari SUA/baril în luna septembrie 2008 la 40 dolari/baril în decembrie 2008) a condus la o reducere a prețului combustibililor cu 7,3 la sută.

⁷ Legume, fructe, ouă.

⁸ Cu excepția unei creșteri cu 0,3 la sută a prețului energiei termice în luna octombrie 2009.

⁹ Un plus de 7 euro/1 000 țigarete în septembrie 2009, până la 64 euro/1 000 țigarete.



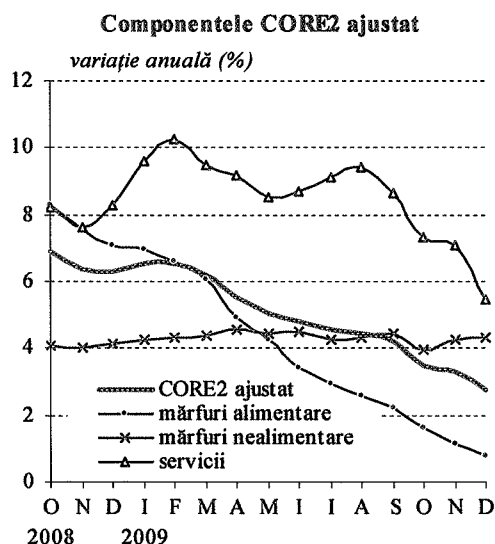
*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

**) se elimină grupele: tutun și băuturi alcoolice

Sursa: INS, calcule BNR

Având în vedere persistența distorsiunilor de semnal generate de măsurile fiscale menționate, relevantă pentru analiza inflației de bază rămâne măsura ajustată a CORE2, care a coborât la circa 2,8 la sută în termeni anuali. Un factor explicativ important pentru accelerarea vitezei de dezinflație în cursul trimestrului IV 2009 (peste 1,4 puncte procentuale, față de 0,6 puncte procentuale în perioada anterioară) l-a constituit înjumătățirea deprecierii în termeni anuali a monedei naționale față de euro; aceasta a fost receptată de toate cele trei grupe componente printr-un efect de bază favorabil - deosebit de vizibil în cazul serviciilor libere și mai discret în cazul grupelor de mărfuri. Astfel, mărfurilor alimentare (cu excepția celor cu prețuri volatile) nu le-a mai revenit contribuția dominantă la scăderea inflației de bază, aceasta fiind egalată de cea a serviciilor libere.

Totuși, dinamica anuală aferentă mărfurilor alimentare a continuat să se reducă semnificativ (până la aproximativ 1 la sută), prețurile alimentelor de bază fiind relativ stabile în trimestrul IV 2009. Excepție au făcut: (i) prețurile produselor lactate, a căror variație medie lunară a fost pozitivă, dar inferioară valorilor din aceeași perioadă a anilor precedenți și (ii) prețul uleiului, care a continuat să scadă spre nivelul existent anterior tensiunilor generate de producția agricolă deficitară din 2007. Determinante pentru aceste evoluții au fost absența unor șocuri negative din partea ofertei în anul agricol 2009, dar și reacțiile producătorilor și companiilor moderne de retail la menținerea cererii de consum la un nivel modest¹⁰, prin implementarea de măsuri de ajustare a costurilor (îndeosebi a cheltuielilor cu forța de muncă) și prin inițierea a numeroase campanii promoționale.



Sursa: INS, calcule BNR

Mărfurile nealimentare din structura CORE 2 ajustat au rămas grupa cu cea mai lentă dezinflație, dar chiar și în acest caz progresul a devenit mai evident pe parcursul trimestrului IV, sub acțiunea conjugată a unor factori de natura ofertei (evoluții favorabile înregistrate deopotrivă de prețurile de producție pentru piața internă și de cele externe¹¹) și a unei cereri insuficient dinamizate de măsurile de ajustare implementate anterior de agenții economici (volumul desfacerilor de produse nealimentare a crescut în lunile octombrie-noiembrie cu un modest 0,6 la sută¹² față de media intervalului iulie-septembrie).

¹⁰ În lunile octombrie-noiembrie 2009, volumul cifrei de afaceri a comerțului cu amănuntul pentru produsele alimentare a fost cu 4,8 la sută mai mic decât în perioada corespunzătoare a anului 2008, variația față de trimestrul anterior (-6,6 la sută, date ajustate sezonier) indicând chiar o accentuare a declinului cererii pentru acest tip de produse.

¹¹ Începând cu luna august, ritmurile anuale de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața externă din UE 15 s-au plasat în teritoriu negativ.

¹² Date ajustate sezonier.

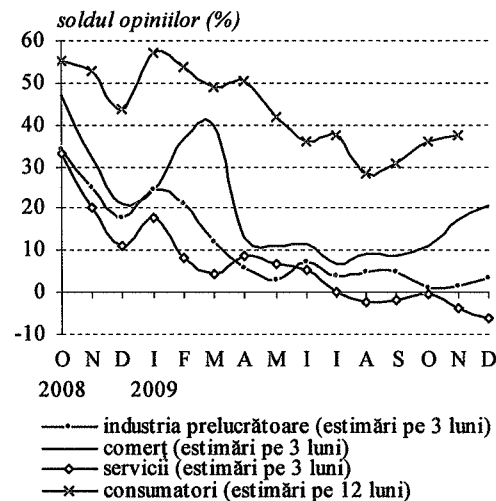
În ceea ce privește serviciile libere, deși reducerea consistentă a dinamicii anuale s-a datorat în primul rând efectului de bază menționat anterior, potențat de ponderea ridicată a componentelor sensibile la mișcările cursului de schimb (telefonie, chirii, îngrijire personală și medicală), nu poate fi ignorată nici influența restrictivă exercitată de cererea de consum asupra politicii de prețuri promovate de unitățile prestatoare de astfel de servicii.

După ce au oferit un suport mai mult sau mai puțin vizibil dezinflației în trimestrele anterioare, în perioada analizată influența de ansamblu a așteptărilor inflaționiste este dificil de apreciat, rezultatele sondajelor de conjunctură efectuate la nivelul diverșilor operatori economici (companii, consumatori) relevând tendințe foarte diferite: îmbunătățire clară în sectorul serviciilor, stagnare în industria producătoare de bunuri de consum, înrăutățire în rândul consumatorilor și în sectorul comercial. Evaluarea este complicată și de faptul că principalele subsectoare comerciale manifestă anticipații divergente – în creștere pe segmentul alimentară (cauzate, cel puțin în parte, de includerea tutunului în această categorie), în scădere pe cel nealimentar.

Analiza dinamicii prețurilor pe segmentul bunurilor comercializabile comparativ cu cel al bunurilor necomercializabile a pierdut în mare măsură din relevanță, traiectoriile fiind imprimate în ambele cazuri nu atât de intensitatea presiunilor concurențiale, cât de factori din afara pieței. Astfel, majorarea ratei anuale de creștere a prețurilor bunurilor comercializabile a fost asociată influenței creșterii accizelor și efectului de bază care a marcat variația prețurilor combustibililor, în timp ce atenuarea ritmului corespunzător bunurilor necomercializabile a fost determinată în esență de o serie de efecte de bază (energie termică, componente cu prețuri corelate cu mișcările cursului de schimb).

Dezinflația a continuat și la nivelul ratei medii anuale a IAPC, care a coborât în trimestrul IV 2009 cu încă 0,6 puncte procentuale, până la 5,6 la sută. Chiar dacă în scădere față de sfârșitul trimestrului precedent, decalajul față de criteriul de la Maastricht corespunzător s-a menținut considerabil (4 puncte procentuale), în condițiile în care, pe parcursul întregului an, viteza de adaptare a operatorilor economici interni la contextul nefavorabil creat de criza economică și financiară globală a fost inferioară celei manifestate în economiile vest-europene, iar șocul generat de modificarea accizelor a fost substanțial¹³. Comparatia cu media UE-27 este chiar mai nefavorabilă (ecart de 4,6 puncte procentuale),

Așteptările inflaționiste ale operatorilor economici



Sursa: CE - DG ECFIN

¹³ Pe ansamblul anului 2009, ajustarea observată în România de rata medie anuală a IAPC (-2,3 puncte procentuale) a fost mai puțin rapidă decât variația înregistrată de criteriul de la Maastricht (-2,5 puncte procentuale).

având în vedere faptul că patru dintre statele membre au consemnat în luna decembrie rate medii anuale negative ale inflației.

La sfârșitul trimestrului IV 2009, rata anuală efectivă a inflației a fost superioară cu 0,2 puncte procentuale proiecției prezentate în *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie. Deviația s-a datorat efectului cumulat al erorilor de prognoză de mică dimensiune, dar în același sens, asociate variabilelor exogene, prin subestimarea ușoară a majorării prețurilor combustibililor și țigărilor, a creșterii prețurilor volatile ale mărfurilor alimentare și a nivelului cursului de schimb RON/EUR din primele două luni ale intervalului; de asemenea, o influență în plasarea proiecției sub nivelul efectiv al inflației a avut și eroarea generată de modalitatea imperfectă de agregare a componentelor, respectiv agregarea indicilor lunari de prețuri¹⁴ și nu a indicilor de preț calculați față de perioada de referință (media anului 2007, în cazul de față).

¹⁴ Singurele date cu caracter public.

III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

În trimestrul III 2009, PIB real s-a plasat în continuare pe o pantă descendentă, însă rata anuală de scădere s-a temperat cu 1,6 puncte procentuale în comparație cu trimestrul II, până la -7,1 la sută¹⁵.

Contrația PIB din trimestrul III 2009 calculată pentru seria ajustată sezonier de INS a fost de -8,8 la sută în termeni anuali, respectiv de -0,6 la sută în termeni trimestriali, evoluția consemnată fiind doar ușor mai favorabilă decât proiecția formulată în luna septembrie (-9 la sută, respectiv -0,8 la sută).

Atenuarea dinamicii anuale negative a PIB real s-a datorat în principal încetării efectului de bază indus de creșterea economică rapidă înregistrată în primele trei trimestre din 2008, seria indicilor trimestriali¹⁶ relevând o nouă contracție a PIB în trimestrul III (deși de intensitate mai scăzută față de intervalul precedent).

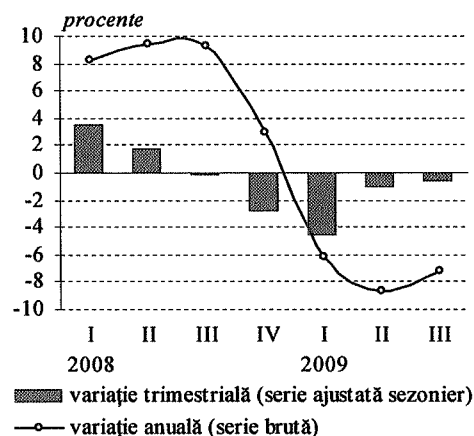
Temperarea cu 0,5 puncte procentuale a ritmului trimestrial de scădere a PIB real a fost susținută de cele două componente majore ale absorbției interne, ale căror dinamici s-au îngustat la -1,1 la sută (consumul final) și -4,6 la sută (formarea brută de capital fix). Merită precizat faptul că datele preliminare de conturi naționale indică „variația stocurilor” drept segmentul cu cea mai importantă contribuție la dinamica PIB în trimestrul III (+7 puncte procentuale). Influența acestei componente (explicată doar marginal prin cauze economice) a fost însă contrabalansată, în bună măsură, de o altă poziție cu conținut economic minim – discrepanța statistică (-4,5 puncte procentuale).

În ceea ce privește evoluția trimestrială a cererii externe, noi majorări de volum s-au înregistrat atât pe partea exporturilor, cât și pe cea a importurilor de bunuri și servicii (cu 4,9 la sută și respectiv cu 3,9 la sută), performanțe corelate cu redresarea sectorului industrial.

1.1. Cererea

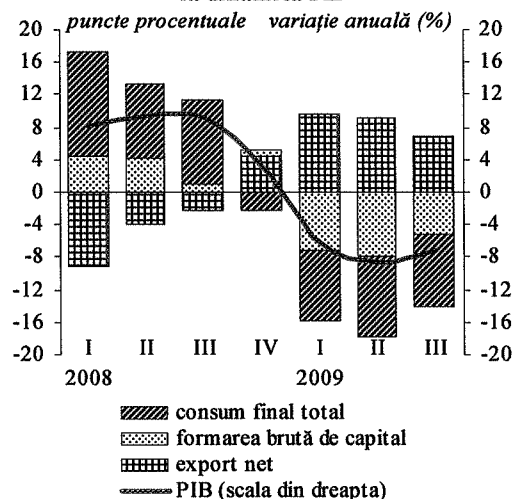
Declinul economic a fost atribuit în continuare absorbției interne (în reducere cu 12,4 la sută), influența acestei componente fiind din nou estompată de contribuția favorabilă a cererii externe nete (6,9 puncte procentuale).

Produsul Intern Brut real



Sursa: INS

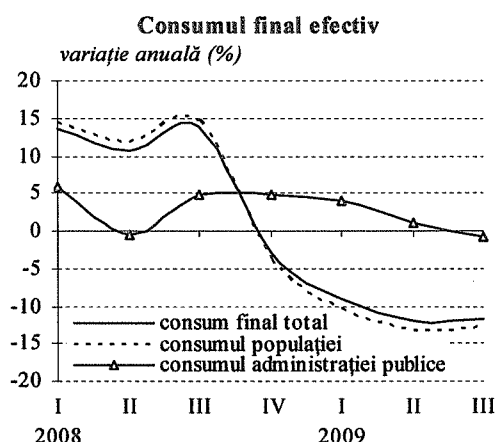
Contribuția componentelor cererii la dinamica PIB



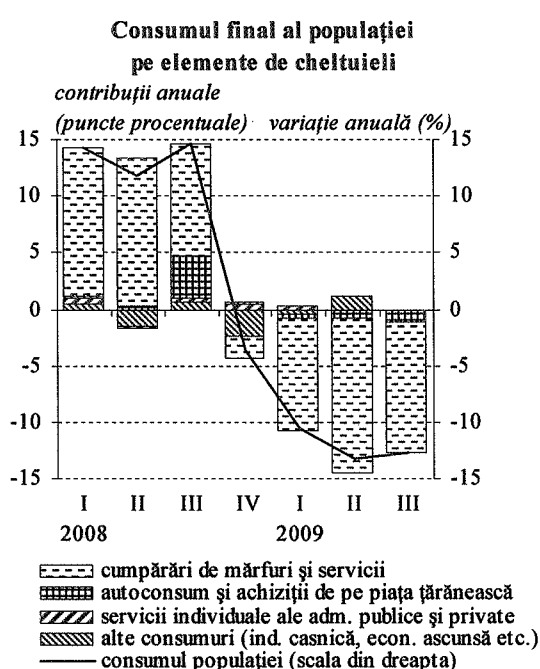
Sursa: INS, calcule BNR

¹⁵ În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum, determinate pe baza seriei brute de conturi naționale.

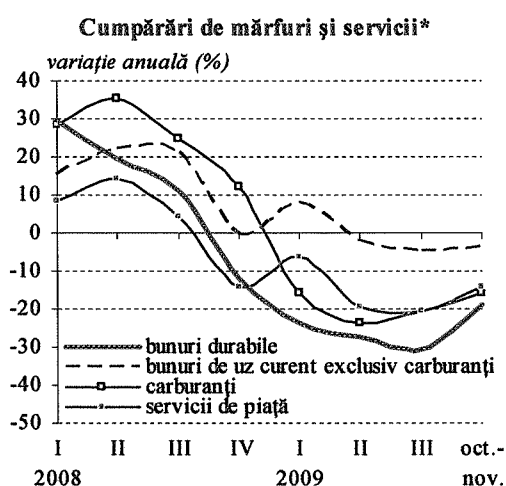
¹⁶ Modificările trimestriale sunt calculate pe baza seriei de date ajustate sezonier.



Sursa: INS



Sursa: INS, calcule BNR



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

Sursa: INS, calcule BNR

Comparativ cu intervalul precedent, cererea internă și-a încetinit rata anuală de scădere (cu 3,2 puncte procentuale). Responsabile pentru această evoluție nu au fost însă segmentele sale principale (volumul cumulat al consumului final și al formării brute de capital fix și-a accentuat regresul, până la -17,9 la sută) ci, similar evoluției în termeni trimestriali, acumulările semnificative de stocuri, cu o contribuție de aproape 7 puncte procentuale la dinamica PIB – rezultatul are unele explicații economice (refacerea rezervelor de produse agricole), însă nu trebuie ignorată componenta reziduală semnificativă a acestei poziții.

1.1.1. Cererea de consum

Consumul final a continuat să se diminueze într-un ritm asemănător celui din trimestrul II (-11,8 la sută), contribuții în acest sens revenind atât componentei private, cât și celei guvernamentale.

Cererea de consum a populației

Consumul final al populației s-a redus cu 12,7 la sută, contracția fiind însă de amplitudine ușor inferioară celei din perioada precedentă – evoluție datorată în exclusivitate încetinerii ritmului de scădere a segmentului „autoconsum și achiziții de pe piața țărănească” (până la -6,4 la sută, aproximativ jumătate din nivelul înregistrat în intervalul anterior), ca urmare a rezultatelor favorabile din agricultură.

Achizițiile de bunuri și servicii și-au menținut panta puternic descrescătoare (-18,9 la sută, nivel comparabil cu cel din trimestrul II), pe fondul îngustării în continuare a canalelor de finanțare, dar și al persistenței expectațiilor pesimiste ale populației privind situația economică și financiară. Similar perioadei precedente, categoriile de produse cele mai afectate de restrângerea cererii au fost bunurile de folosință îndelungată și carburanții (volumul cifrei de afaceri aferente acestor segmente comerciale s-a redus cu circa 30 la sută și respectiv cu 20,6 la sută); o nouă comprimare de volum au înregistrat și achizițiile de bunuri de uz curent cu excepția carburanților (cu aproape 5 la sută), o contribuție însemnată revenind comerțului cu produse alimentare și farmaceutice.

În ceea ce privește influența cererii asupra prețurilor de consum, evoluțiile curente din trimestrul III și din intervalul octombrie-noiembrie 2009 ale volumului cifrei de afaceri din comerț¹⁷ în cazul produselor cu reprezentativitate ridicată în coșul de consum sugerează absența în continuare a presiunilor. Aceasta se datorează îndeosebi segmentului alimentar (-0,3 la sută în trimestrul III și

¹⁷ Date ajustate în funcție de sezonitate și de numărul de zile lucrătoare; variații calculate față de media trimestrului precedent.

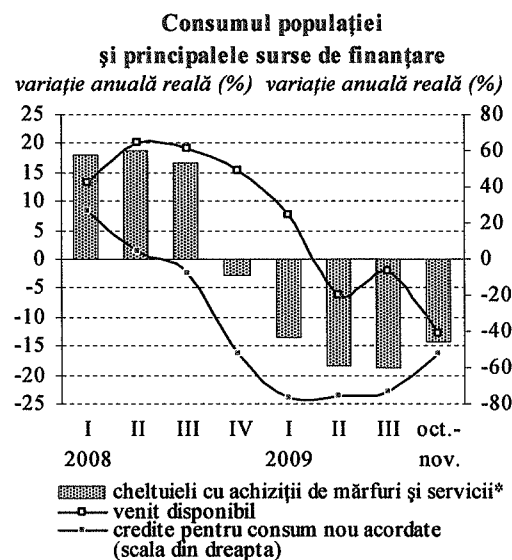
-6,6 la sută în octombrie-noiembrie) și achizițiilor de îmbrăcăminte și încălțăminte (-8 la sută și respectiv -10,9 la sută).

La nivelul modalităților de finanțare a consumului, trimestrul III nu a consemnat modificări de tendință:

- (i) venitul disponibil al populației¹⁸ s-a restrâns cu 2 la sută în termeni reali, iar
- (ii) volumul creditelor de consum nou acordate s-a comprimat cu peste 70 la sută, semnalele de relaxare emise de băncile comerciale (reducerea costurilor asociate împrumuturilor, mai ales pe segmentul „lei”) fiind anihilate de neîncrederea populației în redresarea pe termen scurt a potențialului financiar propriu.

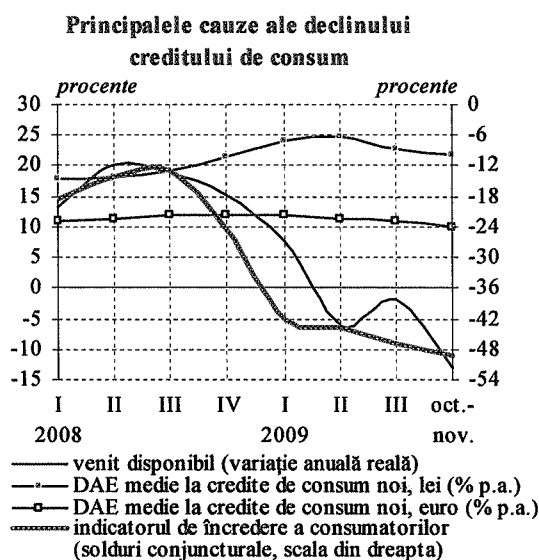
În plus, înclinația pentru economisire a populației s-a menținut deosebit de accentuată, portofoliul instrumentelor de plasament înregistrând însă modificări de structură în sensul atenuării preferinței pentru depozitele la termen (pe fondul reducerii atractivității acestora, sugerată de diminuarea, pentru al doilea trimestru consecutiv, a nivelului mediu al ratelor dobânzilor) în favoarea investițiilor în fonduri mutuale, ale căror active nete s-au triplat față de anul precedent, piața de profil atingând o dimensiune record.

Din perspectiva piețelor de proveniență a bunurilor de consum, trimestrul III nu a consemnat modificări de tendință comparativ cu intervalul anterior, volumul achizițiilor continuând să se comprime atât în cazul pieței autohtone, cât și în cel al importurilor. Pe segmentul „produse de uz curent”, viteza de scădere a fost asemănătoare celei din trimestrul II, volumul cifrei de afaceri pentru producția industrială destinată pieței interne diminuându-se cu aproape 23 la sută, iar volumul fizic al importurilor¹⁹ cu circa 11 la sută. Traectoria descrescătoare s-a menținut și pe segmentul „bunuri de folosință îndelungată (cu excepția autovehiculelor)”, declinul rămânând mai pronunțat pe piața autohtonă, chiar dacă în vizibilă atenuare față de perioada anterioară (-29 la sută). În privința produselor de fabricație străină, majorarea cu 10 la sută a importurilor aferente principalei poziții (mașini și aparate electrice) a contrabalansat, în bună măsură, reducerile de cel puțin 30 la sută înregistrate în cazul celorlalte bunuri din această categorie. Pentru al patrulea trimestru consecutiv, cererea de



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

Sursa: INS, MFP, calcule BNR



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

¹⁸ Venitul disponibil al populației este aproximat prin suma dintre veniturile din salarii, transferurile sociale (asigurări sociale de stat, asigurări de șomaj și de sănătate) și transferurile din exterior sub forma remiterilor din munca în străinătate și a transferurilor curente private de la rezidenți.

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

autovehicule a consemnat contracții severe atât pe canalul intern, cât și pe cel al importurilor (-33,2 la sută și respectiv -58,4 la sută).

Cererea de consum guvernamental

Datele provizorii de conturi naționale pentru trimestrul III indică o ușoară restrângere a consumului final guvernamental (cu 0,9 la sută în termeni anuali), rezultat corelat cu întreruperea traiectoriei crescătoare a numărului de salariați din sectorul administrației publice.

Evoluții bugetare

Deficitul bugetului consolidat s-a amplificat însă în trimestrul III 2009 (2,2 la sută din PIB, din care 2 la sută deficit primar, valorile fiind superioare cu 0,9, respectiv 1,1 puncte procentuale celor înregistrate în intervalul aprilie-iunie 2009), în condițiile unei evoluții divergente a veniturilor și cheltuielilor bugetare. Pe ansamblul primelor trei trimestre ale anului, execuția bugetară s-a încheiat cu un sold negativ de 25 563 milioane lei – reprezentând 5,1 la sută din PIB, respectiv 70 la sută din nivelul deficitului bugetar stabilit pentru anul 2009²⁰ – valoarea fiind compatibilă cu plafonul agreat prin aranjamentul multilateral de finanțare externă încheiat cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale.

Veniturile bugetare totale și-au accentuat declinul (dinamica anuală²¹ coborând la -14 la sută, de la -10,1 la sută în trimestrul II), în special pe seama comprimării mai intense a încasărilor din TVA (variația anuală a acestora coborând la -28,9 la sută, cu 9,6 puncte procentuale sub nivelul din intervalul anterior) și din impozitul pe profit (un ritm anual de creștere de -34,1 la sută, față de -10 la sută în intervalul aprilie-iunie 2009); o influență similară a exercitat și prelungirea scăderii dinamicii anuale a încasărilor din impozitul pe salarii și venit. Contribuția nefavorabilă a acestor categorii de venituri a fost doar parțial contrabalansată de efectul indus de relativa atenuare a declinului variației anuale a contribuțiilor de asigurări sociale (de la -7,0 la -6,6 la sută) și a veniturilor nefiscale (la -13,3 de la -26,5 la sută), precum și de majorarea ratei de creștere a accizelor²² (la 14,3 la sută, față de 10,9 în trimestrul II).

În schimb, în contrast cu trimestrul anterior, ritmul de creștere a cheltuielilor bugetare totale a redevenit pozitiv (6,1 la sută, față de

²⁰ În august a fost operată a doua rectificare bugetară prin care ținta de deficit pentru 2009 a fost majorată la 7,34 la sută din PIB (a se vedea *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2009).

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

²² Acestea au fost mărite de la 1 aprilie și de la 1 septembrie conform Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 29 din 25/03/2009 pentru modificarea Legii nr. 571/2003 privind Codul fiscal.

-7,4 la sută în trimestrul II), în special ca urmare a majorării cheltuielilor primare (5,2 la sută, față de -8,4 la sută). Principala contribuție în acest sens a avut-o amplificarea cheltuielilor curente, căreia i s-a asociat – în premieră pentru anul 2009 - dinamizarea celor de capital (8,1 la sută). Principala sursă de presiune au continuat să o constituie însă cheltuielile cu asistența socială²³ (un ritm de creștere anuală de 19,6 la sută, față de 16,3 la sută în intervalul aprilie-iunie). În schimb, în perioada analizată s-a evidențiat un posibil debut al ajustării cheltuielilor de personal (-1,6 la sută, față de 2,7, și respectiv 7,8 la sută în primele două trimestre ale anului) ceea ce, coroborat cu continuarea declinului cheltuielilor cu bunurile și serviciile (deși atenuată față de trimestrul anterior), a fost de natură să contribuie la intrarea în teritoriu negativ a dinamicii consumului guvernamental.

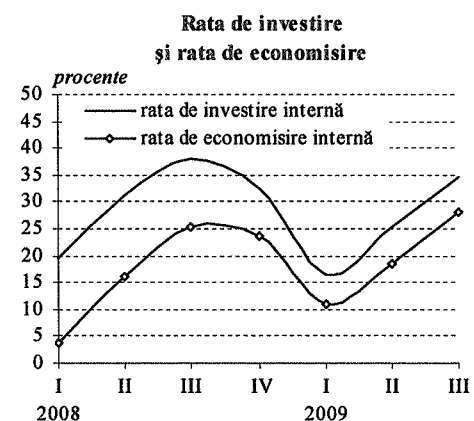
La finalul primelor 11 luni ale anului 2009 deficitul bugetului general consolidat s-a majorat la 29750 milioane lei (reprezentând 6,0 la sută din PIB, față de 3,1 la sută din PIB în perioada similară din 2008). Conform celei mai recente execuții bugetare lunare, veniturile totale au înregistrat în noiembrie cel mai ridicat ritm de creștere din anul 2009 (0,8 la sută față de o medie a ritmurilor lunare de variație de -11,4 la sută în primele 10 luni din 2009) – inclusiv datorită unui efect de bază, în timp ce cheltuielile totale s-au comprimat în termeni anuali cu 15,3 la sută.

1.1.2. Cererea de investiții

Formarea brută de capital fix și-a accentuat cu încă 3 puncte procentuale rata anuală de scădere (până la -28,6 la sută), comprimări severe fiind înregistrate pe toate segmentele principale: (i) utilaje (inclusiv mijloace de transport achiziționate de companii și instituții), al căror declin (cu 43,5 la sută) a generat jumătate din contracția cheltuielilor de capital; (ii) lucrări de construcții noi și reparații capitale, care și-au restrâns volumul cumulat cu aproximativ 23 la sută în termeni anuali.

În privința surselor de finanțare a proiectelor de investiții, majoritatea canalelor au continuat să descrie traiectorii descrescătoare:

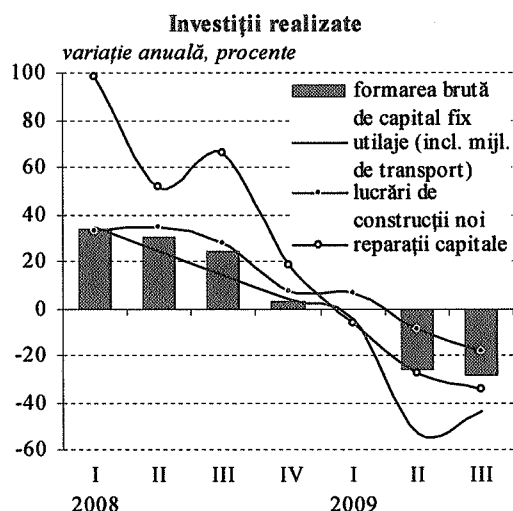
- (i) declinul surselor proprii alocate pentru acumulări de capital este sugerat de rezultatele financiare slabe înregistrate în sectorul corporatist și de comprimarea venitului disponibil al populației;



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

Sursa: INS, calcule BNR

²³ Printre cauzele care stau la baza creșterii cheltuielilor sociale în 2009 față de anul anterior se regăsesc, în afara acțiunii stabilizatorilor automați, mărirea punctului de pensie în aprilie (conform Legii nr. 19 din 26/02/2009 a bugetului asigurărilor sociale de stat pe anul 2009), introducerea pensiei sociale minime garantate începând cu luna aprilie (conform Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 6 din 18/02/2009 privind instituirea pensiei sociale minime garantate) precum și creșterea venitului minim garantat începând din iulie (conform Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 57 din 27/05/2009 pentru modificarea Legii nr. 416/2001 privind venitul minim garantat).



Sursa: INS, calcule BNR

(ii) estimările referitoare la volumul creditelor bancare nou acordate în trimestrul III²⁴ indică menținerea traiectoriilor descrescătoare atât în cazul achiziționării de echipamente (-26 la sută în termeni reali), cât și în cel al investițiilor imobiliare (-60 la sută); o contribuție în acest sens a revenit împrumuturilor externe pe termen mediu și lung contractate de sectorul neguvernamental nebanca, al căror flux net cumulat pe ultimele patru trimestre și-a intensificat substanțial ritmul anual de scădere (-78 la sută)²⁵;

(iii) finanțarea în sistem *leasing*, utilizată aproape în exclusivitate de sectorul corporatist, nu a dat semne de revigorare, valoarea în euro a contractelor încheiate de companiile locale continuând să reprezinte aproximativ un sfert din nivelul înregistrat în perioada similară a anului precedent, pe fondul scăderii persistente a vânzărilor de mașini noi și de echipamente, precum și al înghețării proiectelor imobiliare;

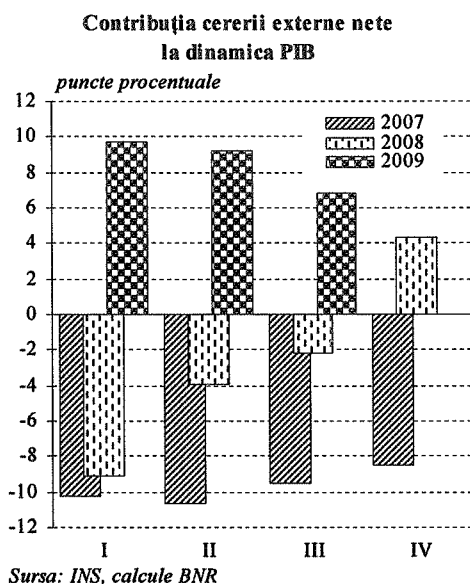
(iv) fluxurile de capital sub forma investițiilor străine directe și-au accentuat de aproape 3 ori panta descendentă, dinamica anuală aferentă ultimelor patru trimestre ajungând la circa -27 la sută²⁵.

Singura excepție a constituit-o canalul finanțării din surse bugetare, a cărei revigorare (+30 la sută în termeni reali), o posibilă explicație fiind derularea lucrărilor de reabilitare termică a blocurilor de locuințe.

Declinul cererii de investiții a fost resimțit pe ambele piețe de proveniență a bunurilor de capital, concluzie susținută de contractările severe înregistrate, pe de o parte, de volumul cifrei de afaceri pentru producția industrială destinată pieței interne de profil (cu aproape 40 la sută), iar pe de altă parte, de volumul fizic al importurilor de mașini și dispozitive mecanice (cu peste 30 la sută)¹⁹.

1.1.3. Cererea externă netă

Ameliorarea cererii principalilor parteneri externi a influențat favorabil situația balanței comerciale în intervalul analizat, performanță surprinsă și de estimările conturilor naționale. Astfel, volumul exporturilor de bunuri și servicii s-a majorat cu 1,6 la sută în termeni anuali, iar importurile și-au temperat vizibil declinul, deși au continuat să se restrângă într-un ritm alert (-15,3 la sută), pe fondul regresului persistent al absorbției interne și al deprecierei înregistrate de moneda națională în termeni anuali.



Sursa: INS, calcule BNR

²⁴ Calcule pe baza datelor furnizate de Centrala Riscurilor Bancare, fluxul aferent unui trimestru fiind aproximat ca diferență între soldul la sfârșitul și cel înregistrat la începutul perioadei respective.

²⁵ Calcule pe baza datelor din balanța de plăți.

Îmbunătățirea tranzacțiilor comerciale externe comparativ cu trimestrul anterior este însă relevată în mai mică măsură de indicii volumului fizic aferenți exporturilor și importurilor de bunuri, calculați prin deflatarea celor două componente ale balanței comerciale cu indicele valorii unitare în comerțul internațional, singurul rezultat favorabil în acest sens constând în atenuarea vitezei de scădere în termeni anuali.

Analiza în structură a exporturilor relevă contribuțiile pozitive ale grupelor „mașini și aparate” și „mijloace de transport”, care au consemnat rate pozitive de creștere (5,4 la sută, respectiv 11,2 la sută în termeni anuali), dar și restrângerea aportului negativ al grupelor „combustibili”, „produse ale industriei chimice” și „metale comune”, ca urmare a încetinerii ritmului anual de scădere comparativ cu trimestrul anterior.

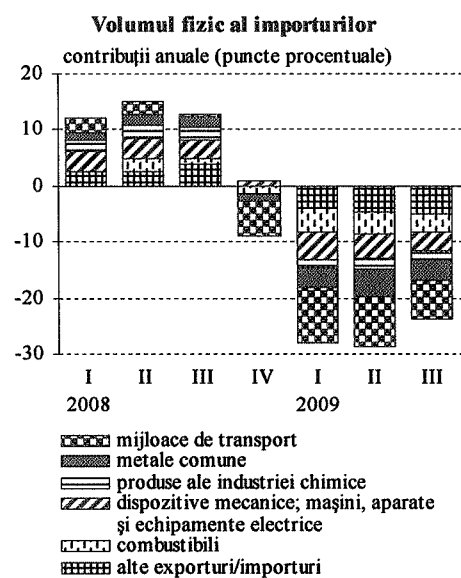
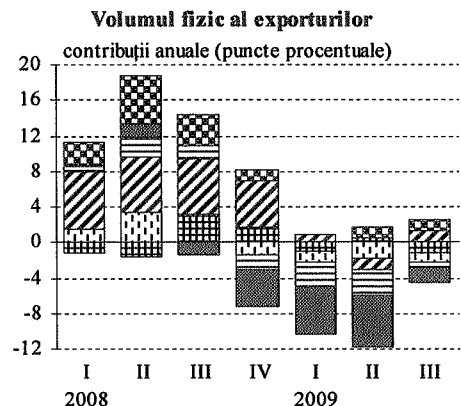
Pe partea importurilor, cu excepția achizițiilor de mașini și aparate electrice, care și-au menținut traiectoria crescătoare, niciuna dintre grupele cu pondere ridicată în valoarea totală a achizițiilor externe nu a înregistrat o dinamică pozitivă, însă nu poate fi ignorat faptul că, în cazul fiecărei categorii, panta descendentă corespunzătoare volumului fizic s-a temperat față de intervalul anterior.

1.2. Oferta

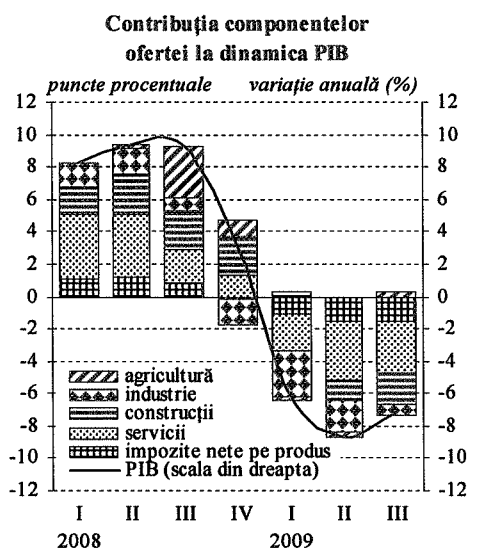
Atenuarea traiectoriei descrescătoare a PIB real în trimestrul III a fost susținută de majoritatea sectoarelor economice. Excepție a făcut activitatea de construcții, a cărei valoare adăugată brută și-a accentuat scăderea (până la -17,4 la sută în termeni anuali), îndeosebi pe seama segmentului rezidențial și a celui nerezidențial.

Condițiile climatice avantajoase au favorizat redresarea producției vegetale în trimestrul III (îndeosebi la culturile de porumb, floarea-soarelui, cartofi și struguri), valoarea adăugată brută realizată de sectorul agricol consemnând astfel primul ritm pozitiv din acest an (2,4 la sută, comparativ cu intervalul similar din 2008).

Revigorarea producției industriale începând din luna martie 2009, reflectată prin rate trimestriale pozitive de creștere a valorii adăugate brute (4,5 la sută și respectiv 3,6 la sută în ultimele două trimestre²⁶), a determinat reducerea la mai puțin de jumătate a vitezei anuale de scădere a valorii adăugate brute aferente acestui sector economic comparativ cu intervalul anterior (până la -3,5 la sută în trimestrul III). Performanța industriei a fost în continuare susținută de reluarea trendului ascendent al economiilor principalilor parteneri comerciali, volumul cifrei de afaceri de pe



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

²⁶ Date ajustate în funcție de numărul de zile lucrătoare și de sezonabilitate.

piața externă înregistrând prima dinamică anuală pozitivă după trei trimestre de comprimări succesive – se remarcă, în acest context, ramura de prelucrare a lemnului, industria mijloacelor de transport rutier și, prin asociere, cea a echipamentelor electrice.

Și sectorul serviciilor și-a restrâns contribuția negativă la creșterea PIB, însă ritmul anual de scădere a valorii adăugate brute a încetinit cu numai 0,5 puncte procentuale față de nivelul din trimestrul II (până la -6,9 la sută). Con tracții de volum au înregistrat toate subsectoarele (detașându-se ca amplitudine dinamica de -11,3 la sută a valorii adăugate brute din activitatea de comerț, hoteluri și restaurante, transporturi și telecomunicații), singura atenuare de pantă observându-se pe segmentul „servicii financiare, imobiliare și de închiriere”.

2. Piața muncii

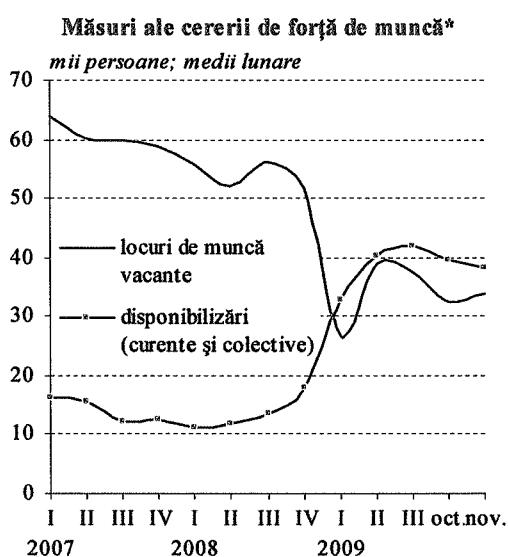
Trimestrul IV 2009 a consemnat continuarea creșterii numărului de șomeri, reducerea oportunităților de angajare și extinderea măsurilor de austeritate în politica salarială a sectorului bugetar. În consecință, piața muncii s-a caracterizat prin majorarea suplimentară a decalajului dintre oferta și cererea de forță de muncă și prin menținerea tendinței de frânare a ritmului anual de creștere a câștigurilor salariale. Totuși, pot fi decelate indicii privind temperarea măsurilor de ajustare a dimensiunii companiilor ca reacție la efectele crizei economice, în condițiile în care, în industrie, costul unitar cu forța de muncă și-a accelerat scăderea în termeni anuali.

2.1. Forța de muncă

Evoluțiile recente privind numărul disponibilizărilor și al locurilor de muncă vacante²⁷ indică restrângerea în continuare a cererii de forță de muncă, dar și o ușoară relaxare a măsurilor de restructurare a schemelor de personal din sectorul privat aplicate în vederea eficientizării activității. Astfel, deși în perioada octombrie-noiembrie 2009 numărul mediu al disponibilizărilor s-a majorat cu circa 15 la sută față de trimestrele II-III²⁸, creșterea este explicată integral prin acțiunea factorilor sezonieri (eliminând această influență se constată o inversare a tendinței ascendente a numărului concedierilor). Incertitudinea perspectivelor de redresare economică se reflectă însă în: (i) scăderea numărului mediu al locurilor de muncă vacante

²⁷ Date statistice furnizate de ANOFM.

²⁸ Comparația față de intervalele anterioare a fost preferată analizei ritmurilor anuale, afectată de efecte de bază îndeosebi la nivelul trimestrului III (număr redus de concedieri în trimestrul III 2008, înainte de declanșarea crizei economice; acest efect de bază se diminuează în trimestrul IV, odată cu primele măsuri de ajustare decise de companii în urma scăderii cererii).

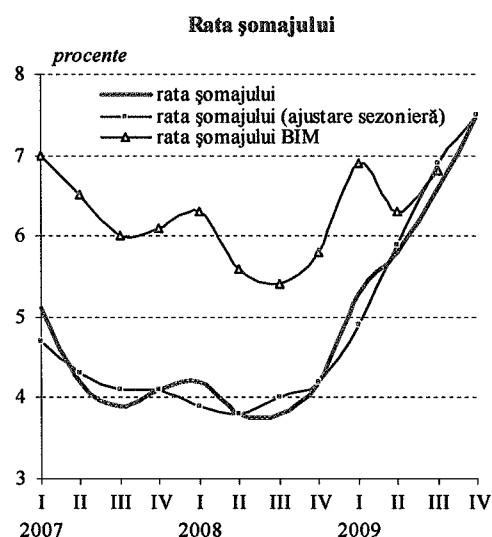


*) date ajustate sezonier

Sursa: ANOFM, calcule BNR

identificate de ANOFM (date ajustate sezonier) și (ii) creșterea ponderii contractelor noi pe perioadă determinată în totalul angajărilor din rândul șomerilor.

În aceste condiții, numărul de salariați raportat de angajatori a continuat să se reducă, ajungând la 4,36 milioane, nivel minim pentru perioada februarie 2004 - noiembrie 2009. Dacă pe ansamblul economiei variația anuală a acestui indicator a fost de -8,9 la sută în luna noiembrie, la nivel de sector/subsector s-au înregistrat scăderi și de peste două ori mai mari; cele mai afectate (în termeni relativi) au fost unele ramuri ale industriei prelucrătoare (industria ușoară, metalurgie, ramurile conexe construcțiilor²⁹, industria de prelucrare a țițeiului, mașini și echipamente, industria mobilei), sectorul construcțiilor, tranzacțiile imobiliare. Totuși, trebuie menționată discrepanța dintre viteza de restrângere a numărului de salariați calculată pe baza raportărilor angajatorilor și cea rezultată din ancheta AMIGO privind forța de muncă (pe ansamblul industriei, 14,2 la sută față de doar 9,4 la sută în trimestrul III 2009), în corelație cu o creștere mult mai modestă a șomajului BIM decât majorarea șomajului înregistrat; explicația probabilă a diferențelor semnalate constă în extinderea economiei informale, ceea ce sugerează supraestimarea dimensiunii ajustărilor structurale de către statisticile lunare utilizate în calculul productivității muncii și, implicit, al costurilor unitare cu forța de muncă.



Sursa: INS, calcule BNR

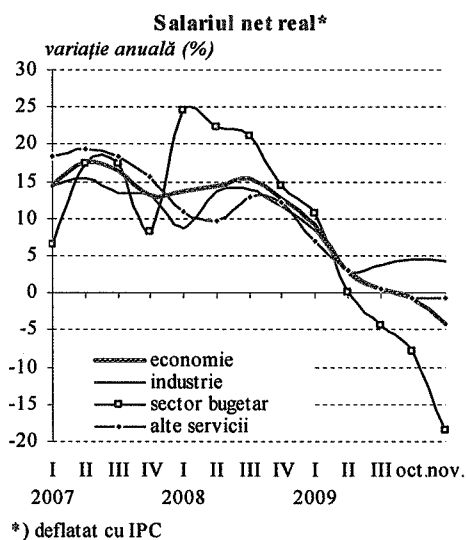
Temperarea intensității măsurilor de restructurare, indicată de evoluția numărului de disponibilizări, a contribuit la încetinirea vitezei de majorare a ofertei excedentare de forță de muncă, ritmul lunar de creștere a ratei șomajului reducându-se la jumătate comparativ cu trimestrele anterioare³⁰. Cu toate acestea, decalajul dintre numărul șomerilor și numărul locurilor vacante³¹ s-a lărgit semnificativ (de la 69:1 în trimestrul III la 90:1 în perioada octombrie-noiembrie 2009), ceea ce sugerează relaxarea suplimentară a condițiilor pe piața muncii și validează premisa manifestării unor presiuni inflaționiste reduse din partea politicilor salariale ale companiilor private în prima parte a anului 2010, cu atât mai mult cu cât au fost respinse solicitările sindicatelor de creștere a salariului minim brut în sectorul privat (600 lei în prezent) la nivelul celui din sectorul bugetar (705 lei de la 1 ianuarie 2010, conform Legii nr. 330/2009). În plus, în sectorul bugetar, autoritățile nu intenționează să acorde alte majorări salariale, cu excepția celor ce decurg strict din modificarea nivelului salariului minim brut.

²⁹ Prelucrarea lemnului, fabricarea altor produse din minerale nemetalice, industria construcțiilor metalice și a produselor din metal, exclusiv mașini, utilaje și instalații.

³⁰ Se exclude influența factorilor sezonieri.

³¹ Stoc la sfârșitul lunii.

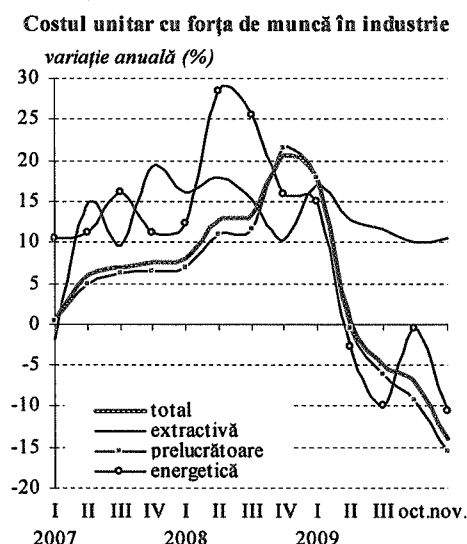
2.2. Venituri



Sursa: INS, calcule BNR

Ritmul anual de creștere a salariului mediu net pe economie a continuat să se încetinească, de la 5,6 la sută în trimestrul III la 2 la sută în intervalul octombrie-noiembrie și la o valoare negativă estimată pentru decembrie 2009. În ultimele două luni ale anului, tendința a fost accentuată de intrarea prin rotație a angajaților din sectorul bugetar în concediu fără plată (măsură aplicată în vederea reducerii cheltuielilor salariale), precum și de diminuarea/eliminarea primelor de sfârșit de an acordate atât în sectorul privat, cât și în cel public.

Astfel, la nivel sectorial, dinamica anuală a salariului mediu net a înregistrat evoluții inegale în intervalul octombrie-noiembrie 2009 comparativ cu trimestrul III: scădere puternică în teritoriu negativ (de circa 10 puncte procentuale) în sectorul bugetar și rămânere în teritoriu pozitiv în cazul sectorului privat³², cu o ușoară accelerare în industrie și o nouă decelerare în construcții și servicii. În condițiile în care, în industrie, rata anuală de creștere a salariului net s-a menținut relativ constantă în perioada aprilie-noiembrie la un nivel de circa 9 la sută, decalajul pozitiv tot mai pronunțat față de media pe economie se explică prin diferențele existente între sectoare în ceea ce privește modul în care s-a realizat ajustarea costurilor la noua conjunctură economică – în industrie, preponderent prin recurgerea la restrângerea schemelor de personal și nu prin reduceri salariale.



Sursa: INS, calcule BNR

Măsurile de ajustare implementate în industrie au continuat să se reflecte în îmbunătățirea costurilor unitare cu forța de muncă, a căror scădere în termeni anuali s-a accentuat de la 5 la sută în trimestrul III 2009 la 10,3 la sută în perioada octombrie-noiembrie 2009³³. Progresul în direcția recâștigării competitivității a fost concentrat în industria prelucrătoare (accentuare a dinamicii anuale negative de la -6,2 la sută la -14,2 la sută), în principal în industria mijloacelor de transport rutier, metalurgie, construcții metalice, echipamente electrice, prelucrarea lemnului. Dezechilibrele semnalate în perioadele anterioare în unele ramuri producătoare de bunuri de consum au continuat să se reducă (industria ușoară, industria farmaceutică) sau chiar au fost eliminate (chimie), fiind însă consemnate înrăutățiri în cazul prelucrării țiteiului, al fabricării mașinilor și echipamentelor și al produselor electronice.

³² Aproximativ 6 la sută, în scădere cu doar 1 punct procentual față de trimestrul III, conform calculelor estimative realizate de BNR.

³³ Tendința se observă și în cazul utilizării indicilor productivității muncii obținuți prin raportarea indicilor VAB la indicii populației ocupate, însă ritmul anual de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă se afla încă în teritoriu pozitiv în trimestrul III 2009 (3,6 la sută, față de 26,4 la sută și respectiv 9,1 la sută în trimestrele I și II).

În a doua parte a anului 2009, suportul acordat consumului de venitul real disponibil al populației a rămas inferior celui înregistrat în perioada similară a anului anterior, ușoara revenire din trimestrul III³⁴ fiind de scurtă durată. Dinamica anuală a venitului real disponibil a fluctuat de la -6,2 la sută în trimestrul II la -2 la sută în trimestrul III și la circa -13 la sută în perioada octombrie-noiembrie 2009, perspectivele pentru trimestrul IV 2009 fiind nefavorabile, pe fondul scăderii anuale în termeni reali a tuturor celor trei componente (venituri din salarii, transferuri sociale și remiteri din străinătate).

3. Prețurile de import și prețurile de producție

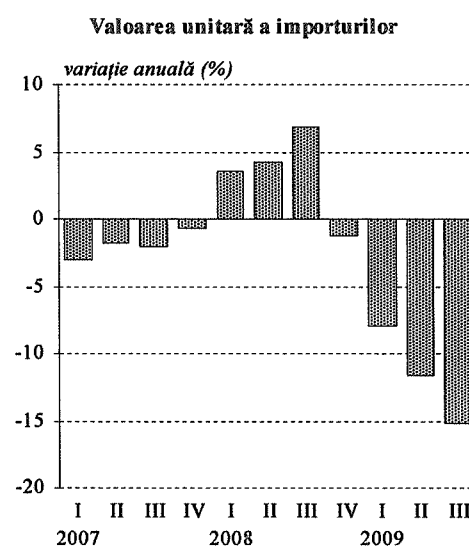
În trimestrul III 2009, atât prețurile bunurilor importate, cât și cele ale produselor de fabricație internă (industriale și agricole) au consemnat variații anuale negative, indicând absența presiunilor exercitate pe această filieră asupra prețurilor de consum. Tendința s-ar putea păstra și la nivelul ultimelor trei luni ale anului (în cazul prețurilor de import și al celor de producție agricolă), dar se va inversa pentru bunurile industriale, disiparea efectelor de bază care au marcat dinamica anuală a prețurilor produselor energetice fiind însoțită de reapariția unor tensiuni pe piața internațională a petrolului.

3.1. Prețurile de import

În trimestrul III 2009, dinamica anuală a prețurilor de import a continuat să se relaxeze, în condițiile în care indicele valorii unitare a importurilor a rămas sensibil subunitar (84,8 la sută, față de 88,4 la sută în trimestrul II 2009), iar poziția monedei naționale față de principalele valute nu a consemnat modificări notabile comparativ cu intervalul precedent.

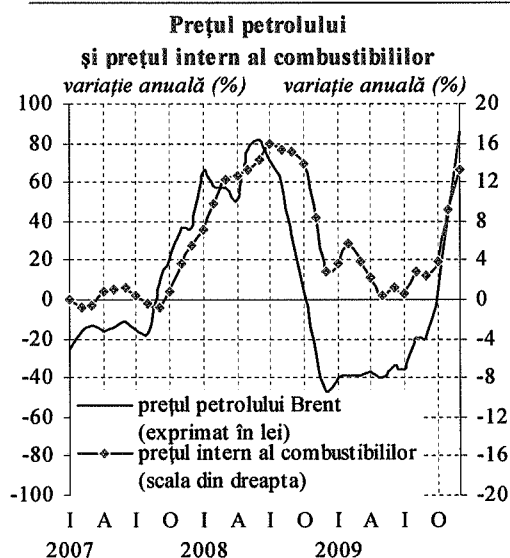
Această tendință s-a regăsit la majoritatea grupelor de bunuri, fiind mai pronunțată în cazul celor ale căror prețuri depindeau de rezultatele anului agricol (fructe, grăsimi, carne), unde variațiile anuale negative ale prețurilor externe au coborât până la -41,1 la sută. O mișcare similară s-a observat și pe segmentul metalelor comune, contribuția decisivă revenind în acest caz manifestării unor efecte de bază; prin asociere, variații anuale negative s-au înregistrat și în cazul bunurilor de capital și al echipamentelor de transport.

O evoluție diametral opusă au consemnat indicii valorii unitare a importurilor de îmbrăcăminte, care au crescut cu 3,2 puncte procentuale față de trimestrul II (până la 100 la sută), pe seama scumpirii achizițiilor din țările non-UE. De asemenea, produsele farmaceutice au continuat să înregistreze indici supraunitari ai pre-

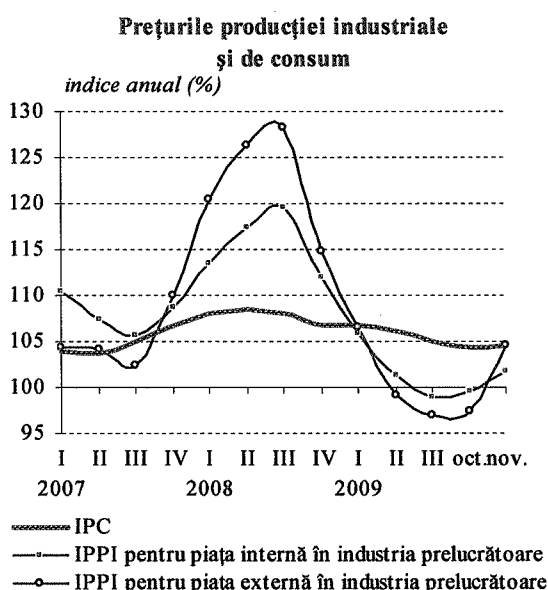


Sursa: INS, calcule BNR

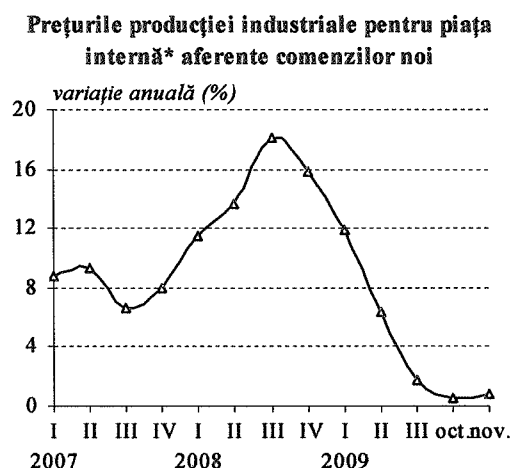
³⁴ Creștere de 2 la sută față de trimestrul anterior, susținută de transferurile sociale (în special de cele din fondul de șomaj) și de remiterile din străinătate.



Sursa: INS, AIE, calcule BNR



Sursa: INS



*) din industria prelucrătoare care lucrează pe bază de comenzi

Sursa: Eurostat

țurilor externe, dar amplitudinea acestora s-a restrâns sensibil (de la 107,2 la sută la 102,9 la sută în trimestrul III 2009).

În trimestrul IV 2008 se vor menține probabil aceleași tendințe (atât la nivelul prețurilor externe, cât și în cazul mișcărilor cursului de schimb), principala excepție reprezentând-o bunurile energetice, unde evoluțiile curente indică presiuni în creștere.

3.2. Prețurile de producție

3.2.1. Prețurile producției industriale

Trimestrul III 2009 a marcat intrarea ratelor anuale de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă în teritoriul negativ (-0,6 la sută, față de +2,2 la sută în trimestrul II), mișcarea fiind imprimată de sectoarele extractiv și manufacturier. În industria prelucrătoare, variația anuală a prețurilor de producție a coborât la -1,3 la sută; spre deosebire de intervalele precedente, o atenuare semnificativă de ritm a survenit în cazul comenzilor noi adresate segmentului manufacturier (de la 6,3 la sută în trimestrul II la 1,3 la sută în perioada iulie-septembrie), posibil pe seama efectului conjugat al reducerii costurilor de producție (materii prime, forță de muncă) și al redimensionării marjelor de profit aplicate comenzilor noi, sub impactul contracției severe observate în volumul acestora.

Aportul favorabil al efectelor de bază a fost în continuare semnificativ pe anumite segmente (bunuri intermediare și energetice): în pofida majorărilor de prețuri operate în perioada curentă de producătorii din industria de prelucrare a hidrocarburilor³⁵, variația anuală a prețurilor de producție la nivelul bunurilor energetice a rămas pronunțat negativă (-6,1 la sută); influențe de același tip s-au regăsit și în cazul bunurilor intermediare, dinamica anuală a prețurilor de producție coborând la -5,1 la sută.

Traectoria descendentă descrisă de ratele anuale de creștere a prețurilor de producție a fost mult mai puțin abruptă în cazul bunurilor de capital (+6 la sută, cu 1,3 puncte procentuale sub valoarea din intervalul precedent), în contextul unor contribuții pozitive substanțiale ale industriilor producătoare de mijloace de transport (rutier și nerutier)³⁶; în ambele ramuri, mișcările se asociază unor evoluții din perioada curentă, variațiile trimestriale fiind pozitive și în creștere comparativ cu intervalul precedent. În cazul industriei auto, contribuții la această dinamică pot fi asociate costurilor de restilizare a unora dintre modelele de

³⁵ Pe fondul evoluțiilor de pe piața externă.

³⁶ Ratele anuale de creștere a prețurilor de producție au atins în trimestrul III 2009 niveluri de 12,1 la sută în industria mijloacelor de transport rutier și de 16,8 la sută în industria altor mijloace de transport.

autovehicule deja lansate pe piață de către principalul producător autohton (Dacia-Renault).

Un grad înalt de rigiditate persistă și la nivelul prețurilor de producție ale bunurilor de consum (+8,2 la sută în termeni anuali), în special pe segmentul nealimentar. Astfel, în timp ce dinamica prețurilor de producție ale mărfurilor alimentare, băuturilor și tutunului s-a diminuat, în medie, cu 1,6 puncte procentuale comparativ cu trimestrul II 2009 (până la 5,8 la sută³⁷), ritmul mediu de creștere corespunzător celorlalte bunuri de consum s-a menținut la niveluri pozitive exprimate prin două cifre (+10,8 la sută), ajustarea față de intervalul precedent fiind nesemnificativă (doar 0,3 puncte procentuale). În cadrul acestui ultim segment, cele mai ridicate ritmuri de creștere a prețurilor de producție au înregistrat industria farmaceutică și ramurile industriei ușoare.

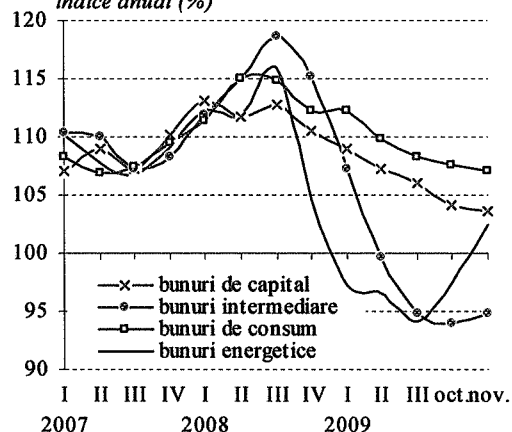
După trei luni de variații anuale negative, în perioada octombrie-noiembrie rata anuală de creștere a prețurilor de producție a revenit la valori pozitive (în medie +1 la sută), în principal pe fondul dispărării efectelor de bază care au marcat dinamica anuală a prețurilor bunurilor energetice (+2,4 la sută în luna noiembrie, prima valoare pozitivă din anul 2009). În cazul celorlalte grupe de bunuri a continuat tendința de decelerare a dinamicii anuale a prețurilor de producție, mai pronunțată pentru bunurile de capital și cele de folosință îndelungată, posibil pe seama stabilizării cursului de schimb.

3.2.2. Prețurile producției agricole

În trimestrul III 2009, prețurile producției agricole au continuat să înregistreze ritmuri anuale negative (-8,9 la sută), induse de componenta vegetală (-13,8 la sută), în timp ce în cazul produselor animale ratele anuale de creștere au rămas pronunțat pozitive (+10,7 la sută), chiar dacă în scădere semnificativă față de trimestrul II (cu 6,5 puncte procentuale). Pentru ambele categorii de produse, mișcarea a fost imprinată de evoluțiile din perioada curentă, rezultatele satisfăcătoare ale anului agricol conferind o anumită relaxare din perspectiva atât a ofertei de produse agricole, cât și a costului furajelor pentru animale.

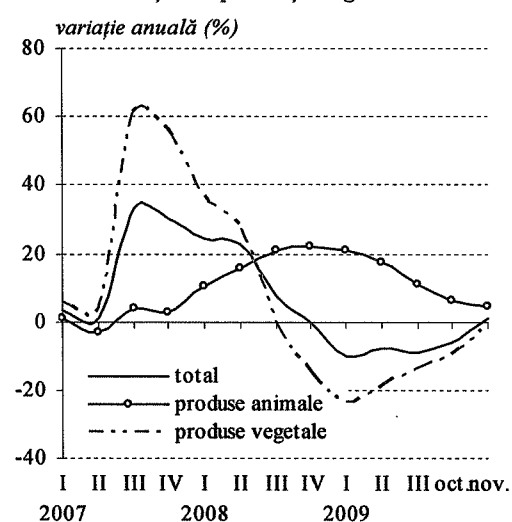
La nivelul componentei vegetale, variațiile anuale negative au continuat să caracterizeze cerealele și plantele tehnice (până la -25,7 la sută), în timp ce în cazul legumelor ritmurile anuale au rămas pozitive, dar în coborâre comparativ cu intervalul precedent (+15,7 la sută în cazul cartofilor, aproximativ jumătate din valoarea consemnată în trimestrul II 2009).

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



Sursa: INS

Prețurile producției agricole



Sursa: INS

³⁷ De remarcat dinamica sensibil inferioară a prețurilor de producție din industria alimentară (+2,3 la sută în termeni anuali), favorizată de oferta satisfăcătoare de produse agricole.

În cazul produselor de origine animală, singurul segment care și-a accentuat creșterea comparativ cu intervalul precedent a fost cel al cărnii de ovine (până la 66,1 la sută), posibil pe seama restrângerii ofertei interne în contextul expansiunii exporturilor aferente acestui sortiment. Tendința de reorientare a consumatorilor către sortimentele de carne mai ieftine a continuat să se reflecte în temperarea sensibilă a dinamicii prețurilor cărnii de porc și de vită, deși, în acest ultim caz, nivelul atins a rămas extrem de ridicat (+30,4 la sută).

În trimestrul IV 2009, prețurile producției agricole nu vor suferi modificări notabile comparativ cu intervalele precedente, în condițiile în care nu au intervenit schimbări semnificative la nivelul factorilor de influență.

IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

În trimestrul IV 2009, BNR a stopat trendul descendent al ratei dobânzii de politică monetară – aceasta fiind menținută la nivelul de 8,0 la sută – și a operat o nouă reducere de 5 puncte procentuale asupra ratei RMO aferente pasivelor în valută cu scadența reziduală mai mică de doi ani³⁸ (la 25 la sută). Rata dobânzii de politică monetară a fost apoi coborâtă cu 0,5 puncte procentuale în luna ianuarie 2010, în contextul relativei ameliorări a percepției investitorilor străini asupra perspectivelor economiei românești și, implicit, a evoluției cursului de schimb al leului, condițiile monetare în sens larg menținându-și caracterul prudent pe ansamblul perioadei analizate.

Decizia de menținere a ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 8,0 la sută adoptată de Consiliul de administrație al BNR în ședința din 3 noiembrie a fost motivată în principal de prefigurarea manifestării, pe termen scurt, a efectului inflaționist al ajustării accizelor începând cu 1 ianuarie 2010, dar mai ales a impactului nefavorabil exercitat asupra anticipațiilor inflaționiste de accentuarea riscurilor legate de politicile fiscală și a veniturilor în contextul tensionării în ultima parte a anului 2009 a mediului politic intern. Pe acest fond, balanța riscurilor asociate prognozei actualizate a inflației s-a înclinat ușor, preponderent pe termen scurt, în direcția riscurilor de abatere în sus a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază. Cele mai importante dintre acestea s-au relevat a fi: (i) riscul depășirii nivelului programat al deficitului bugetar și al amânării măsurilor destinate ajustării structurii cheltuielilor publice și consolidării fiscale prevăzute pentru anii 2010 și 2011, implicit cel al creșterii dificultății de finanțare/refinanțare a deficitului și a datoriei publice, inclusiv datorită posibilei perturbări a derulării împrumuturilor contractate cu organisme și instituțiile financiare internaționale – materializarea unora dintre acestea putând afecta chiar pe un termen mai îndelungat perspectiva dezinflației; (ii) previzibila deteriorare, pe acest fond, a percepției mediului economic și financiar intern și internațional asupra perspectivelor economiei românești, de natură să alimenteze presiunile de depreciere a monedei naționale și implicit anticipațiile inflaționiste.

Materializarea riscului decalării calendarului împrumuturilor externe prevăzut pentru trimestrul IV 2009 în cadrul aranjamen-

³⁸ Începând cu perioada de aplicare 24 noiembrie - 23 decembrie 2009.

tului multilateral încheiat de România cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale a determinat Consiliul de administrație al BNR să decidă în cadrul unei ședințe speciale (din data de 16 noiembrie 2009) diminuarea ratei RMO pentru pasivele în valută cu scadența reziduală de sub doi ani ale instituțiilor de credit (de la 30 la 25 la sută), începând cu perioada de aplicare 24 noiembrie - 23 decembrie 2009. În contextul amânării intrărilor programate de fonduri externe, măsura a urmărit adecvarea condițiilor de finanțare din sistemul bancar autohton pe care o impunea acoperirea din resurse ale pieței interne a necesarului de finanțare a sectorului guvernamental în ultima parte a anului 2009, concomitent cu păstrarea echilibrelor macroeconomice; ea s-a înscris totodată în procesul de aliniere graduală a nivelului ratelor RMO din România la standardele BCE.

Pe fondul detensionării în perspectivă a mediului politic intern și al scăderii riscului de abatere a politicii fiscale și a veniturilor de la coordonatele convenite cu UE și FMI, Consiliul de administrație al BNR a reluat scăderea ratei dobânzii de politică monetară, efectuând în data de 5 ianuarie 2010 o ajustare descendentă a acesteia de 0,5 puncte procentuale (până la nivelul de 7,5 la sută). Argumentul major al deciziei l-a constituit în acest context perspectiva consolidării dezinflației pe termen mediu, în corelație cu valorile anticipate ale adâncimii și duratei deviației negative a PIB. Continuarea creșterii deficitului de cerere a fost confirmată de persistența severității contracției economice în trimestrul III, dinamica anuală a PIB atingând în acest interval -7,1 la sută; amplitudinea scăderii economiei a fost totuși inferioară celei din trimestrul II, când s-a consemnat momentul de vârf al declinului economic. Determinantul inflexiunii produse în evoluția dinamicii anuale a PIB în trimestrul III l-a constituit temperarea reducerii cererii interne³⁹, pe seama ușoarei ameliorări a evoluțiilor consumului efectiv al gospodăriilor populației (o dinamică anuală de -12,7 la sută, față de -13,2 la sută în trimestrul II) și a formării brute de capital (însă exclusiv pe seama variației stocurilor).

La rândul lor, datele și informațiile economice apărute în cursul trimestrului IV au relevat probabilitatea ridicată a prelungirii dinamicii anuale negative a PIB, relativ atenuată însă, în condițiile unei potențiale temperări a contracției ambelor componente principale ale cererii interne. S-a apreciat că declinul formării brute de capital fix va continua să-l devanseze pe cel al cererii de consum⁴⁰,

³⁹ Exportul net și-a diminuat pentru al doilea trimestru consecutiv contribuția pozitivă adusă la dinamica PIB.

⁴⁰ O asemenea evoluție era sugerată în special de indicatorii privind lucrările de construcții noi și investițiile de utilaje, investițiile străine directe, creditele pe termen mediu și lung acordate companiilor, cheltuielile de capital ale sectorului public.

persistând însă incertitudini asupra amplitudinii celui din urmă datorate caracterului neomogen al evoluțiilor indicatorilor relevanți ai acestui comportament. Astfel, pe de o parte, s-au evidențiat scăderea dinamicii anuale negative a volumului cifrei de afaceri din servicii și a celei din comerțul auto-moto, respectiv stagnarea indicatorului similar aferent volumului cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul (comparativ cu media trimestrului anterior). Pe de altă parte, s-au relevat intrarea în teritoriul negativ a ritmului anual de creștere a salariului mediu net real (acompaniată de accentuarea în luna octombrie a scăderii remiterilor, față de perioada similară a anului anterior), perspectiva diminuării cheltuielilor de personal din sectorul bugetar în ultimele două luni ale anului (inclusiv prin acordarea unor zile libere fără plată), precum și accelerarea creșterii ratei șomajului în luna octombrie, în paralel cu continuarea deteriorării indicatorului de încredere a consumatorilor; acestora li s-a asociat prelungirea tendinței de ameliorare a economisirii bancare nete a populației.

Aceasta a decurs din continuarea declinului ratei anuale de creștere în termeni reali a creditelor acordate persoanelor fizice în perioada octombrie-noiembrie (0,2 la sută, comparativ cu o medie de 3,7 la sută în trimestrul III); dinamica anuală reală a acestui indicator a reintrat în noiembrie în teritoriul negativ, după ce în octombrie consemnase o ușoară redresare, survenită însă, în principal, ca efect al deprecierei anuale a leului. Atât cererea, cât și oferta de credite aferente acestui sector și-au conservat în acest interval caracterul anemic. Cea dintâi a fost afectată de absența unei ameliorări vizibile a evoluției ratelor dobânzilor la creditele noi adresate acestui sector - care și-au păstrat nivelurile deosebit de înalte -, dar și de menținerea sau chiar de accentuarea temerilor populației legate de perspectiva locurilor de muncă și a veniturilor; o relativă revigorare – sub așteptări însă – s-a consemnat în cazul cererii de credite pentru locuințe, susținută de derularea programului „Prima casă”. La rândul ei, oferta de credite a băncilor a fost influențată în principal de menținerea prudenței acestora, justificată, printre altele, de dificultățile sporite de gestionare a mărimii și/sau a structurii propriilor bilanțuri în actualul context economic și financiar. Persistența neîncrederii și a percepției de risc relativ ridicate ale băncilor asupra creditării sectorului populației a fost reflectată inclusiv de prelungirea în trimestrul III – parțial neașteptată – a tendinței de înăsprire a standardelor și termenilor de creditare⁴¹; ajustarea acestora a fost totuși mai lentă decât în trimestrele anterioare și totodată diferențiată din

⁴¹ Relevată de ediția din noiembrie a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației.

perspectiva destinației împrumuturilor⁴². În aceste condiții, în primele două luni ale trimestrului IV volumul creditelor noi acordate populației⁴³ a consemnat o ușoară creștere comparativ cu trimestrul anterior, atribuibilă preponderent derulării programului „Prima casă” și, într-o anumită măsură, extinderii practicii de restructurare a împrumuturilor. Efectul conjugat al factorilor menționați a fost de natură să prelungească în lunile octombrie-noiembrie traiectoriile descendente ale dinamicilor medii anuale⁴⁴ ale soldului creditelor în lei și în valută acordate populației (la -9,5, respectiv -2,6 la sută, față de -6,5, respectiv 0,3 la sută în trimestrul III). Analiza structurii pe destinații relevă faptul că rata anuală de creștere a creditelor de consum a continuat să înregistreze cel mai amplu declin (atingând -2,4 la sută, cu 4,2 puncte procentuale sub nivelul din trimestrul III). Cu toate că a consemnat la rândul ei o scădere în raport cu perioada anterioară, dinamica medie anuală a împrumuturilor pentru locuințe s-a menținut pozitivă (17,3 la sută); evoluția s-a datorat în principal componentei în valută (exprimată în euro), a cărei variație anuală a consemnat în aceste luni o mișcare crescătoare.

În același timp, spre deosebire de perioadele anterioare, rata medie de creștere anuală în termeni reali a plasamentelor în bănci ale populației s-a majorat în lunile octombrie-noiembrie (16,1 la sută, față de 13,0 la sută în trimestrul III). Într-o anumită măsură, evoluția este atribuibilă efectului de bază indus de scăderea temporară consemnată de aceste depozite în octombrie 2008. Coroborată însă cu continuarea modificării structurii plasamentelor acestui sector în favoarea celor la termen, ea sugerează relativa persistență a înclinației spre economisire, în contextul deteriorării așteptărilor privind veniturile și capacitatea de onorare a serviciului datoriei contractate anterior. Continuarea amplificării cererii de bani în scop precautionar a fost susținută inclusiv de schimbările relative de configurație ale randamentelor diferitelor categorii de

⁴² Conform sondajului menționat, în cazul populației modificarea standardelor de creditare a avut ca factori principali: (i) așteptările privind situația economică generală, implicit riscul asociat bonității clienților, (ii) așteptările privind piața imobiliară/riscul asociat colateralului/garanțiilor și (iii) modificarea ponderii creditelor neperformante pentru locuințe în portofoliul de credite. În ceea ce privește termenii de creditare, a crescut restrictivitatea cerințelor de colateral/garanții și a altor clauze contractuale, iar în cazul creditelor pentru consum a fost majorată marja ratei dobânzii față de ROBOR1M; aceeași cerință a fost însă relaxată în cazul creditelor ipotecare, alături de cea referitoare la nivelul ponderii maxime a creditului în valoarea garanției imobiliare.

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

⁴⁴ Exprimate în termeni reali în cazul creditelor în lei, respectiv calculate pe baza exprimării în euro în cazul creditelor în valută.

active monetare⁴⁵. În consecință, dinamica anuală reală a soldului depozitelor la termen sub doi ani ale populației s-a majorat până la o valoare reprezentând vârful istoric absolut (61 la sută), fiind impulsionată atât de componenta în valută, cât și de cea în lei. O mișcare ascendentă a consemnat și variația anuală a depozitelor la termen peste doi ani. Analiza structurii pe scadențe a depozitelor noi din intervalul octombrie-noiembrie relevă însă, în contrast cu lunile precedente, conturarea unei aparente tendințe de polarizare a preferințelor populației, sugerată de relativa creștere a volumelor (implicit a ponderii) depozitelor pe scadențe mai reduse (între o lună și trei luni), dar și – într-o mai mică măsură însă – a celor cu scadențe de peste doi ani.

Un alt argument important al coborârii ratei dobânzii de politică monetară l-a constituit ameliorarea recentă a comportamentului cursului de schimb al leului și a așteptărilor privind evoluția viitoare a acestuia (a se vedea subsecțiunea 2.2. *Cursul de schimb și fluxurile de capital*), inclusiv ca urmare a creării unora din premisele reactivării aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale. Acest context a consolidat perspectiva continuării scăderii sustenabile a ratei anuale a inflației de bază (CORE2 ajustată) și a reluării trendului descendent al ratei anuale a inflației totale, a cărui întrerupere în luna noiembrie 2009 – anticipată a se prelungi până la începutul anului 2010 – se datora exclusiv impactului majorării accizelor (în special a celor la tutun⁴⁶) și ajustării unor prețuri administrate; pe deasupra, riscul manifestării efectelor secundare ale acestor ajustări de prețuri și accize era considerabil diminuat de prefigurata adâncire și prelungire a deficitului de cerere agregată.

Deciziile privind rata dobânzii de politică monetară au fost adoptate în condițiile sporirii fermității gestionării de către BNR a lichidității din sistemul bancar. Poziția băncii centrale de creditor în raport cu sistemul bancar a continuat să se restrângă în trimestrul IV, în principal datorită amplificării injecțiilor de lichiditate efectuate de Trezorerie. BNR a ajustat în consecință volumul și frecvența operațiunilor *repo*, nivelul mediu al acestora reprezentând circa o treime din valoarea consemnată în trimestrul III; totodată, scadența acestor operațiuni a fost diminuată temporar, maturitățile având valori cuprinse între 2 și 7 zile. Pe fondul accentuării incertitudinii privind condițiile lichidității – alimentată, printre altele, de anticiparea sporirii puternice a nevoii de finanțare a sectorului public în ultima parte a anului – apelul băncilor la faci-

⁴⁵ Ecartul dintre randamentele plasamentelor la termen și cele ON în lei ale populației s-a majorat în lunile octombrie și noiembrie.

⁴⁶ Impactul majorării accizelor la tutun asupra ratei anuale a inflației din decembrie 2009 a fost estimat la 1,8 puncte procentuale.

litatea de creditare s-a intensificat în lunile octombrie și decembrie; acesta s-a redus însă în noiembrie, interval în care s-a consemnat o creștere a sumelor plasate la BNR prin facilitatea de depozit și în care banca centrală a derulat și o licitație de atragere de depozite. Pe ansamblul trimestrului IV, volumul mediu al injecțiilor de lichiditate a coborât la mai puțin de jumătate din cel consemnat în trimestrul anterior, dar s-a menținut superior celui înregistrat de operațiunile de absorbție de lichiditate.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

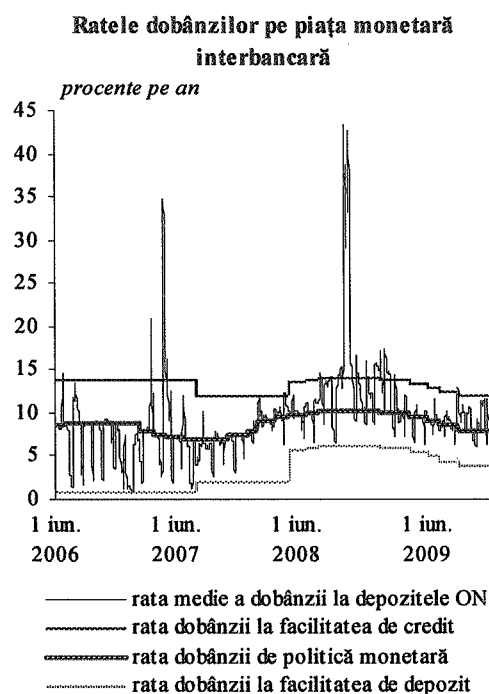
Randamentele pieței monetare interbancare s-au poziționat pe un palier superior ratei dobânzii de politică monetară în trimestrul IV, în condițiile accentuării impactului exercitat asupra pieței monetare de nevoile substanțiale de finanțare a deficitului bugetar. Cursul de schimb al leului a revenit în a doua parte a trimestrului pe o traiectorie descendentă, în condițiile ameliorării apetitului global pentru risc și ale conturării perspectivei stabilizării climatului politic intern. Lichiditatea din economie și-a accentuat marginal creșterea, pe fondul amplificării creditului net al sectorului public central.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentele pieței monetare interbancare și-au întrerupt în trimestrul IV evoluția descendentă și s-au plasat de-a lungul celei mai mari părți a intervalului în zona superioară a coridorului delimitat de ratele dobânzilor facilităților permanente ale băncii centrale, accentuându-și totodată volatilitatea. Media lor trimestrială a urcat astfel la un nivel de 9,3 la sută, cu 0,4 puncte procentuale mai mare în comparație cu cel consemnat în trimestrul precedent.

Mișcarea ratelor dobânzilor pe termen foarte scurt nu a fost însă uniformă pe parcursul perioadei analizate. În octombrie și în prima decadă a lunii noiembrie acestea au fluctuat în jurul unui nivel de 10 la sută și s-au menținut astfel pe palierul pe care s-au înscris încă de la finele trimestrului precedent, în contextul creșterii incertitudinii privind evoluția curentă și pe termen scurt a condițiilor lichidității. Banca centrală a sporit fermitatea gestionării lichidității din sistemul bancar, cererea de rezerve a instituțiilor de credit fiind acoperită în luna octombrie prin operațiuni *repo* pe maturități scurte, de 4 și, ulterior, 2 zile, dar și prin intensificarea apelării de către acestea a facilității de creditare.

Intervalul de variație a ratelor dobânzilor pe termen foarte scurt a coborât apoi la valori mai reduse, ajungând să încadreze rata dobânzii de politică monetară. Evoluția s-a datorat relativei detensiunii a situației lichidității; astfel, în perioada de constituire a RMO încheiată în noiembrie s-a format temporar un surplus de rezerve, care a fost drenat parțial de banca centrală printr-o operațiune de



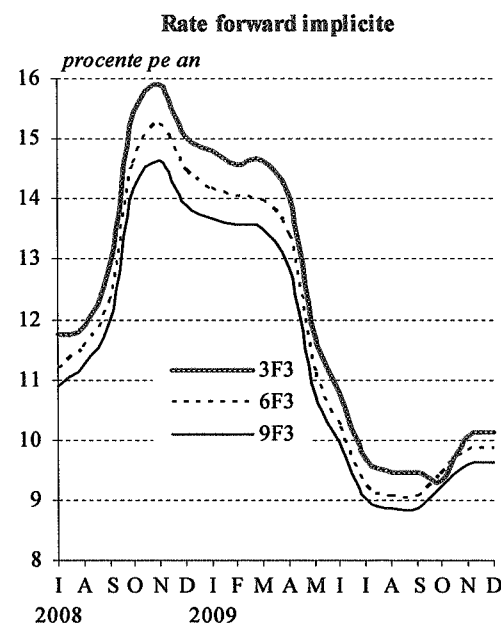
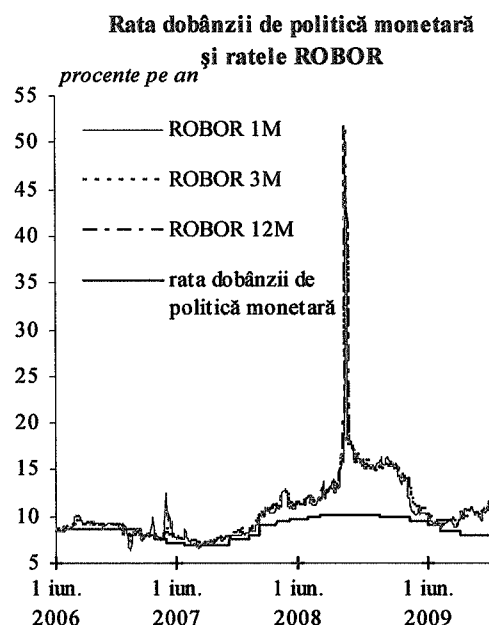
atrageră de depozite. Randamentele depozitelor interbancare au revenit însă în decembrie la valori de aproximativ 11 la sută, în contextul sporirii ponderii deținute de împrumuturile atrase de instituțiile de credit prin intermediul facilității de creditare în totalul operațiunilor de refinanțare ale BNR. Spre finalul anului s-a conturat însă o tendință de normalizare a ratelor dobânzilor pieței monetare, sub impactul sporirii ofertei de lichiditate, inclusiv ca urmare a efectuării de către banca centrală a unei operațiuni *repo* având scadența la 6 zile, în cadrul căreia volumele licitate de bănci au fost alocate integral.

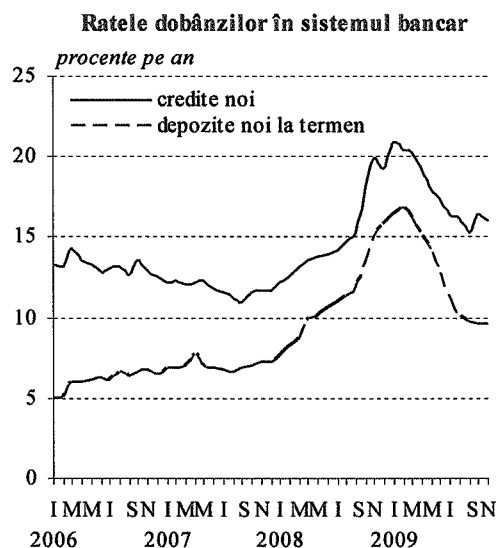
Randamentele pe scadențe mai lungi și-au continuat la rândul lor traiectoria ascendentă pe care s-au înscris la finele lunii septembrie, în condițiile sporirii substanțiale a nevoii de finanțare a deficitului bugetar în ultima parte a anului 2009, precum și creșterii incertitudinii instituțiilor de credit privind evoluția în perspectivă a condițiilor lichidității. Tendința crescătoare a cotațiilor ROBOR (1M-12M) s-a inversat doar temporar la jumătatea trimestrului, la finele lunii decembrie aceste randamente atingând valori maxime intra-trimestriale. Media lor din ultima lună a anului a urcat astfel cu 1,1 puncte procentuale față de cea din septembrie, creșteri mai accentuate fiind consemnate pe scadențele scurte (1M-3M).

O evoluție similară au înregistrat și ratele *forward* implicite. Potrivit acestora, nivelurile anticipate ale ratei ROBOR 3M pentru orizonturile de 3, 6 și 9 luni (calculate pornind de la cotațiile medii din decembrie) se situau la 10,1 la sută, 9,9 la sută și 9,6 la sută. Aceste valori sunt cu circa 0,8 puncte procentuale mai mari comparativ cu cele corespondente din septembrie.

Randamentele oferite pe piața primară a titlurilor de stat s-au menținut în trimestrul IV la nivelul atins în septembrie (10,0 la sută). Volumul de titluri emise de MFP în ultimele trei luni ale anului 2009 a fost de 9,2 miliarde lei (aproximativ 55 la sută din suma anunțată), fiind reprezentat în proporție de 64 la sută de înscrisuri cu maturitatea de 6 luni și un an. În plus, MFP a atras în noiembrie și resurse în valută de pe piața internă, prin intermediul a două emisiuni de titluri cu scadența de un an și trei ani, prin care au fost mobilizate 1 423 respectiv 794 milioane euro, la o rată medie a dobânzii de 4,25, respectiv 5,25 la sută.

Randamentul mediu aferent operațiunilor definitive de pe piața secundară a titlurilor de stat a scăzut ușor față de trimestrul III 2009 (-0,15 puncte procentuale), situându-se la nivelul de 10,04 la sută, în condițiile în care volumul tranzacțiilor a urcat la cel mai ridicat nivel atins până în prezent (inclusiv pe seama continuării creșterii deținerilor de titluri denominate în lei ale nerezidenților). Rulajul trimestrial al pieței secundare a titlurilor de stat (exclusiv BNR) a fost de 23,1 miliarde lei, majoritatea tranzacțiilor desfășurate fiind





ireversibile (aproximativ 90 la sută)⁴⁷. Cele mai tranzacționate titluri au fost cele cu scadența reziduală mai mică de un an.

La rândul lor, ratele medii ale dobânzilor la depozitele noi la termen și la creditele noi și-au încetinit declinul în perioada septembrie – noiembrie 2009 (-0,48 puncte procentuale, până la 9,58 la sută și respectiv -0,15 puncte procentuale, până la 15,99 la sută). Evoluțiile au fost omogene ca sens pe ambele segmente de clientelă numai în cazul ratelor dobânzilor la depozitele noi la termen, care și-au diminuat considerabil amplitudinea ajustării descendente (-0,82 puncte procentuale, până la 9,86 la sută pe segmentul populației, respectiv -0,22 puncte procentuale, până la 9,38 la sută, pe cel al societăților nefinanciare). În cazul creditelor noi, rata medie a dobânzii a consemnat însă o tendință descendentă pe parcursul celor trei luni analizate doar pe segmentul populației, plasându-se în noiembrie la 17,18 la sută (în scădere cu 0,77 puncte procentuale față de august), ca urmare a reducerii costului mediu cu dobânda la creditele noi pentru consum, precum și la cele pentru dezvoltarea afacerilor și alte scopuri. În schimb, rata medie a dobânzii creditelor noi ale societăților nefinanciare a consemnat variații lunare în ambele sensuri, plasându-se la finele intervalului analizat la un nivel de 15,76 la sută, ușor superior celui din luna august; evoluția s-a datorat în principal majorării costului mediu cu dobânda al împrumuturilor cu valoare mică (echivalentul a mai puțin de 1 milion euro), pe fondul tendinței general ascendente a cotațiilor ROBOR.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Trendul ascendent al cursului de schimb leu/euro s-a accentuat în prima parte a trimestrului IV, pe fondul deteriorării percepției investitorilor asupra evoluțiilor economice și financiare din regiune și al tensionării mediului politic intern. Raportul leu/euro a revenit însă ulterior pe o pantă general descendentă, mișcarea reflectând relativa îmbunătățire a apetitului global pentru risc și, spre finele intervalului, conturarea perspectivei stabilizării climatului politic intern; această evoluție a fost însoțită însă și de sporirea variațiilor zilnice ale cursului de schimb leu/euro.

În consecință, în intervalul octombrie – decembrie, leul s-a apreciat față de euro cu 0,3 la sută în termeni nominali și cu 1,7 la sută în termeni reali (comparativ cu o depreciere nominală și reală de 0,5 la sută în trimestrul III); în raport cu dolarul SUA - în condițiile în care valoarea acestuia a scăzut ușor față de euro – leul s-a apreciat cu 0,6 la sută în termeni nominali și cu 2,0 la sută în

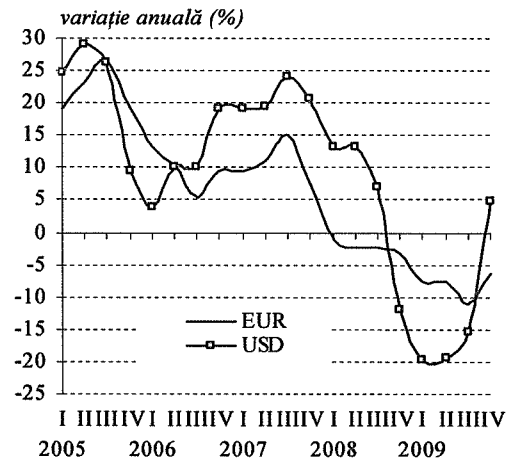
⁴⁷ Volumul tranzacțiilor cu titluri de stat derulate prin BVB a înregistrat la rândul lui un nivel maxim, menținându-se însă relativ redus în raport cu cel al tranzacțiilor desfășurate în sistemul SaFIR; randamentul mediu al tranzacțiilor prin BVB s-a plasat la 9,72 la sută (inferior cu 0,48 puncte procentuale celui din trimestrul III).

termeni reali. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul IV, leul și-a diminuat semnificativ deprecierea nominală în raport cu euro (10,6 la sută), înregistrând totodată prima apreciere nominală din ultimele șase trimestre față de dolarul SUA (0,2 la sută).

Presiunile în direcția creșterii cursului de schimb leu/euro s-au intensificat în prima parte a lunii octombrie, în condițiile în care sentimentul nefavorabil al investitorilor față de piețele financiare din regiune s-a accentuat, inclusiv ca efect al: (i) declarațiilor reprezentanților BERD și ai FMI privind menținerea fragilității sistemelor bancare ale principalelor state din Europa Centrală și de Est și posibila trenare a redresării acestor economii; (ii) insuficienței indiciilor privind îmbunătățirea evoluțiilor macroeconomice în aceste țări, relevată de datele statistice curente. Aceste presiuni au fost potențate de: (i) accentuarea instabilității politice interne, ca urmare a votului de neîncredere acordat de Parlament guvernului în funcție în data de 13 octombrie și de (ii) relevarea riscului diminuării *rating*-ului României în ipoteza periclitării derulării acordului încheiat cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale. Pe acest fond, pasivele externe ale sistemului bancar s-au diminuat ușor, în principal pe seama depozitelor și a împrumuturilor financiare pe termen lung; totodată, cursul de schimb leu/euro s-a plasat pe o pantă cvasi-constant ascendentă - în pofida reducerii substanțiale comparativ cu luna precedentă a cererii nete de devize a persoanelor juridice rezidente -, el atingând în data de 29 octombrie cel mai mare nivel consemnat începând cu luna februarie 2009. Ca urmare, leul a înregistrat în octombrie cea mai amplă depreciere nominală în raport cu euro din ultimele opt luni (1,1 la sută); aceasta a fost inferioară însă celor consemnate de coroana cehă (1,9 la sută) și zlotul polonez (1,3 la sută).

Evoluția cursului de schimb al leului a suferit însă o schimbare în noiembrie, datorată în principal relativei îmbunătățiri a apetitului global pentru risc și a sentimentului față de economiile din regiune⁴⁸. Un impact favorabil asupra așteptărilor investitorilor pe piața internă și, implicit, asupra evoluției cursului de schimb, au exercitat și: (i) evoluția relativ mai bună decât se anticipase a unor indicatori economici publicați în acest interval (PIB, producția industrială, deficitul bugetar), (ii) îmbunătățirea de către Comisia Europeană a proiecțiilor privind evoluția economiei românești în 2010 și 2011 (prognoza de toamnă) și (iii) reafirmarea de către băncile străine a angajamentului de menținere a expunerii pe piața locală. Acest impact a fost într-o oarecare măsură potențat de deciziile de politică monetară adoptate de BNR în prima parte a

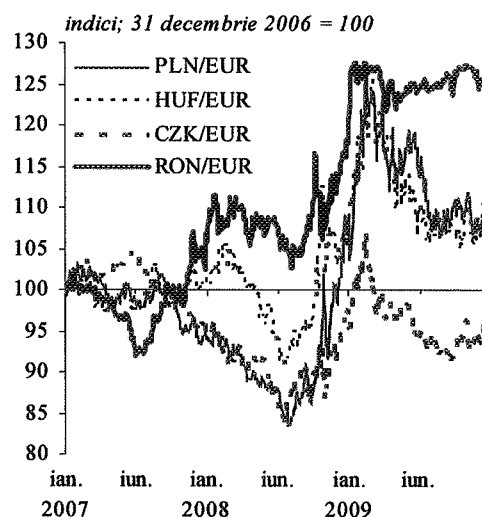
**Evoluția în termeni reali
a cursului de schimb al leului***



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

Sursa: INS, BNR

**Evoluția cursurilor de schimb pe piețele
emergente din regiune**



Sursa: BNR, BCE

⁴⁸ Estimările privind dinamica PIB în T3 publicate în acest interval au relevat evoluția peste așteptări a acestuia în majoritatea țărilor Europei Centrale și de Est și ieșirea din recesiune a economiei zonei euro.

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2008 11 luni	2009 11 luni
Contul financiar	17 027	4 133
Investiții directe	8 554	3 746
rezidenți în străinătate	-87	-79
nerezidenți în România	8 642	3 826
Investiții de portofoliu și derivate financiare	-216	112
rezidenți în străinătate	-271	172
nerezidenți în România	55	-60
Alte investiții de capital	8 797	2 217
credite și împrumuturi de la FMI	0	6 769
pe termen mediu și lung	5 220	1 373
pe termen scurt	-1 293	-2 718
numerar și depozite pe termen scurt	1 564	-4 358
altele	3 306	1 151
Active de rezervă ale BNR (net) ("-" creștere/"+"scădere)	-109	-1 942

lunii noiembrie⁴⁹, în contextul tensionării mediului politic intern și, ulterior, al amânării intrărilor programate de fonduri externe prevăzute pentru trimestrul IV în cadrul aranjamentului încheiat cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale. În aceste condiții, împrumuturile în valută efectuate în acest interval de MFP pe piața internă (în sumă de 2 217,1 milioane euro) nu au perturbat evoluția cursului de schimb leu/euro, valoarea medie a acestuia înregistrând o creștere marginală față de luna anterioară; o depreciere consistentă a înregistrat însă forintul (0,9 la sută), în timp ce zlotul și coroana cehă s-au apreciat comparativ cu euro.

Într-un context extern caracterizat de influențe mixte⁵⁰, volatilitatea cursului de schimb al leului a crescut în decembrie, evoluția acestuia reflectând, în principal, efectele de sens opus pe care le-au exercitat asupra sentimentului investitorilor menținerea pe traiectorii favorabile a unor indicatori economici importanți (comunicatul privind evoluția PIB în trimestrul III, producția industrială în octombrie și balanța comercială pe primele zece luni), pe de o parte și, pe de altă parte, prelungirea instabilității politice și a incertitudinilor asociate acesteia până spre sfârșitul celei de a doua decade a lunii. Validarea de către Parlament a noului guvern în data de 23 decembrie și crearea, pe acest fond, a premiselor pentru reactivarea aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat cu Uniunea Europeană, FMI și alte instituții financiare internaționale au influențat însă în sens favorabil evoluția cursului de schimb leu/euro, care a consemnat pe ansamblul lunii decembrie cea mai amplă scădere din ultimele opt luni (1,5 la sută).

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Ritmurile de creștere anuală a M3
și a componentelor sale

variație procentuală în termeni reali							
	2008	2009				oct.	nov.
	IV	I	II	III			
	ritm mediu al trimestrului						
M3	13,8	10,0	5,7	6,8	8,5	7,6	
M1	17,7	-2,1	-12,4	-14,8	-18,2	-18,7	
Numerar în circulație	18,2	8,9	-0,1	-2,9	-7,1	-10,0	
Depozite overnight	17,5	-6,0	-16,7	-19,0	-22,3	-21,9	
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	8,9	24,1	26,8	32,8	42,0	40,0	

Sursa: INS, BNR

În perioada septembrie-noiembrie 2009, dinamica⁵¹ masei monetare (M3) s-a majorat marginal (+0,4 puncte procentuale, până la 7,2 la sută), menținându-se totuși la un nivel foarte scăzut din perspectiva ultimilor opt ani. Evoluția pe parcursul celor trei luni a acestui indicator nu a fost însă uniformă⁵², reflectând influențele

⁴⁹ Consiliul de administrație al BNR a decis în data de 3 noiembrie menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 8 la sută, iar în data de 16 diminuarea cu 5 la sută a nivelului RMO pentru pasivele în valută cu scadența reziduală sub 2 ani ale instituțiilor de credit.

⁵⁰ Scăderea rating-ului Greciei și Spaniei și avertizarea BCE privind gradul ridicat de incertitudine asociat relansării economiei zonei euro, pe de o parte, și creșterea rating-ului Turciei, ameliorarea perspectivei privind situația din Dubai și evoluțiile încurajatoare ale economiei americane, pe de altă parte.

⁵¹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada septembrie-noiembrie 2009, exprimată în termeni reali.

⁵² Dinamica anuală a M3 s-a diminuat în septembrie până la minimul ultimilor opt ani (5,5 la sută, nivel atins și în aprilie 2009), pentru ca în octombrie să revină pe un palier superior cu circa 3 puncte procentuale.

exercitate, pe de o parte, de persistența declinului activității economice și, pe de altă parte, de scăderea conjuncturală pe care a consemnat-o M3 în luna octombrie 2008.

Analiza structurii masei monetare relevă consolidarea ponderii majoritare a depozitelor la termen (nivelul mediu al acestora atinând 56,3 la sută, cu 2 puncte procentuale mai mult decât în intervalul precedent), tendința – relevată atât pe segmentul populației, cât și pe cel al companiilor – reflectând, similar trimestrelor precedente, amplificarea cererii de bani în scopuri precauționare, pe fondul deteriorării situației financiare curente și așteptate a acestor sectoare. Astfel, în timp ce masa monetară în sens restrâns (M1) și-a accentuat contracția față de perioada corespunzătoare a anului anterior, viteza de creștere anuală a depozitelor la termen sub doi ani a atins un record absolut.

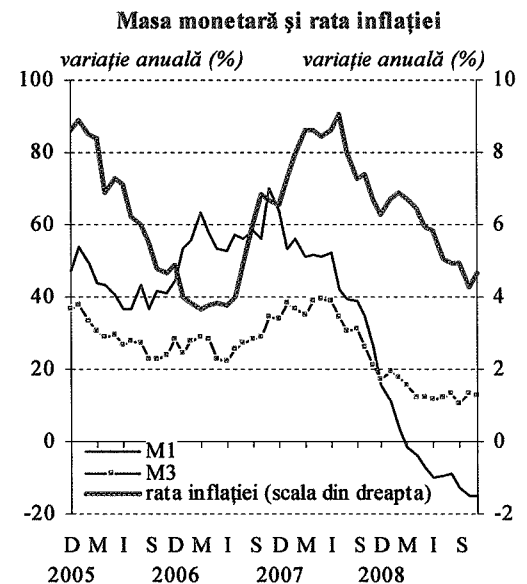
Modificarea de portofoliu a fost mai evidentă în cazul populației, ale cărei depozite *overnight*, respectiv la termen sub doi ani, au înregistrat minimul, respectiv maximul ritmurilor de creștere din seria de date, atât la nivelul componentei în lei, cât și la cel al componentei în valută. Pe ansamblu, dinamica depozitelor din M3 ale populației s-a majorat însă doar marginal, reflectând în principal efectul de bază generat de scăderea din octombrie 2008 a soldului acestor plasamente; în plus, similar perioadei anterioare, soldul acestor depozite a fost alimentat de o serie de plăți de la bugetul de stat (cum ar fi cele destinate agricultorilor⁵³).

O accelerare mai vizibilă a consemnat în acest interval ritmul de creștere a depozitelor totale din M3 ale companiilor, impulsioneat cel mai probabil de efectuarea unor cheltuieli bugetare destinate, printre altele, stingerii unor arierate și restituirii TVA⁵⁴, precum și, într-o anumită măsură, de menținerea la un nivel ridicat a volumului investițiilor directe din străinătate în sectorul nebanca⁵⁵. Dinamica depozitelor *overnight* ale companiilor și-a restrâns valoarea negativă, iar viteza de creștere a depozitelor la termen sub doi ani ale acestui sector și-a prelungit traseul ascendent, ambele mișcări fiind induse însă exclusiv de componenta în valută. Sporirea interesului pentru plasamentele în devize s-a manifestat și în cazul populației – cu o intensitate relativ mai redusă însă –, astfel încât, în intervalul analizat, ponderea medie a depozitelor în valută în masa monetară a crescut până la maximum ultimilor patru ani și jumătate (33,6 la sută).

⁵³ Conform calculului pe baza comunicatelor de presă ale APIA.

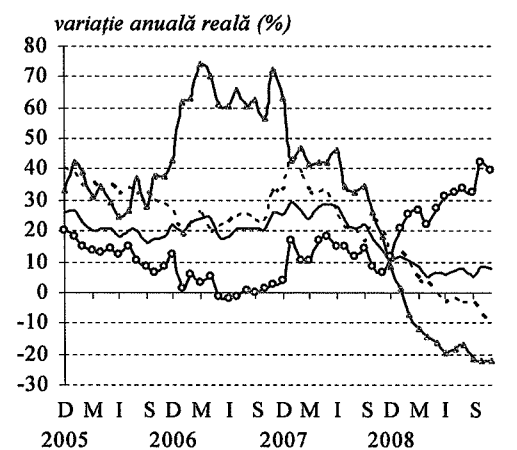
⁵⁴ Conform informării de presă a MFP publicate în data de 17 decembrie 2009.

⁵⁵ Conform datelor din balanța de plăți, în perioada septembrie-octombrie 2009, volumul mediu al investițiilor nerezidenților în sectorul nebanca a fost superior celui din perioada iunie-august 2009.



Sursa: INS, BNR

Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

Din perspectiva contrapartidelor masei monetare, principalul factor care a frânat creșterea acesteia l-a reprezentat, în continuare, scăderea dinamicii creditului acordat sectorului privat. În sens opus au acționat accelerarea vitezei de creștere a creditului net al sectorului public central (concentrată în luna noiembrie) și respectiv a activelor externe nete, precum și scăderea dinamicii pasivelor financiare pe termen lung (inclusiv conturile de capital).

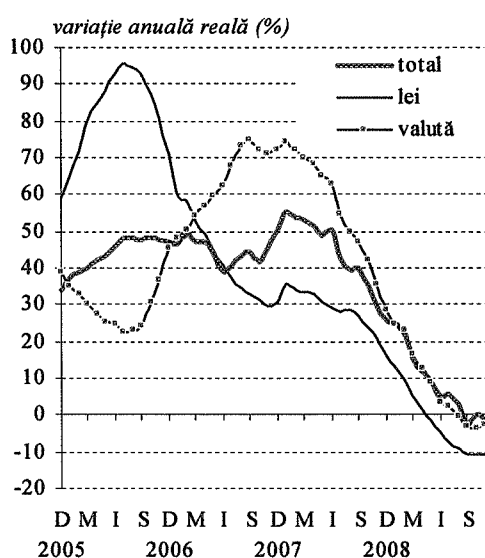
Creditul

În perioada septembrie-noiembrie 2009, ritmul de creștere⁵⁶ a creditului acordat sectorului privat a continuat să se reducă, plasându-se astfel, pentru prima oară în ultimii opt ani și jumătate, pe un palier negativ (-1,4 la sută). Mișcarea de recul a caracterizat atât componenta în lei, a cărei dinamică s-a redus până la minimul ultimilor opt ani și jumătate, cât și pe cea în valută, a cărei variație procentuală a intrat la rândul ei, în premieră pentru ultimii nouă ani și jumătate, în teritoriul negativ. Exprimat în lei, creditul în valută a continuat totuși să consemneze o dinamică pozitivă (aflată însă la rândul ei în scădere), astfel încât ponderea medie a componentei în devize în totalul creditului sectorului privat a atins cel mai mare nivel din trimestrul II 2005 până în prezent (60,1 la sută).

Principalele cauze ale scăderii cererii și ofertei de credite în sectorul privat au continuat să fie reprezentate de: (i) prelungirea contracției activității economice și a pesimismului privind perspectivele pe termen scurt ale acesteia⁵⁷ și de (ii) accentuarea prudenței instituțiilor de credit, manifestată în special prin înăsprirea standardelor și termenilor de creditare⁵⁸ (deși într-o măsură mai mică decât în trimestrele precedente), precum și prin păstrarea nivelului înalt al deținerilor de titluri de stat.

În aceste condiții, atât dinamica împrumuturilor populației, cât și cea a creditelor companiilor au înregistrat prima valoare negativă din ultimii nouă, respectiv opt ani și jumătate. În cazul populației, evoluția a reflectat comprimarea în termeni reali, în raport cu perioada similară a anului precedent, a soldului creditelor pentru consum (în lei și în valută), precum și încetinirea vitezei de creștere a împrumuturilor pentru locuințe, îndeosebi a celor în lei. Deși s-a redus la rândul lui față de intervalul anterior, ritmul de creștere a împrumuturilor în valută pentru locuințe s-a menținut la cel mai înalt nivel dintre toate categoriile de credite (7,3 la sută), fiind susținut, după cum sugerează majorarea semnificativă a volumului

Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR

⁵⁶ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada septembrie-noiembrie 2009, exprimată în termeni reali.

⁵⁷ Conform sondajului INS privind tendințele în evoluția activității economice, pentru perioada decembrie 2009 - februarie 2010 se așteaptă scăderea activității în principalele domenii ale economiei naționale.

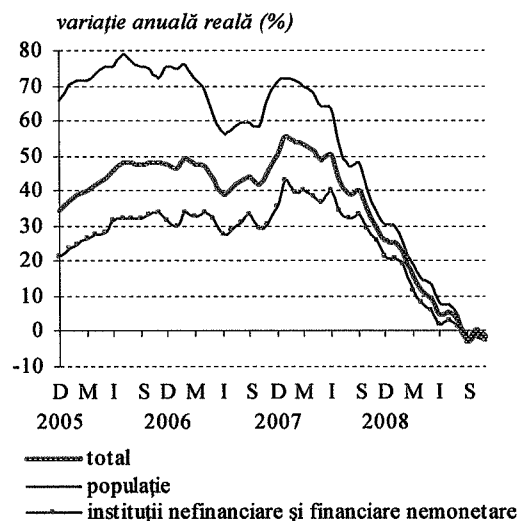
⁵⁸ Conform Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, publicat în luna noiembrie 2009.

creditelor noi în euro pentru bunuri imobiliare⁵⁹, de derularea programului „Prima casă”. Scăderea de ritm a împrumuturilor companiilor a continuat să fie relativ mai alertă decât cea consemnată de creditele populației, cea mai afectată fiind componenta în lei, precum și cea în valută cu scadența sub cinci ani; în schimb, creditele în devize pe termen lung și-au accelerat viteza de creștere, posibil și pe seama operațiunilor de rescadențare și/sau reeșalonare destinate ameliorării capacității firmelor de a-și onora serviciul datoriei către bănci.

Cu toate acestea, este posibil ca intensitatea activității de restructurare a creditelor companiilor să fi consemnat o slăbire comparativ cu perioadele anterioare, datele CRB⁶⁰ relevând faptul că volumul creditelor noi ale companiilor s-a comprimat față de perioada precedentă, când unele domenii de activitate au înregistrat recorduri absolute ale fluxurilor de credite. O asemenea evoluție s-ar mai putea datora efectelor induse de menținerea la un nivel ridicat a ratelor dobânzilor la creditele noi acordate societăților nefinanciare și de deteriorarea așteptărilor privind evoluția pe termen scurt a cursului de schimb al leului.

Creditul net al administrației publice centrale a continuat să susțină creșterea masei monetare, dinamica sa atingând un record absolut, pe seama adâncirii variației negative a depozitelor acestui sector la instituțiile de credit; în schimb, dinamica titlurilor de stat deținute de instituțiile de credit s-a temperat (menținându-se totuși la un nivel foarte înalt), iar ritmul de creștere a depozitelor Trezoreriei statului s-a accelerat.

**Creditul acordat sectorului privat
pe sectoare instituționale**



Sursa: INS, BNR

⁵⁹ Conform datelor de la CRB privind creditele în valoare de peste 20 000 lei aprobate în perioada analizată.

⁶⁰ Idem.

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Proiecția curentă încorporează premise favorabile continuării procesului dezinflaționist, plasând rata anuală a inflației IPC la 3,5 la sută la sfârșitul anului 2010 și la 2,7 la sută la sfârșitul anului 2011. Reintrarea ratei inflației în intervalul din jurul țințelor anunțate (3,5 la sută pentru 2010 și 3,0 la sută pentru 2011) este anticipată să se producă încă din prima parte a anului curent.

Revizuirea în sus a prognozei inflației IPC pentru sfârșitul anului 2010 este cauzată în principal de reevaluarea în sens nefavorabil a influențelor proiectate ale factorilor exogeni și de natura ofertei. Principalele contribuții de această natură provin din partea estimării unui impact inflaționist mai accentuat decât cel prevăzut anterior al majorării la 1 ianuarie a.c. a accizei la produsele din tutun, precum și a proiectării unor creșteri mai accentuate ale prețurilor administrate. Influențe similare, deși mai puțin semnificative, sunt determinate de creșteri proiectate mai rapide ale prețurilor combustibililor și ale prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare.

Prognoza curentă plasează în anul 2010 traiectoria ratei inflației de bază CORE2 peste cea din runda precedentă, în special datorită efectului suplimentar din trimestrul I al ajustării accizelor la produsele din tutun, precum și proiectării unui deficit de cerere ușor mai redus în cursul acestui an. Cu toate acestea, este de așteptat ca magnitudinea considerabilă a deficitului de cerere, deși proiectată a se reduce treptat cu începerea din trimestrul II 2010, să continue să exercite presiuni dezinflaționiste pe întreg intervalul proiecției. Acestea vor contribui la consolidarea scăderii ratei inflației CORE2 ajustat în 2010, favorizată și de o dinamică moderată a prețurilor importurilor în absența unor presiuni inflaționiste comparabile ca magnitudine cu cele din anul 2009 din partea cursului de schimb al monedei naționale.

Este de așteptat ca scăderea previzionată a ratei inflației de bază CORE2 sub nivelul celei a inflației IPC cu începerea din trimestrul II 2010 să sprijine ancorarea treptată a anticipațiilor inflaționiste la nivelurile țințelor stabilite, susținând, pe această cale, procesul de dezinflație pe întreg intervalul de proiecție.

Pentru anul 2011, prognoza curentă prevede o traiectorie a ratei inflației IPC în mare măsură similară celei prezentate în Raportul asupra inflației precedent. O influență nefavorabilă marginală va fi generată către sfârșitul intervalului de includerea în scenariul de bază curent a unor creșteri mai accentuate ale prețurilor administrate. Rata anuală a inflației de bază CORE2 este prevăzută să coboare rapid la începutul anului 2011, în special datorită unui puternic efect de bază anticipat a se manifesta în trimestrul I. Tendința de scădere se va inversa către sfârșitul

perioadei de referință, pe măsura atenuării treptate a presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere și a influenței accelerării relative a inflației din zona euro asupra prețurilor bunurilor din import.

Conduita politicii monetare își va menține caracterul prudent, urmărind atenuarea potențialelor efecte de runda a doua ale șocurilor exogene adverse, precum cele de la sfârșitul anului 2009 și cele prevăzute pentru trimestrul I al anului curent. Pe întreg intervalul de proiecție, banca centrală va urmări proactiv ajustarea echilibrată a ansamblului condițiilor monetare reale în scopul consolidării perspectivelor de revenire durabilă a ratei inflației în apropierea țintelor stabilite pe termen mediu, precum și a celor de relansare sustenabilă a procesului de creditare a economiei naționale. Realizarea acestor obiective este strict condiționată, pe de o parte, de încadrarea celorlalte componente ale mix-ului de politici macroeconomice în coordonatele actualizate stipulate de aranjamentul multilateral de finanțare externă contractat cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale iar, pe de altă parte, de nematerializarea în intervalul proiecției a unor abateri substanțiale de la ipotezele privind influența factorilor exogeni și evoluția mediului extern.

Pe fondul persistenței unor incertitudini semnificative cu privire la evoluțiile macroeconomice interne și internaționale în intervalul de referință al prognozei actuale, balanța generală a riscurilor de abatere a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază pare a fi relativ echilibrată. Față de evaluarea asociată proiecției anterioare, cea curentă prevede o relativă atenuare a riscurilor generate de posibilitatea derapajelor în coordonarea și implementarea mix-ului de politici macroeconomice, fără însă ca acestea să se fi disipat în totalitate. Revizuirea a fost susținută de stabilizarea situației politice interne de pe parcursul ultimelor luni, în absența deteriorării climatului macroeconomic în acest interval, și de reactivarea în luna ianuarie a aranjamentului multilateral de finanțare externă. Deși riscurile abaterii din cauze interne a unor componente ale politicilor macroeconomice de la coordonatele stabilite prin acest acord nu pot fi ignorate, principala sursă potențială a incertitudinilor asociate proiecției curente se prefigurează a fi evoluția mediului economic extern.

Relevantă din perspectiva riscurilor generate de mediul extern este în special măsura în care semnalele recente privind relansarea economiei globale și creșterea încrederii pe piețele financiare internaționale vor fi confirmate durabil în viitor, fără reapariția unor evoluții adverse asociate crizei globale. O inversare, într-un orizont de timp mediu, a evoluțiilor optimiste manifestate pe termen scurt ar putea propaga efecte adverse asupra economiei naționale, amplificând din nou riscurile legate de finanțarea creșterii economice și a deficitului bugetar, precum și presiunile asupra cursului de schimb al monedei naționale. În același timp,

un astfel de scenariu ar implica niveluri mai scăzute ale prețurilor internaționale ale materiilor prime și ca atare presiuni dezinflaționiste mai ample asupra prețurilor interne provenind din această sursă. Direcția deviației ratei inflației de la scenariul de bază într-o astfel de situație este dificil de prevăzut, o probabilitate mai mare părând a avea abaterile în jos pe termen scurt și în sens opus pe termen mediu.

Pe de altă parte, un scenariu mai favorabil decât cel înglobat în proiecția curentă cu privire la evoluția economiei reale și a piețelor financiare pe plan mondial ar putea avea ca efect manifestarea unei încrederi sporite a investitorilor în perspectivele economiei românești, cu efecte favorabile asupra evoluției monedei naționale și a finanțării economiei reale. În schimb, prețurile internaționale ale materiilor prime s-ar majora mai mult, amplificând puseul inflaționist resimțit pe plan intern. Implicațiile pe termen scurt asupra abaterii ratei inflației de la traiectoria din scenariul de bază sunt dificil de prevăzut, însă pe termen mediu și lung este de așteptat ca un astfel de scenariu să consolideze perspectivele favorabile dezinflației, pe fondul persistenței, la acest orizont, a stabilității climatului macroeconomic intern.

Ipotezele privind evoluția viitoare a prețurilor administrate și a celor volatile ale bunurilor alimentare implică un grad relativ înalt de incertitudine, riscurile de abatere de la coordonatele acestora din scenariul de bază fiind apreciate ca relativ simetric distribuite în cazul ambelor categorii, cu o probabilitate marginal mai ridicată de deviație în sus în cazul bunurilor alimentare.

1. Scenariul de bază

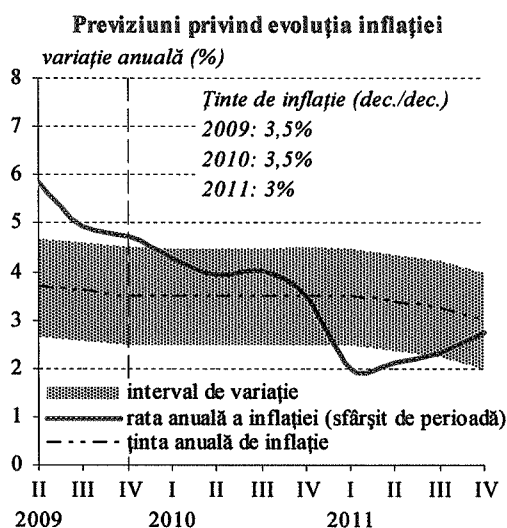
1.1. Perspectivele inflației

Proiecția actuală anticipează reducerea ratei anuale a inflației IPC la 3,5 la sută pentru sfârșitul anului curent și la 2,7 la sută pentru anul următor. Scenariul de bază încorporează o serie de premise favorabile continuării procesului dezinflaționist, care fundamentează perspectiva încadrării în țintele de inflație stabilite pentru următorii doi ani (3,5 la sută pentru anul 2010 și 3,0 la sută pentru 2011, ± 1 punct procentual).

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

procente

Perioada	T1 2010	T2 2010	T3 2010	T4 2010	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2011
Țintă				3,5				3,0
Proiectată	4,3	3,9	4,0	3,5	2,0	2,1	2,3	2,7



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

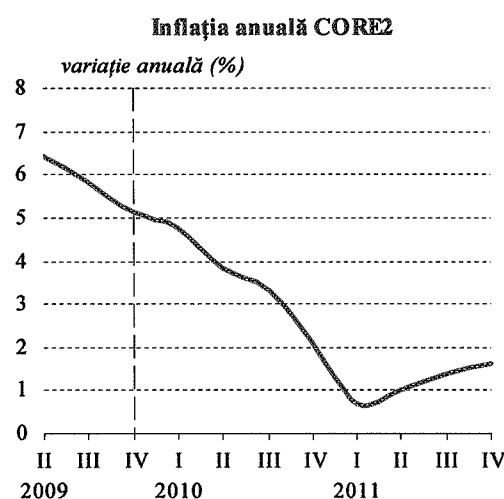
Sursa: INS, calcule BNR

Față de *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie, proiecția ratei anuale a inflației IPC a fost revizuită cu 0,9 puncte procentuale în sus la sfârșitul anului 2010, pe seama unor contribuții nefavorabile provenite în special din partea prețurilor administrate și a accizelor la produsele din tutun și țigarete. Preocuparea constantă a politicii monetare în direcția atenuării unor eventuale efecte de runda a doua ale șocurilor de natura ofertei este de așteptat să limiteze potențialul acestor influențe nefavorabile de inflamare a așteptărilor inflaționiste ale agenților economici. Continuarea dezinflației anticipate pentru anul curent se va manifesta însă într-un ritm ușor atenuat față de proiecția anterioară. Cea mai importantă contribuție în acest sens va reveni reducerii accelerate în prima parte a orizontului de prognoză a ratei anuale a inflației de bază CORE2. Pe termen mediu, consolidarea inflației la niveluri scăzute, consistente cu țintele asumate, va necesita un aport favorabil substanțial din partea tuturor componentelor IPC.

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

- (i) Rata anuală a inflației de bază CORE2 este anticipată să decelereze semnificativ pe intervalul proiecției, deși într-un ritm mai lent față de runda anterioară, de la un nivel de 5,1 la sută înregistrat în trimestrul IV 2009, până la un nivel preconizat de 2,1 la sută în trimestrul IV 2010, respectiv 1,6 la sută la finalul anului 2011. Relativa încetinire a procesului de dezinflație proiectat pentru această componentă a coșului IPC se datorează în primul rând corectării subestimării din proiecția precedentă a impactului generat de recenta majorare a accizei la produsele din tutun și țigarete. Pe măsura dispărării treptate a influenței șocurilor adverse de natura ofertei asupra inflației CORE2, coborârea acesteia sub nivelul inflației IPC⁶¹ este de așteptat să potențeze reducerea așteptărilor inflaționiste.

Temperarea presiunilor inflaționiste din partea cursului de schimb, pe fondul scăderii aversiunii față de risc a investitorilor străini, va adăuga o contribuție favorabilă suplimentară la dinamica CORE2, prin componenta reprezentată de inflația prețurilor de import, mai ales în anul 2010. În același sens, al reducerii inflației de bază CORE2 din anul curent, acționează și menținerea unor presiuni ample, ușor revizuite față de proiecția precedentă, venite din partea cererii agregate⁶². Magnitudinea și persistența deviației negative a PIB real pe întreg intervalul de proiecție susțin ipoteza menținerii pe această perioadă a unor presiuni concurențiale scăzute pe



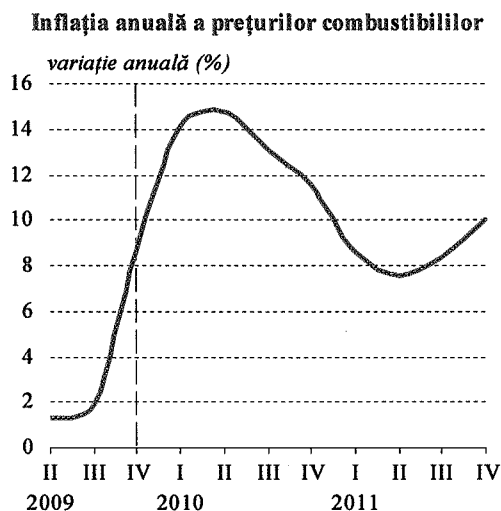
Sursa: INS, calcule BNR

⁶¹ Începând cu trimestrul II al anului 2010.

⁶² Pentru mai multe detalii a se vedea subsecțiunea 1.3. *Presiuni din partea cererii agregate*.

piețele factorilor de producție. Aceasta este de așteptat să aibă ca efect diminuarea costurilor suportate de agenții economici în procesul de producție, creându-se, astfel, premisele unei dinamici a prețurilor de vânzare ale bunurilor finale favorabile dezinflației.

Cumulând influența factorilor determinanți, precum și pe cea a unui puternic efect de bază anticipat pentru trimestrul I 2011, scenariul de bază plasează rata anuală a inflației CORE2 în anul 2011 la niveluri situate substanțial sub cel al țintei de inflație anunțate (3,0 la sută pentru anul respectiv). Cu toate acestea, inversarea, pe parcursul anului 2011, a tendinței de coborâre a inflației prețurilor libere anticipată pentru anul curent urmează a fi în principal rezultatul evoluției prețurilor de import, pe măsura revenirii anticipate la niveluri mai ridicate a inflației IAPC din zona euro. În același timp, perspectivele favorabile de reluare a creșterii economice la acest orizont, sub impulsul unei dinamici pozitive a majorității componentelor cererii interne, vor avea ca efect consolidarea unei dinamici a ratei inflației consistentă cu țintele stabilite pe termen mediu.



Sursa: INS, calcule BNR

- (ii) Majorarea accizei la combustibili începând cu 1 ianuarie 2010 exercită pe termen scurt un impact inflaționist semnificativ la nivelul acestei grupe de prețuri, în revizuire față de runda anterioară. Pe parcursul orizontului de prognoză, prețurile combustibililor reprezintă componenta coșului bunurilor de consum cu cele mai ridicate ritmuri de creștere, decurgând, în principal, din încorporarea ipotezei unui preț în creștere al petrolului pe piața internațională.
- (iii) În cea mai mare parte a anului 2010 și în 2011, contribuția inflaționistă a prețurilor administrate este proiectată să devină ușor nefavorabilă procesului de dezinflație⁶³. Scenariul de bază include unele revizuri⁶⁴ față de runda anterioară, constând în majorări anticipate ale prețurilor administrate de mai mare amploare.
- (iv) Scenariul privind prețurile volatile ale legumelor, fructelor și ouălor a suferit modificări nesemnificative față de *Raportul asupra inflației* din noiembrie, anticipând o contribuție inflaționistă ușor mai ridicată în anul curent dar mai redusă în 2011.

Pe termen mediu, convergența anticipațiilor privind inflația la țintele anunțate este de așteptat să contribuie la limitarea influențelor unor factori exogeni.

⁶³ Rata anuală de creștere a prețurilor administrate este superioară celei de evoluție a întregului coș al bunurilor de consum (IPC).

⁶⁴ Pentru mai multe detalii a se vedea subsecțiunea 1.2. *Presiuni exogene asupra inflației*.

1.2. Presiuni exogene asupra inflației

Față de proiecția anterioară, contribuția cumulată a componentelor exogene⁶⁵ ale inflației prețurilor de consum este mai mare în scenariul de bază cu 1 punct procentual în 2010 și cu 0,2 puncte procentuale în 2011. Pentru anul curent, presiuni inflaționiste suplimentare provin din partea tuturor componentelor exogene, în timp ce pentru anul următor, acestea decurg exclusiv din ajustări mai ample ale prețurilor administrate⁶⁶. Astfel, rata anuală a inflației prețurilor administrate este proiectată a înregistra valori mai ridicate pe tot orizontul proiecției, în timp ce inflația prețurilor volatile ale alimentelor este de așteptat să fie ușor mai ridicată pe parcursul anului 2010 și mai redusă la sfârșitul anului 2011.

Accizele pentru țigarete au o contribuție suplimentară la inflația prețurilor de consum din anul curent, în principal ca urmare a unui impact mai puternic decât cel anticipat al majorării accizei la tutun de la 1 ianuarie 2010.

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

procente

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

* Calcule T4 an curent / T4 an anterior

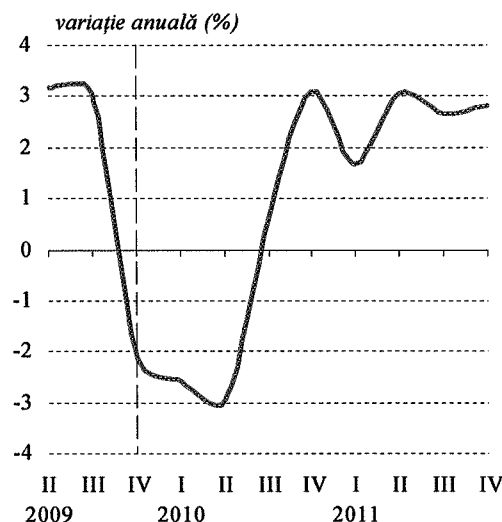
Fundamentarea scenariului privind evoluția prețurilor administrate a inclus pe lângă ipotezele obișnuite cu privire la ajustarea tarifelor la gazele naturale, energia electrică și cea termică – prezentate în Tabelul nr. 5.3 – și cele mai recente informații referitoare la alte categorii de mărfuri nealimentare și servicii ale căror prețuri și tarife sunt susceptibile a suferi ajustări semnificative pe parcursul orizontului de proiecție. Astfel, față de proiecția anterioară, în scenariul de bază curent se au în vedere, pentru anul 2010, creșteri mai ample ale tarifelor la energia electrică și gaze naturale, precum și ale prețurilor medicamentelor⁶⁷, în timp ce pentru anul 2011 se

⁶⁵ În categoria componentelor exogene ale inflației prețurilor de consum sunt incluse prețurile administrate, prețurile volatile ale fructelor, legumelor și ouălor (LFO), accizele la produsele din tutun și prețurile combustibililor.

⁶⁶ Pentru anul 2011, Codul fiscal nu prevede modificări ale nivelului accizelor la tutun.

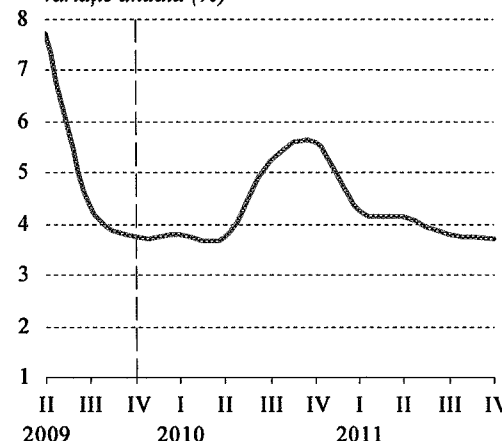
⁶⁷ În cazul medicamentelor aceste creșteri vor fi generate atât de modificarea probabilă a modului de calcul al prețurilor de referință pentru medicamentele de uz uman, cât și de utilizarea unui curs de schimb de referință pentru anul 2010 mai puțin favorabil comparativ cu cel folosit de autorități în 2009.

Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, calcule BNR

Inflația anuală a prețurilor administrate



Sursa: INS, calcule BNR

anticipează ajustări mai consistente ale prețului medicamentelor și ale tarifelor la energia termică și serviciile de apă, canal, salubritate și transport.

Tabelul nr. 5.3. Scenariul privind evoluția tarifelor la energia electrică, termică și gaze naturale

procente, variație anuală

	Energie electrică		Energie termică		Gaze naturale	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Proiecția curentă	4,0	0,0	5,2	4,6	5,0	0,0
Proiecția anterioară	0,2	0,0	5,2	1,5	0,0	0,0

Premisele privind variabilele externe utilizate în proiecția curentă reflectă ipoteza revenirii treptate a economiei globale din recesiunea severă. Ultimele date statistice oficiale⁶⁸ justifică revizuirea în sens ascendent a ipotezei cu privire la creșterea medie anuală a PIB-ului zonei euro de pe parcursul orizontului de proiecție (cu 0,3 puncte procentuale în anul 2010 și cu 0,1 puncte procentuale în anul 2011). În concordanță cu premisa redresării activității economice a țărilor membre ale zonei, rata anuală a inflației IAPC este de așteptat să își continue pe parcursul orizontului de prognoză tendința de creștere⁶⁹ inițiată în trimestrul IV 2009. Traectoria anticipată a ratei dobânzii EURIBOR la 3 luni se va situa la valori mai reduse în anul 2010 și relativ nemodificate în anul 2011 comparativ cu cele din proiecția anterioară. Având în vedere evoluțiile recente de pe piețele financiare internaționale⁷⁰, proiecția curentă încorporează un curs de schimb al monedei americane mai depreciat raportat la moneda europeană pe parcursul următoarelor opt trimestre. Scenariul exogen cu privire la evoluția prețului petrolului exprimat în dolari este similar celui din raportul anterior din punct de vedere al variației prețului, presupunând o creștere graduală a acestuia pe orizontul de proiecție⁷¹, sub impactul anticipării unei revigorări a cererii de materii prime odată cu relansarea activității economice.

⁶⁸ În trimestrul III al anului 2009, cele mai mari economii ale lumii – zona euro, Statele Unite ale Americii și Japonia – au înregistrat variații trimestriale pozitive ale PIB real.

⁶⁹ Până la un nivel cu 0,4 puncte procentuale mai ridicat decât cel prognozat anterior, în ultimul trimestru al orizontului de proiecție.

⁷⁰ Dolarul american s-a depreciat cu 3,2 la sută în trimestrul IV al anului 2009 față de trimestrul anterior.

⁷¹ Prețul internațional al petrolului este anticipat să crească treptat în intervalul cuprins între trimestrul I 2010 și trimestrul IV 2011 cu aproximativ 15 la sută, similar proiecției precedente, însă pornind de la un nivel inițial mai ridicat decât cel estimat în proiecția anterioară.

Tabelul nr. 5.4. Evoluția așteptată a variabilelor externe*valori medii anuale*

	2010	2011
Prețul petrolului WTI (dolari/baril)	79,8	85,6
Cursul de schimb euro/dolar	1,46	1,43
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (%)	1,17	2,24
Creștere economică în zona euro (%)	1,4	1,4
Inflația anuală din zona euro (%)*	1,3	2,1

* Valoare aferentă trimestrului IV

1.3. Presiuni din partea cererii agregate

1.3.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

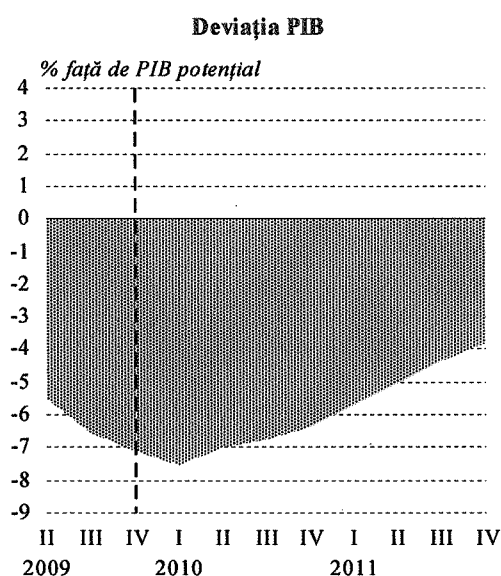
Conform datelor comunicate de Institutul Național de Statistică, în trimestrul III 2009 PIB real a înregistrat o scădere în termeni trimestriali, date ajustate sezonier, de 0,6 la sută, de o amploare mai redusă comparativ cu cele înregistrate în precedentele trei trimestre⁷². În contextul unei reduceri a PIB real inferioare celei așteptate, în runda actuală de proiecție a avut loc o reevaluare a deficitului de cerere aferent trimestrului III 2009 în sensul reducerii magnitudinii acestuia. Analiza unui set amplu de indicatori statistici relevă continuarea atenuării declinului economiei și în trimestrul IV 2009, ceea ce determină, *ceteris paribus*, evaluarea unui deficit de cerere în creștere pentru perioada menționată comparativ cu cea anterioară.

Contractia economiei reale pe parcursul anului 2009 a fost marcată de restrângerea activității investiționale, de reducerea semnificativă a fluxurilor de capital străin (reprezentând o sursă importantă în procesul de re tehnologizare a firmelor) și de scăderea numărului de angajați din economie ca urmare a unui decalaj în creștere între cererea și oferta de pe piața muncii. În contextul persistenței efectelor crizei economice internaționale asupra economiei românești, se evaluează că a avut loc o diminuare a ratei de creștere a PIB potențial în anul 2009 față de anul 2008. În ipoteza relansării activității investiționale în anul 2010, se estimează că ritmurile trimestriale de creștere a PIB potențial vor fi mai ridicate comparativ cu cele de pe parcursul anului 2009.

Atenuarea declinului PIB în trimestrul III 2009 comparativ cu cel precedent s-a produs pe seama decelerării semnificative a

⁷² Ratele trimestriale de creștere a PIB corespunzătoare datelor ajustate sezonier sunt: -2,8 la sută în trimestrul IV 2008, -4,6 la sută în trimestrul I 2009, -1,1 la sută în trimestrul II 2009. Ratele anuale de creștere a PIB real corespunzătoare datelor neajustate sezonier sunt: 2,9 la sută în trimestrul IV 2008, -6,2 la sută în trimestrul I 2009, -8,7 la sută în trimestrul II 2009, -7,1 la sută în trimestrul III 2009. În lipsa unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere trimestriale ale componentelor PIB sunt determinate în funcție de seriile de date ajustate sezonier comunicate de INS.

ritmurilor de scădere a consumului final efectiv și a formării brute a capitalului fix⁷³, în condițiile în care exporturile de bunuri și servicii au înregistrat și în această perioadă un ritm de creștere superior celui al importurilor⁷⁴. Pe fondul întâzierii relansării activității de creditare și al unor așteptări pesimiste privind evoluțiile economice viitoare, absorbția internă a determinat aproape în totalitate magnitudinea contracției economice, ea fiind contrabalansată într-o măsură redusă de contribuția pozitivă a exportului net (influențat favorabil de efectul deprecierii monedei naționale din prima parte a anului 2009).



Sursa: INS, calcule BNR

Rata trimestrială de scădere a PIB real în trimestrul III 2009 a avut o magnitudine inferioară celei anticipate la runda anterioară de proiecție. În aceste condiții, la actuala rundă de proiecție a avut loc reevaluarea deficitului de cerere din economie corespunzător trimestrului III 2009, în sensul reducerii acestuia. În contextul în care se estimează continuarea restrângerii activității economice în trimestrul IV 2009, este de așteptat accentuarea deficitului de cerere în această perioadă comparativ cu cel din trimestrul precedent. Aceasta implică, *ceteris paribus*, amplificarea presiunilor dezinflaționiste din partea cererii agregate.

Reducerea consumului final efectiv în trimestrul III 2009 comparativ cu perioada anterioară a fost determinată de scăderea consumului final individual efectiv al gospodăriilor populației cu 1,1 la sută și de cea a consumului colectiv al administrațiilor publice cu 1,5 la sută. Pentru trimestrul IV 2009 se preconizează persistența dinamicii negative a consumului individual efectiv al populației, acesta continuând să se situeze la valori inferioare tendinței pe termen mediu. O contribuție importantă la această evoluție o are restrângerea veniturilor disponibile pentru consum ale populației determinată de scăderea în termeni reali a salariului net din economie⁷⁵, de

⁷³ Consumul final efectiv s-a redus în trimestrul III 2009 în termeni trimestriali cu 1,1 la sută, după ce în trimestrul II 2009 a înregistrat o scădere de 2,8 la sută. În mod similar, rata de scădere trimestrială a formării brute de capital fix s-a redus de la 13,5 la sută în trimestrul II 2009 la 4,6 la sută în trimestrul III 2009.

⁷⁴ Exporturile de bunuri și servicii, serie ajustată sezonier, au înregistrat un ritm de creștere trimestrial de 4,9 la sută în trimestrul III, comparativ cu 5,0 la sută în trimestrul II 2009, în timp ce importurile de bunuri și servicii au avut în aceleași perioade rate de creștere de 3,9 la sută și, respectiv, 3,1 la sută.

⁷⁵ Media salariului real net (date ajustate sezonier, calcule interne BNR) din economie deflatat cu indicele prețurilor de consum aferentă lunilor octombrie și noiembrie a scăzut față de media trimestrului III 2009 cu 1,8 la sută, în timp ce evoluțiile din perioadele anterioare au fost pozitive, respectiv 1,8 la sută în trimestrul II și 0,1 la sută în trimestrul I. Pe parcursul anului 2009 rata anuală de creștere a acestui indicator s-a redus treptat de la valoarea de 9,3 la sută în trimestrul I; conform datelor disponibile pentru trimestrul IV, variația salariului net real în lunile octombrie și noiembrie comparativ cu media trimestrului IV 2008 s-a situat în teritoriu negativ, respectiv -5,6 la sută.

creșterea substanțială a ratei șomajului⁷⁶ și de menținerea unor rate trimestriale negative ale stocului de credite de consum⁷⁷. De asemenea, dinamica pozitivă a depozitelor la termen⁷⁸ sugerează menținerea tendinței populației de a-și orienta veniturile spre economisire în detrimentul consumului, pe fondul incertitudinii privind evoluțiile economice viitoare⁷⁹ și al situării ratelor dobânzilor la depozite la niveluri relativ favorabile. Comprimarea cererii agregate este reflectată și de continuarea diminuării volumului cifrei de afaceri, atât în comerțul cu amănuntul (cu excepția comerțului cu autovehicule și motociclete), cât și pentru serviciile de piață prestate populației⁸⁰.

Rata trimestrială de creștere a consumului final colectiv al administrațiilor publice a urmat în trimestrul III 2009 o tendință similară cu cea a consumului privat, înregistrând o scădere trimestrială de 1,5 la sută, fiind preconizată situarea acestuia sub tendința pe termen mediu și în trimestrul IV. Deficitul bugetului general consolidat a fost menținut în limite compatibile cu îndeplinirea la sfârșitul anului 2009 a parametrilor agreeți cu instituțiile financiare internaționale, datele preliminare disponibile la sfârșitul lunii noiembrie indicând o pondere a acestuia în PIB de 6,0 la sută.

Formarea brută de capital fix și-a diminuat în trimestrul III ritmul de contracție trimestrială față de perioada anterioară⁸¹, dar prezintă totuși cea mai amplă reducere comparativ cu celelalte componente ale PIB real. De altfel, formarea brută de capital fix reprezintă componenta absorbției interne care a înregistrat cea mai puternică

⁷⁶ Rata șomajului (șomeri înregistrați, date neajustate sezonier) la sfârșitul anului 2009 a fost 7,8 la sută, comparativ cu 4,4 la sută la sfârșitul anului 2008.

⁷⁷ În trimestrul IV stocul creditelor de consum a scăzut în termeni reali față de media trimestrului III 2009 cu 1,5 la sută. Ritmul mediu trimestrial a fost de -0,6 la sută în trimestrul III și de -2,9 la sută în trimestrul II. Astfel, în trimestrul IV variația anuală a acestei componente a creditului neguvernamental a devenit negativă (-3,5 la sută), valoarea acestui indicator aferentă ultimului trimestru al anului 2008 fiind de 29,8 la sută.

⁷⁸ În trimestrul IV stocul depozitelor la termen cumulat, în lei și valută, constituite de către populație a crescut cu 3,5 la sută față de media trimestrului anterior, rata de creștere corespunzătoare trimestrului III fiind de 5,8 la sută (date exprimate în termeni reali, ajustate sezonier, calcule BNR).

⁷⁹ Conform sondajului realizat de DG ECFIN, deși indicatorii care reflectă încrederea consumatorilor se situează în trimestrul IV la valori apropiate de cele înregistrate în trimestrul anterior, acestea sugerează un minim istoric al gradului de încredere a consumatorilor.

⁸⁰ În lunile octombrie și noiembrie media cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul (cu excepția comerțului cu autovehicule și motociclete) a scăzut cu 1,7 la sută față de media trimestrului III 2009, în timp ce cifra de afaceri pentru serviciile de piață prestate populației s-a redus în aceeași perioadă cu 3,0 la sută (date ajustate sezonier, INS).

⁸¹ În trimestrul I 2009 ritmul trimestrial de variație a formării brute de capital fix a fost de -7,1 la sută, în trimestrul II de -13,5 la sută, iar în trimestrul III de -4,6 la sută.

ajustare în decursul anului 2009, rata anuală de scădere în trimestrul III fiind de 28,6 la sută (date brute). Componentele investițiilor realizate în economia națională au înregistrat reduceri semnificative în termeni anuali în trimestrul III 2009. Astfel, volumul construcțiilor noi s-a redus cu 17,9 la sută (dinamica lor cunoscând o agravare comparativ cu perioada precedentă când reducerea a fost de numai 8,6 la sută), iar cel al investițiilor în utilaje a scăzut cu 43,5 la sută (în acest caz având loc o decelerare a declinului anual comparativ cu trimestrul precedent când s-a înregistrat o variație de -52,8 la sută). Pe de altă parte, variația trimestrială a importurilor bunurilor de capital (exprimate în euro) a redevenit pozitivă în trimestrul III 2009, în timp ce rata anuală se situează în continuare în teritoriu negativ⁸². În contextul diminuării surselor de finanțare, orientarea către credite bancare interne este limitată de nivelurile relativ ridicate ale dobânzilor la credite și de înăsprirea continuă a standardelor de creditare⁸³, fiind reflectată de creșterea modestă a stocului creditelor pe termen mediu și lung destinate agenților economici⁸⁴. În acest context, revigorarea procesului investițional în trimestrul IV 2009 este puțin probabilă, fiind așteptată o continuare a declinului acestuia, însă într-un ritm trimestrial inferior celui aferent trimestrului III.

În trimestrul III 2009 exporturile au înregistrat un ritm de creștere trimestrial superior celui al importurilor, ambele continuând să se situeze sub tendința pe termen mediu. Deprecierea leului din prima parte a anului 2009 și stabilizarea cererii externe⁸⁵ au continuat să impulsioneze exporturile, determinând menținerea unei rate pozitive de creștere în trimestrul analizat. Este posibil ca avansul trimestrial al cererii pentru exporturi să fi contribuit la dinamica trimestrială pozitivă a materialelor importate folosite în procesele de producție, contrabalansând efectul negativ al reducerii cererii interne și al deprecierei monedei naționale asupra importurilor. Pentru trimestrul IV 2009 se preconizează o tendință de evoluție a

⁸² Importurile de bunuri de capital s-au modificat în trimestrul III 2009 cu o rată trimestrială de 2,8 la sută (date ajustate sezonier, calcule BNR), în timp ce ritmurile corespunzătoare trimestrului I și II au fost de -35,4 la sută și, respectiv -6,0 la sută. Ritmurile anuale s-au situat în trimestrele I, II și III 2009 la valorile de -53,7 la sută, -55,8 la sută și, respectiv, -49,5 la sută.

⁸³ Conform Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, publicat în noiembrie 2009.

⁸⁴ Stocul de credite pe termen mediu și lung acordate agenților economici a crescut în trimestrul IV în termeni reali cu 1,2 la sută față de media trimestrului III 2009. Variația anuală a acestui indicator s-a diminuat în decursul anului 2009, de la 16,4 la sută în trimestrul I până la 2,3 la sută în trimestrul IV.

⁸⁵ În trimestrul III 2009, rata trimestrială de creștere a PIB real pentru zona euro, ale cărei țări membre reprezintă principalii parteneri comerciali ai României, a revenit în teritoriu pozitiv pentru prima dată după trimestrul I 2008, înregistrând valoarea de 0,4 la sută. În trimestrul I 2009 variația trimestrială a acestui indicator a fost de -2,5 la sută, iar în trimestrul II de -0,1 la sută (date ajustate sezonier, EUROSTAT).

importurilor și a exporturilor similară celei aferente trimestrului III, având loc însă o atenuare a ratelor de creștere, în concordanță cu dinamica corespunzătoare a factorilor de influență menționați.

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

Din perspectiva cursului efectiv de schimb⁸⁶, în trimestrul IV 2009 comparativ cu media trimestrului anterior moneda națională s-a apreciat în termeni reali, în timp ce în termeni nominali leul a cunoscut o depreciere ușoară.

Evoluția monedei naționale pe parcursul ultimului trimestru al anului 2009 a fost afectată în prima parte de accentuarea instabilității politice cu posibile repercusiuni asupra derulării acordului de finanțare încheiat cu instituțiile financiare internaționale. În cea de-a doua parte a trimestrului IV 2009 au avut loc evenimente care au influențat favorabil evoluția cursului de schimb al monedei naționale, cum ar fi atenuarea tensiunilor politice, reafirmarea de către băncile străine a angajamentului de menținere a expunerilor pe piața locală, evoluția relativ mai bună decât se anticipase a unor indicatori economici publicați în acest interval (PIB, producția industrială), precum și reducerea nivelului RMO pentru pasivele în valută cu scadența reziduală sub doi ani ale instituțiilor de credit⁸⁷.

Impactul exercitat în trimestrul IV 2009 de cursul real efectiv de schimb al monedei naționale asupra cererii agregate din trimestrele viitoare prin intermediul canalului exportului net continuă să fie stimulat, dar în ușoară reducere comparativ cu cel exercitat în trimestrul anterior. Prin intermediul efectelor de avuție și bilanț impulsul transmis de cursul real de schimb al leului asupra cererii agregate din perioadele următoare se menține stimulat și în ultimul trimestru al anului 2009. Efectul cumulat transmis de cursul de schimb asupra cererii agregate viitoare prin intermediul celor două canale menționate mai sus se evaluează a fi relativ mai stimulat comparativ cu cel exercitat în trimestrul III, continuând să acționeze, *ceteris paribus*, în sensul atenuării deficitului de cerere în perioadele viitoare. Deprecierea în termeni nominali de mică amploare înregistrată de moneda națională în trimestrul IV față de perioada anterioară generează o ușoară creștere a prețurilor

⁸⁶ 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.

⁸⁷ În data de 16 noiembrie 2009 Consiliul de administrație al BNR a hotărât reducerea nivelului ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută, cu scadențe reziduale de sub doi ani, ale instituțiilor de credit, de la 30 la sută la 25 la sută începând cu perioada de aplicare 24 noiembrie-23 decembrie 2009.

de import, acționând, *ceteris paribus*, în direcția creșterii ratei inflației IPC.

Pe parcursul trimestrului IV 2009 BNR a continuat să se afle în poziția de creditor față de sistemul bancar, deficitul de lichiditate existent pe piața monetară interbancară fiind acomodat prin injecții monetare (preponderent sub forma operațiunilor *repo*), al căror volum este în reducere semnificativă comparativ cu cel înregistrat în trimestrul anterior. În decursul perioadei analizate, evoluția ratei dobânzii interbancare ROBOR ON s-a decuplat de cea a ratei dobânzii de politică monetară pe fondul unei volatilități crescute a randamentelor pe termen scurt, rezultând un ecart pozitiv între mediile trimestriale ale acestora.

Transmisia evoluției ratelor dobânzilor interbancare în evoluția ratelor nominale ale dobânzilor la depozite și credite practicate de băncile comerciale în relațiile cu clienții nebancari a continuat să fie asimetrică și în trimestrul IV 2009. Astfel, pe fondul persistenței unui grad ridicat de prudență a instituțiilor bancare și al precauției în a contracta credite manifestate atât la nivelul populației, cât și al firmelor, reducerea înregistrată de ratele dobânzilor la creditele acordate a fost modestă. Pe de altă parte, ca urmare a adaptării comportamentului instituțiilor bancare la scăderile succesive ale ratei dobânzii de politică monetară din trimestrele anterioare, în ultimul trimestru al anului 2009 ratele nominale ale dobânzilor la depozite au continuat traiectoria descendentă. Amploarea reducerii ratelor dobânzilor la creditele acordate a fost însă semnificativ mai mică decât cea a ratelor dobânzilor la depozitele atrase.

În condițiile în care se evaluează situarea anticipațiilor privind inflația la un nivel similar celui din trimestrul anterior, modificarea ratelor dobânzilor nominale la depozite practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari a fost încorporată în evoluția ratelor reale. În cazul dobânzilor la creditele acordate, diminuarea impactului restrictiv transmis de ratele reale este minoră, având în vedere fluctuația redusă a ratelor nominale și relativa stabilitate a așteptărilor inflaționiste. Reducerea impactului restrictiv cumulat exercitat de aceste rate ale dobânzilor asupra activității economice din perioadele viitoare se datorează preponderent celor aferente depozitelor.

Pentru trimestrul IV, se evaluează că efectul cumulat exercitat de cursul de schimb al monedei naționale și de ratele dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relație cu clienții nebancari are un impact stimulativ asupra activității economice viitoare, fiind în ușoară creștere comparativ cu trimestrul precedent.

1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

Față de runda anterioară, revizuirea în sens ascendent a magnitudinii negative a deviației PIB din trimestrul IV 2009, coroborată dinamicii proiectate a indicatorului de pe parcursul următoarelor

opt trimestre (sub influența cumulată a determinanților modelați ai acesteia), preconizează, în scenariul de bază curent, o ușoară revizuire a presiunilor inflaționiste atribuite cererii agregate din economie. Sensul acestor reevaluări nu este însă uniform, având ca efect anticiparea unor presiuni dezinflaționiste comparativ mai puțin ample pe parcursul anului curent și în prima parte a celui viitor, respectiv mai pronunțate în ultimele trimestre ale anului 2011⁸⁸.

Una dintre ipotezele importante ale scenariului de bază curent se referă la redresarea, deși într-un ritm relativ lent, a activității economice din zona euro (creșterea anuală a PIB este proiectată să persiste în teritoriul valorilor pozitive pe întregul orizont de proiecție⁸⁹). Cu toate acestea, decalajul între nivelul PIB din zona euro și trendul de evoluție a acestuia pe termen mediu⁹⁰, anticipat a se menține negativ până spre sfârșitul anului curent⁹¹, diminuează în mod relativ argumentele unei relansări puternice a exporturilor companiilor românești în 2010. Tendința urmează a fi parțial inversată pe parcursul anului 2011, proiectarea unei ușoare reveniri a dinamicii exporturilor comparativ cu cea a importurilor fiind stimulată, la acest orizont, de evoluția favorabilă a *gap*-ului cererii externe (valori pozitive ale indicatorului).

Pe plan intern, scenariul de bază al proiecției curente este construit pornind de la premisa menținerii până la termenul final prevăzut (2011) a acordului de finanțare încheiat de România cu consorțiul instituțiilor internaționale⁹², în pofida unor întârzieri acumulate în lunile recente în calendarul de derulare prevăzut inițial⁹³. Conform scenariului de bază, conduita politicii monetare de pe parcursul intervalului de proiecție este calibrată având ca obiective, pe de-o parte, conservarea perspectivelor de revenire a ratei inflației în

⁸⁸ Față de *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie, ponderea deținută de noul scenariu privind deficitul de cerere în ansamblul factorilor relevanți pentru reconfigurarea, către valori mai ridicate, a traiectoriei prognozate a ratei anuale a inflației IPC, este relativ redusă. Pentru o cuantificare a celor mai importanți determinanți ai ratei proiectate mai ridicate a inflației, a se vedea subsecțiunea 1.1. *Perspectivele inflației*.

⁸⁹ Acest scenariu coroborează informațiile cu privire la înregistrarea unei dinamici trimestriale pozitive a PIB din zona euro în trimestrul III 2009, fiind în același timp consistent cu preconizarea unei ușoare moderări, începând cu trimestrul IV 2010, a ritmului anual, favorabil, de evoluție a indicatorului, pe măsura anticipării unei epuizări relative a stimulilor de natură fiscală și a celor monetari din economiile dezvoltate.

⁹⁰ Această măsură a evoluției ciclice a PIB din zona euro este utilizată în cadrul modelului de prognoză macroeconomică pentru a aproxima evoluția cererii externe adresate produselor românești, în condițiile în care zona euro este principalul partener comercial al țării noastre.

⁹¹ Deși în ușoară revizuire, comparativ cu proiecția anterioară, către valori mai favorabile la adresa evoluției exporturilor nete românești.

⁹² Fondul Monetar Internațional, Comisia Europeană, Banca Mondială, Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare.

⁹³ Acestea s-au manifestat pe parcursul trimestrului IV 2009, pe fondul crizei politice și al desfășurării în același interval a unui important proces electoral.

apropierea ȋntelor stabilite pe termen mediu⁹⁴, iar pe de altă parte, relansarea durabilă a creditării activității economice. Realizarea ambelor obiective este însă condiționată de respectarea de către celelalte componente ale *mix*-ului de politici macroeconomice a coordonatelor stabilite în acordul de finanțare cu IFI. Ca indicator de sinteză al propagării deciziilor de politică monetară, condițiile monetare reale de ansamblu sunt anticipate să manifeste un caracter prudent pe ȋntregul orizont relevant.

Ȋn pofida incertitudinilor ce marchează atât evoluțiile economice interne, cât și pe cele externe, scenariul de bază curent este construit pornind de la premisa unei reveniri moderate, comparativ cu proiecția anterioară, a apetitului față de risc, la scară globală, al investitorilor⁹⁵. Ȋn concordanță cu această ipoteză, poziționarea, pe parcursul următoarelor trimestre, a cursului de schimb real efectiv al leului în raport cu trendul evoluției acestuia, preconizează o influență mai puțin stimulativă, transmisă prin canalul exporturilor nete asupra deviației PIB din scenariul de bază curent.

Compensând reducerea, comparativ cu proiecția anterioară, a influenței favorabile a cursului de schimb real asupra cererii agregate prin intermediul exporturilor nete, efectul net al ratelor reale ale dobânzilor practicate de instituțiile financiare la depozitele constituite, respectiv creditele acordate, este proiectat a fi mai puțin constrângător la adresa activității economice interne în intervalul de timp al proiecției. Aceasta se datorează anticipării continuării cu intensitate sporită, comparativ cu perioadele recente, a diminuării ratelor active și a celor pasive ale dobânzilor instituțiilor financiare⁹⁶, concomitent cu o ȋngustare preconizată a ecartului dintre acestea. În plan secundar, un impact mai puțin constrângător al ratelor reale ale dobânzilor bancare este de așteptat să fie rezultatul revizuirii în sens ascendent, față de proiecția anterioară, a ratei proiectate a inflației IPC.

⁹⁴ Având în vedere factorii circumstanțiali, în mare măsură exogeni deciziilor de politică monetară, ce determină traiectoria proiectată a ratei inflației din scenariul de bază curent, calibrarea traiectoriei ratei dobânzii BNR de pe parcursul orizontului de proiecție vizează într-o măsură sporită contracararea efectelor de runda a doua ale șocurilor nefavorabile de ofertă asupra evoluției IPC.

⁹⁵ Ȋn cadrul modelului macroeconomic de prognoză, indicatorul de sinteză al percepției investitorilor cu privire la atractivitatea plasamentelor realizate în instrumente financiare denuminate în monedă națională este nivelul primei de risc. Repoziționarea acesteia pe o traiectorie favorabilă, în cea mai mare parte a orizontului de prognoză, induce cu intensitate sporită, mai ales pe parcursul anului curent, un stimul favorabil cererii agregate, fiind de așteptat să aibă ca efect modificarea, în sensul reducerii, a costurilor de finanțare aferente ȋmprumuturilor contractate în valută.

⁹⁶ O astfel de evoluție este consistentă cu anticiparea reluării treptate a procesului de creditare, pe măsura depășirii perioadei de recesiune, reflectând, în același timp, ȋncorporarea într-o măsură sporită a impulsurilor de scădere a ratei dobânzii de politică monetară din perioadele recente, anticipată a continua, condiționat de validarea ipotezelor din scenariul de bază, și pe parcursul trimestrelor următoare.

Pe fondul disipării treptate a problemelor bilanțiere ale instituțiilor financiare și al nivelurilor mai stimulative ale ratelor reale ale dobânzilor, scenariul de bază anticipează reluarea, începând chiar din 2010, a unei dinamici favorabile a formării brute de capital fix, potențată, cu intensitate maximă în prima parte a anului curent, de efectul pozitiv al refacerii așteptate a volumului stocurilor. În privința evoluției consumului privat, presupunerea adoptată este că efectul stimulat al ratelor dobânzilor se va manifesta cu precădere pe parcursul anului 2011. În anul curent, efectul stimulat mai accentuat al acestora este de așteptat să fie mai mult decât contracara de influențele, acționând în sens opus, ale diminuării preconizate a venitului disponibil al gospodăriilor populației, corelată în mare măsură cu previziunile privind evoluțiile de pe piața forței de muncă⁹⁷.

Determinarea dinamicii și impactului politicii fiscale de pe parcursul orizontului de proiecție pornește, și în evaluarea curentă, de la coordonatele convenite în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat cu IFI, la care se adaugă dinamica presupusă în scenariul de bază a variabilelor macroeconomice relevante. Valorile obținute pentru dinamica deficitului structural primar indică o poziție prociclică a politicii fiscale pe întreg orizontul de proiecție, principalii factori determinanți fiind mărirea ajustărilor fiscale la care România s-a angajat, coroborate cu poziția preconizată a economiei în cadrul ciclului de afaceri.

1.4. Riscuri asociate proiecției

Această secțiune cuprinde o evaluare calitativă a factorilor de risc considerați a avea un impact semnificativ asupra proiecției variabilelor macroeconomice din scenariul de bază și o probabilitate relevantă de manifestare pe parcursul următoarelor opt trimestre. Față de *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2009, probabilitățile de manifestare a riscurilor de abatere a inflației și a creșterii economice de la valorile proiectate în scenariul de bază curent sunt mai reduse, având în vedere relativa stabilizare a situației politice interne, evoluțiile macroeconomice pozitive înregistrate în trimestrul IV al anului 2009⁹⁸, precum și reactivarea acordului de finanțare încheiat cu IFI. În contextul menținerii unei coordonări eficiente a componentelor *mix*-ului politicilor macroeconomice, balanța riscurilor de abatere a inflației și a creșterii economice de la

⁹⁷ Aceasta decurge din tendința observată a pieței forței de muncă de a reacționa cu o anumită întârziere la dinamica agregată a activității economice (PIB), având ca efect o persistență mai amplă a efectelor nefavorabile asociate evoluțiilor de pe această piață. În condițiile diminuării inevitabile a veniturilor disponibile ale agenților economici, scenariul de bază preconizează, în mod similar proiecției precedente, menținerea unei înclinații accentuate către economisire a agenților economici (gospodării, firme), cu efecte nefavorabile asupra dinamicii consumului de pe parcursul anului curent.

⁹⁸ Reducerea primei de risc asociate plasamentelor denominate în lei, realizarea unui deficit bugetar la sfârșitul anului 2009 în concordanță cu valorile convenite prin acordul de finanțare cu IFI.

valorile preconizate ale acestora în scenariul de bază este relativ echilibrată.

În perioada parcursă de la raportul anterior, situația economică externă a cunoscut o revigorare: marile economii ale lumii au înregistrat creșteri economice în trimestrul III al anului 2009, nivelul aversiunii la risc pe piețele internaționale și-a menținut traiectoria descendentă, fluxurile financiare și comerciale s-au intensificat. În acest context, nu poate fi exclusă posibilitatea înregistrării unui reviriment mai puternic al economiei mondiale pe parcursul anului 2010 decât cel prevăzut în scenariul de bază, fapt ce ar putea influența favorabil nivelul apetitului pentru risc pe piețele financiare internaționale. Într-o astfel de situație, creșterea cererii externe ar avea un impact preconizat favorabil asupra exporturilor nete românești, în timp ce reducerea primei de risc ar putea conduce la diminuarea costului finanțării din surse externe și la reluarea intrărilor de capital, cu efecte favorabile asupra stabilității monedei naționale și a finanțării economiei reale. Cu toate acestea, optimismul manifestat în prezent pe piețele internaționale ar putea să nu se datoreze exclusiv unei îmbunătățiri a factorilor fundamentali, putând avea, astfel, ca efect, o supraestimare a potențialului de relansare a economiei mondiale⁹⁹, context în care dinamica acesteia pe parcursul anului 2010 ar putea infirma anticipațiile agenților economici. Direcția deviației ratei inflației de la scenariul de bază într-o astfel de situație este dificil de prevăzut, o probabilitate mai mare părând a avea abateri în jos pe termen scurt și în sens opus pe termen mediu (prin creșterea asociată a aversiunii la risc, dinamica preconizată a fluxurilor de capital străin și evoluția monedei naționale).

Conduita politicii fiscale se menține și în scenariul curent drept o sursă de incertitudine cu un impact potențial semnificativ asupra evoluției economiei românești. Relativa stabilizare a situației politice interne pe parcursul perioadei derulate de la *Raportul asupra inflației* anterior a diminuat considerabil riscul unor derapaje în planul politicii fiscale în prima parte a orizontului de prognoză. Cu toate acestea, neaplicarea riguroasă a măsurilor corective stabilite în cadrul aranjamentului de finanțare convenit cu IFI sau o eventuală abatere a scenariului macroeconomic de la valorile ce au

⁹⁹ Revenirea recentă a interesului investitorilor pentru plasamente în țările emergente s-a bazat și pe o serie de factori reversibili: existența unui exces de lichiditate ca urmare a politicilor economice stimulative, numărul redus de plasamente atractive pe piețele dezvoltate etc. Semnalele negative cu privire la capacitatea de rambursare a datoriei publice în cazul unor state (de exemplu Grecia, Ucraina sau Letonia) coroborate cu anticiparea unui posibil efect de contagiune asupra economiilor din regiune ar putea conduce la retragerea acestor fluxuri financiare și astfel la ajustări abrupte ale prețurilor activelor. Având în vedere probabila inversare treptată a politicilor stimulative din economiile dezvoltate pe parcursul anului 2010 (prin eliminarea stimulilor fiscali și a celor monetari), precum și continuarea procesului de ajustare a bilanșurilor instituțiilor de credit și a companiilor, excesul de lichiditate s-ar putea diminua, iar capitalurile ar putea fi retrase chiar și în absența unei deteriorări a variabilelor fundamentale.

servit fundamentării proiecției fiscale¹⁰⁰, ar putea periclita atingerea nivelurilor preconizate ale deficitului bugetar. În aceste condiții, corectarea dezechilibrelor astfel create ar necesita adoptarea unor măsuri compensatorii, neincluse în rândul ipotezelor curente de fundamentare a proiecției fiscale, ce ar putea exercita un efect nefavorabil asupra creșterii economice și a ratei inflației. O astfel de situație ar conduce la deteriorarea coordonării *mix*-ului intern al politicilor macroeconomice, afectând nefavorabil percepția de risc a investitorilor și amplificând, pe această cale, dificultățile de finanțare a deficitului bugetar.

Măsura în care activitatea de creditare își va reveni pe parcursul anului curent reprezintă o incertitudine cu impact direct asupra ritmului creșterii economice. Volumul creditelor noi acordate va depinde de factori a căror evoluție poate influența în mod divergent activitatea de creditare: standardele și condițiile de creditare¹⁰¹, situația financiară a agenților economici, măsurile de stimulare a creditării, procesul de ajustare a bilanțurilor instituțiilor de credit, fluxurile de capital străin (și, implicit, nevoia de finanțare prin credit intern a deficitului bugetar). Se anticipează că măsurile de politică monetară vor acționa pe întreg orizontul de proiecție în sensul stimulării treptate a activității de creditare, evaluarea fiind însă condiționată de preluarea semnalelor transmise de aceasta la nivelul băncilor comerciale.

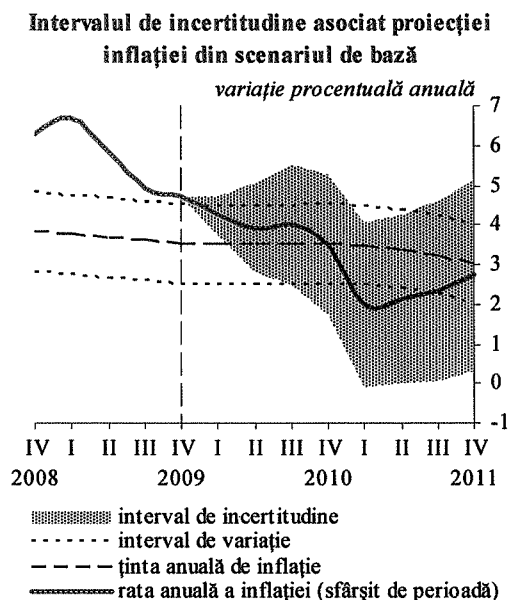
Similar rapoartelor asupra inflației din trimestrele anterioare, evoluția prețului petrolului și a prețurilor administrate, precum și cea a prețurilor volatile ale unor bunuri alimentare reprezintă factori de risc importanți.

Mai ales în prima parte a orizontului de proiecție, în contextul revenirii cererii agregate la nivel mondial, este posibilă o creștere mai mare decât cea anticipată a prețului petrolului pe piețele internaționale cu impact nefavorabil asupra inflației combustibililor și, în consecință, asupra inflației IPC. Pe de altă parte, o revenire mai lentă decât cea prognozată a economiei mondiale poate conduce la un scenariu opus de evoluție a prețului petrolului și la realizarea unei inflații a combustibililor mai mici decât cea din scenariul de bază.

În ceea ce privește prețurile administrate, calendarul de ajustare a acestora de către autorități nu este prestabilit, fiind supus unor

¹⁰⁰ În acest context, un risc semnificativ este reprezentat de o deteriorare mai pronunțată și posibil a reacționa cu o anumită întârziere la dinamica agregată a PIB, a condițiilor de pe piața muncii, afectând negativ deopotrivă cererea (prin veniturile disponibile ale agenților economici) și oferta agregată (diminuarea potențialului de creștere economică) și, pe această cale, și echilibrul bugetului de stat.

¹⁰¹ Este incert momentul în care înăsprirea de către instituțiile financiare a standardelor și condițiilor de creditare manifestată pe parcursul anului 2009 se va opri (sau chiar se va inversa).



Sursa: INS, calcule BNR

revizuiți repetate și de dimensiuni importante în ciclurile de prognoză anterioare. Având în vedere că aceste ajustări se pot face atât în sensul creșterii, cât și al scăderii, riscul de abatere a inflației IPC de la valorile prognozate datorită modificării prețurilor administrate este evaluat ca fiind simetric distribuit în jurul traiectoriei centrale.

Graficul alăturat ilustrează riscurile de abatere a inflației IPC de la valorile prognozate sub impactul unor factori generali de risc. Intervalul de incertitudine din jurul traiectoriei centrale este simetric, fiind construit pe baza erorilor de prognoză ale inflației IPC din perioadele anterioare¹⁰².

2. Evaluarea de politică monetară

Procesul dezinflației reamorsat în semestrul II 2008 s-a întrerupt temporar spre finalul anului 2009, rata anuală a inflației plasându-se în luna decembrie la nivelul de 4,7 la sută; acesta a depășit ușor limita superioară a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație stabilite pentru acest an, dar a fost cu 1,6 puncte procentuale inferior celui consemnat în luna decembrie 2008 (6,3 la sută). Creșterea cu 0,4 puncte procentuale a ratei anuale a inflației de-a lungul ultimelor două luni ale anului (de la 4,3 la sută în octombrie) s-a datorat majorării consistente a prețului țișărilor – ca efect *ex ante* al creșterii, începând cu 1 ianuarie 2010, a accizei specifice – și a prețului combustibililor. Impactul inflaționist semnificativ al acestor factori a fost doar parțial contracarat de cel exercitat de prelungirea deflației pe segmentul produselor alimentare cu prețuri volatile, de accentuarea scăderii dinamicii anuale a prețurilor administrate, precum și de accelerarea dezinflației componentei CORE2 ajustată, a cărei rată anuală a coborât în decembrie la 2,8 la sută (de la 6,3 la sută în decembrie 2008).

Ca urmare a stăgnării temporare a dezinflației – inclusiv pe fondul ajustării mai ample a unor prețuri administrate și al majorării altor accize la 1 ianuarie 2010 –, traiectoria actualizată a ratei anuale proiectate a inflației se plasează, pe parcursul următoarelor trimestre, pe un palier superior celui evidențiat în exercițiul anterior de prognoză; ea își păstrează însă panta descendentă, rata anuală a inflației fiind așteptată să converge la finalul anului 2010 spre punctul central al țintei (3,5 la sută). Totodată, în a doua parte a orizontului de prognoză, rata anuală previzionată a inflației coboară și se menține – similar proiecției anterioare – în jumătatea inferioară a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație stabilite pentru luna decembrie 2011.

¹⁰² Pentru mai multe detalii a se consulta Caseta 3 din *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2008.

Pe deasupra, anticipata consolidare a dezinflației pe parcursul întregului orizont relevant pentru politica monetară are ca resort principal decelerarea componentei de bază a inflației (CORE2 ajustată), decurgând, în principal, din amplitudinea consemnată în anul 2009 de deficitul de cerere agregată, precum și din valorile înalte anticipate a fi atinse în perioada următoare de magnitudinea și durata de manifestare ale acestui deficit. Astfel, potrivit scenariului actualizat al prognozei evoluțiilor macroeconomice, *gap*-ul negativ al PIB va continua să se adâncească la începutul anului 2010, iar dimensiunea sa va rămâne semnificativă la finele orizontului de prognoză, în pofida trendului de restrângere graduală pe care acesta va intra în cursul anului curent. Comparativ cu exercițiul anterior de proiecție, deviația negativă a PIB de la nivelul său potențial își diminuează marginal amplitudinea prognozată pe întreg orizontul de proiecție, în principal ca efect al ușoarei revizuirii descendente operate asupra magnitudinii prognozate a contracției economice din anul 2009. Corespunzător acestor evoluții, prognoza actualizată reconfirmă perspectiva revenirii în teritoriul pozitiv a dinamicii anuale a PIB în anul 2010 și implicit pe cea a relativei accelerări a ritmului anual al creșterii economice în anul 2011; dinamica redresării activității economice – reflectată de ritmurile anuale prognozate – este însă inferioară celei anticipate anterior.

Menținerea dinamicii anuale a PIB în teritoriul negativ la sfârșitul anului 2009 și la începutul anului 2010, indicând adâncirea în continuare a deficitului de cerere, are ca premise și indicii majore: (i) continuarea consemnării unei dinamici anuale negative a PIB pe ansamblul zonei euro în trimestrul IV 2009; (ii) caracterul inerțial al declinului consemnat de economia românească în trimestrele anterioare; (iii) creșterea/prelungirea, în primele luni ale trimestrului IV 2009, a dinamicii anuale negative a unor indicatori relevanți ai cererii de consum și de investiții; (iv) intrarea recentă în teritoriul negativ a ritmului anual de creștere a câștigului salarial mediu net real; (v) prelungirea procesului de dezintermediere financiară, dar și a tendinței de ameliorare a economisirii nete bancare a populației; (vi) menținerea tendinței de creștere a ratei șomajului în cursul trimestrului IV al anului 2009.

Evaluarea contextului actual și a coordonatelor prognozei relevă faptul că perspectiva intensificării presiunilor dezinflaționiste ale cererii pare a fi susținută nu doar de continuarea adâncirii *gap*-ului negativ al PIB, ci și de relativa creștere actuală și viitoare a elasticității componentei de bază a inflației față de amplificarea/prelungirea deficitului de cerere agregată, sugerând scăderea gradului de persistență a acesteia. O posibilă explicație a atenuării caracterului persistent al inflației de bază o constituie disiparea efectelor adverse ale *pass-through*-ului consistent al cursului de schimb al leului, în condițiile ameliorării evoluției recente și a celei așteptate a acestei variabile.

Acestea i se alătură indiciile inițierii – cu o oarecare întârziere – a unei ajustări a comportamentelor de stabilire a salariilor și a prețurilor cu amănuntul, ca reacție la magnitudinea și persistența declinului economiei românești, precum și la consolidarea evidențelor prelungirii deteriorării condițiilor pieței muncii și ale trenării redresării activității economice pe plan global, dar mai ales pe cel intern. Relevante în acest sens sunt trendul de scădere/intrarea în teritoriul negativ a dinamicii anuale a câștigurilor salariale nete reale sau chiar a costului unitar nominal cu forța de muncă în unele ramuri industriale producătoare de bunuri de consum și pe segmentul unor servicii destinate populației, precum și scăderea progresivă a ratei anuale de creștere a prețurilor unor produse alimentare procesate și a unor bunuri de folosință îndelungată, dar și a tarifelor unor servicii.

Continuarea ajustării acestor comportamente în perioada următoare este esențială pentru asigurarea sustenabilității scăderii persistenței inflației de bază, ce condiționează, la rândul ei, ritmul adecvării conduitei politicii monetare la perspectiva coborârii ratei anuale a inflației pe termen mediu – cea care poate fi vizată de instrumentele băncii centrale – în jumătatea inferioară a intervalului din jurul punctului central al țintei de inflație. În actualul context, un semnificativ impuls ar putea da acestei ajustări menținerea *mix*-ului de politici economice pe coordonatele recent reconvenite cu UE și FMI. Pe lângă accelerarea reformelor structurale, menite să elimine/atenueze unele din rigiditățile structurale ale economiei, acest *mix* presupune o relativă accentuare a caracterului prociclic al politicii fiscale¹⁰³ și al celei de venituri, capabilă să stimuleze – inclusiv prin intermediul efectului de demonstrație al celei din urmă – ameliorarea anticipațiilor inflaționiste și intensificarea presiunilor dezinflaționiste atât pe partea cererii, cât și pe cea a ofertei.

Ajustarea acestor comportamente ar mai putea fi potențată în perioada următoare de perspectiva menținerii caracterului anemic al cererii interne, mai ales a celei de consum privat. Posibila prelungire a dinamicii anuale negative a acesteia din urmă, reflectată, de altfel, și de persistența deteriorării indicatorului de încredere a consumatorilor, are ca premise prevalența așteptărilor de scădere în continuare a venitului disponibil real al populației – pe fondul avansării în teritoriul negativ a dinamicii anuale a câștigurilor salariale nete reale –, precum și menținerea temerilor legate de viitorul locurilor de muncă și de capacitatea persoanelor fizice de a-și rambursa creditele anterior contractate.

Efecte inhibitoare asupra cererii de consum vor exercita și continuarea restrângerii creditului de consum și a manifestării - poate ușor estompată - a efectului de bilanț exercitat de ratele înalte ale dobânzilor și de cursul de schimb prin intermediul datoriilor ban-

¹⁰³ Nivelul programat al deficitului bugetar pentru anul 2010 s-a redus la 5,9 la sută din PIB, față de 7,3 la sută din PIB, nivelul estimat al deficitului bugetar consemnat în anul 2009.

care în lei și în valută ale persoanelor fizice, precum și potențiala pierdere de venit disponibil real al populației provocată de recente ajustări de accize și de prețuri administrate. Pe deasupra, este de așteptat ca, în aceste condiții, rolul motivului precauției în configurarea balanței consum-economisire a populației să-și păstreze relevanța; pe acest fond, se prefigurează prelungirea sau chiar accentuarea înclinației pronunțate spre economisire a acestui segment, un posibil indiciu constituindu-l persistența ameliorării în perioada recentă a economisirii bancare nete a populației.

Într-un asemenea context, riscul ca ajustările de accize și de prețuri administrate operate la 1 ianuarie 2010 să genereze efecte secundare este semnificativ diminuat; el rămâne însă mai relevant în cazul prețului combustibililor, anticipat a suferi corecții ascendente semnificative în următoarele trimestre, ca urmare a creșterii prețului petrolului pe piața internațională. Acestuia i se alătură riscul relativei amplificări de-a lungul orizontului prognozei a efectelor inflaționiste directe ale ajustării unor prețuri reglementate, în ipoteza în care autoritățile vor recurge la operarea unor noi asemenea corecții - imprevizibile la momentul definitivării prognozei. De altfel, în perspectiva coborârii la valori scăzute a ratei anuale a inflației de bază, caracterul imprevizibil al programului ajustărilor de prețuri administrate și ale unor impozite indirecte – ca derulare în timp și ca magnitudine – tinde să devină un factor tot mai important de risc la adresa dezinflației și a atingerii țintei de inflație pe termen mediu.

În cazul investițiilor, tendința de îmbunătățire pe care s-au înscris recent indicatorii de încredere a mediului de afaceri sugerează posibilitatea ameliorării relativ mai rapide a evoluției lor viitoare, cu toate că până de curând contracția acestei componente a cererii interne a continuat să se adâncească, cel puțin pe segmentul construcțiilor. Momentul producerii inflexiunii la nivelul acestui comportament este însă deosebit de incert, date fiind, în principal, continuarea deteriorării profitabilității și a perspectivelor vânzărilor companiilor, menținerea sau chiar creșterea capacităților excedentare în anumite ramuri, precum și incompleta ajustare descendentă a pieței imobiliare. Pe acest fond, se prefigurează o posibilă prelungire a recursului firmelor din anumite sectoare la reduceri ale programului de lucru și ale salariilor dar și la efectuarea de noi concedieri. Un oarecare impuls ar putea da însă activității investiționale continuarea derulării programului „Prima casă” și potențiala sporire a cheltuielilor cu investițiile publice, în special a celor finanțate din fonduri europene și din resurse atrase de la organisme și instituții financiare internaționale. De asemenea, o contribuție semnificativă la revenirea și consolidarea în teritoriul pozitiv a dinamicii anuale a formării brute de capital ar putea s-o aducă inițierea ciclului de refacere a stocurilor în anumite sectoare.

O asemenea evoluție este însă condiționată în mare măsură de ameliorarea condițiilor de finanțare a companiilor, deocamdată

imperceptibilă la nivelul sectorului bancar local, care continuă să manifeste o atitudine prociclică. Așteptări nefavorabile persistă și în ceea ce privește evoluția viitoare a finanțării externe alocate economiei românești, alimentate inclusiv de accentuarea recentă a tendinței de scădere a investițiilor străine directe și de întârzierea apariției semnelor de ameliorare a comportamentului împrumuturilor financiare externe. În cazul sistemului bancar local, se evidențiază chiar o accentuare a reticenței băncilor în acordarea de credite, motivată, printre altele, de prelungirea deteriorării calității propriilor portofolii și de intensificarea preocupării unor instituții de credit pentru reducerea raportului credite-depozite, inclusiv în contextul programelor de ajustare a bilanțurilor și de capitalizare implementate de băncile-mamă. Pe acest fond, în trimestrul IV, băncile au continuat să îndeplinească standardele și termenii de creditare. Un posibil semnal pozitiv îl constituie, însă, creșterea semnificativă a volumului creditelor noi¹⁰⁴ acordate companiilor în luna decembrie 2009, precum și trendul de majorare a stocului creditului pentru locuințe evidențiat în al doilea semestru al anului trecut, cel mai probabil ca efect al implementării programului „Prima casă”.

Revigorarea activității de creditare a companiilor se anticipează a fi totuși anevoioasă, ea fiind condiționată, pe de o parte, de scăderea neîncrederii băncilor în perspectivele economiei și a percepției asupra riscului asociat sectorului în care funcționează compania și, pe de altă parte, de refacerea cererii de credite. În aceste condiții, este de așteptat ca reluarea durabilă a procesului de creditare să succedă cu un anumit decalaj redresarea activității economice. Apelul agenților economici la împrumuturi bancare ar putea fi totuși într-o oarecare măsură impulsivat în perioada următoare de eventuala relaxare a condițiilor de creditare ale instituțiilor de credit, decurgând din recenta scădere a ratei dobânzii de politică monetară, dar și a ratelor dobânzilor interbancare. Diminuarea ratelor dobânzilor la credite – benefică și din perspectiva efectului de avuție și bilanț și implicit a calității portofoliilor instituțiilor de credit – se anticipează a fi însă în continuare mai lentă și mai modestă decât ajustările descendente operate de bănci asupra randamentelor depozitelor.

În acest context, rolul principal în redresarea activității economice și în repoziționarea ritmurilor anuale de creștere economică în teritoriul pozitiv îl va deține, cel mai probabil, revigorarea cererii externe. Redresarea economiilor statelor dezvoltate, în special a economiilor din zona euro – susținută inclusiv de acțiunea stimulilor monetari și fiscali, precum și de ameliorarea modestă a încrederii – se prefigurează a continua în următoarele trimestre, însă într-un ritm moderat și inconstant. Acesta va fi semnificativ influențat, pe de o parte, de durata programelor de stimulare economică implementate de autorități și, pe de altă parte, de continuarea creșterii ratei șomajului, de amplificarea la niveluri fără precedent

¹⁰⁴ Date furnizate de CRB.

a datoriei publice, precum și de derularea procesului de ajustare a bilanțurilor în sectoarele financiare și în cele nefinanciare.

Impactul favorabil al redresării economice în zona euro a fost deja receptat într-o oarecare măsură de exporturile românești și implicit de producția industrială, dinamicile anuale ale acestora revenind în noiembrie 2009 la valori pozitive, însă inclusiv datorită unui efect de bază. Pe fondul revigorării graduale a cererii externe, un efect stimulat asupra exporturilor este posibil să-l exercite și deprecierea acumulată de leu în raport cu euro. Cu toate că dinamizarea în continuare a exporturilor va imprima cel mai probabil și importurilor o mișcare ascendentă, dinamica acestora din urmă se prefigurează a rămâne moderată, în condițiile menținerii caracterului anemic al absorbției interne. Astfel, nivelul anticipat pentru anul 2010 al deficitului de cont curent, exprimat ca pondere în PIB, îl va depăși doar marginal pe cel consemnat în anul anterior, când acest deficit a suferit o corecție peste așteptări.

În condițiile anticipării consolidării scăderii vulnerabilității externe a economiei românești, inclusiv ca urmare a reactivării acordului de finanțare externă încheiat cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale, perspectivele comportamentului cursului de schimb al leului sunt sensibil ameliorate. Chiar și în acest context, riscul unei reintensificări viitoare a presiunilor de depreciere a leului și al deteriorării implicite a anticipațiilor inflaționiste nu este însă în totalitate exclus. Acesta s-ar putea materializa în ipoteza ratării îndeplinirii unora din condiționalitățile majore ale acordurilor încheiate cu UE și FMI – în special a celor referitoare la consolidarea fiscală –, precum și în eventualitatea repetării unor episoade de înrăutățire a apetitului global pentru risc și a percepției investitorilor asupra perspectivelor economiei naționale sau a economiilor din regiune.

Având în vedere perspectiva intensificării progresive a presiunilor dezinflaționiste ale cererii, consolidată de premisa continuării implementării consecvente a programului economic convenit cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 3 februarie 2010 reducerea cu 0,5 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 7,0 la sută. 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. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reiterat faptul că menținerea *mix*-ului de politici economice – monetară, fiscală, de venituri și a reformelor structurale – pe coordonatele convenite în cadrul aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat cu UE, FMI și alte instituții financiare internaționale este esențială pentru continuarea sustenabilă a procesului de dezinflație, menținerea stabilității financiare și relansarea durabilă a activității economice.