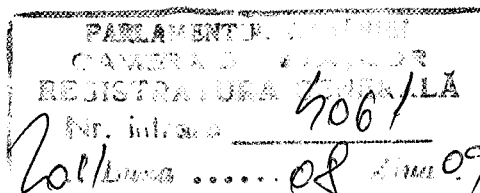


BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

MUGUR ISĂRESCU
Guvernator



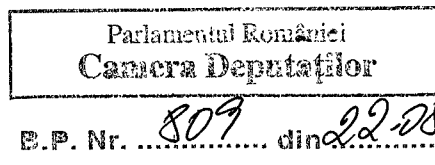
SG
[Signature]

Nr. XVI/G/146 /8 august 2011

Doamnei ROBERTA ALMA ANASTASE
Președintele Camerei Deputaților

D.S.T. pt. B.P.
[Signature]

Doamnă Președinte,



Am plăcerea să vă înaintez, spre informare, *Raportul asupra inflației – august 2011*, 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 august 2011.

Cu deosebită considerație,

Mugur Isărescu



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

The background of the cover is a detailed, high-contrast black and white illustration of the Banca Națională a României building. The building is a grand, multi-story structure with a prominent central dome and classical architectural features like columns and arched windows. The illustration is rendered in a halftone or stippled style, giving it a textured appearance.

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI
august 2011

Anul VII, nr. 25
Serie nouă



Banca Națională a României

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

August 2011

Anul VII, nr. 25

Serie nouă

NOTĂ

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

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

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

Banca Națională a României

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

Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune online)

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 aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 3 august 2011 și include informațiile disponibile până la data de 29 iulie 2011.

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
ANAF	Agencia Națională de Administrare Fiscală
ANOFM	Agencia 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 al SUA
FMI	Fondul Monetar Internațional
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i> (Comisia Federală a Operațiunilor de Piață)
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
IFI	instituții financiare internaționale
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IPPI	indicele prețurilor producției industriale
IVU	indicele valorii unitare
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
MMFPS	Ministerul Muncii, Familiei și Protecției Sociale
ON	<i>overnight</i>
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBID	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele atrase de bănci
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
1W	o săptămână
12M	12 luni

Cuprins

I. SINTEZĂ.....	7
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI.....	11
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	14
1. Cererea și oferta.....	14
1.1. Cererea	15
1.2. Oferta	17
2. Piața muncii.....	18
3. Prețurile de import și prețurile de producție	20
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	22
1. Politica monetară.....	22
2. Piețe financiare și evoluții monetare	25
2.1. Ratele dobânzilor.....	25
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	26
2.3. Moneda și creditul.....	28
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI.....	30
1. Scenariul de bază	32
1.1. Ipoteze externe	32
1.2. Perspectivele inflației	33
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	35
1.4. Riscuri asociate proiecției	40
2. Evaluarea de politică monetară.....	42

I. SINTEZĂ

Evoluția inflației și cauzele acesteia

La sfârșitul trimestrului II 2011, rata anuală a inflației IPC s-a situat la nivelul de 7,93 la sută, cu 0,08 puncte procentuale sub cel atins la sfârșitul trimestrului I și cu 0,8 puncte procentuale sub nivelul prognozat în *Raportul asupra inflației* din luna mai. Dinamica mai favorabilă decât cea anticipată a inflației a fost în principal rezultatul evoluției recente a unor factori care au redus presiunile asupra prețurilor alimentare volatile (LFO), conducând în final la scăderea semnificativă a acestora în luna iunie.

Evoluția prețurilor LFO s-a datorat semnalelor de începere a redresării ofertei interne pe acest segment. O atenuare a tensiunilor s-a produs și pe piețele internaționale ale principalelor materii prime agroalimentare, însă influența acestei conjuncturi a fost doar parțial reflectată de prețurile produselor alimentare prelucrate incluse în indicele CORE2 ajustat¹ – rata anuală de creștere a acestora a continuat să se majoreze pe termen scurt, reflectând cu un anumit decalaj evoluțiile prețurilor alimentare volatile, precum și un efect de bază.

Între ceilalți factori de natura ofertei, o influență favorabilă dezinflației a provenit, în trimestrul II, din partea dinamicii prețurilor combustibililor, în timp ce accelerarea creșterii prețurilor administrate și a prețurilor produselor din tutun a avut efecte de sens opus. În aceeași perioadă, rata anuală a inflației IPC a continuat să încorporeze efectul de runda întâi al majorării de la 1 iulie 2010 a cotei standard a TVA.

La sfârșitul trimestrului II, rata anuală a inflației CORE2 ajustat s-a situat la un nivel marginal inferior celui înregistrat în martie (4,7 la sută față de 4,8 la sută). Pe lângă prezența efectelor de runda întâi ale majorării TVA și evoluția prețurilor produselor alimentare prelucrate, influențe adverse dinamicii acestui indice au fost generate și de persistența incertitudinilor asociate mediului macroeconomic intern și extern asupra anticipațiilor privind inflația. Aceste influențe au fost compensate de cele de sens opus, provenind din partea persistenței situației cererii agregate sub nivelul PIB potențial și a atenuării relative a tensiunilor pe piețele internaționale ale unor materii prime nealimentare.

În perioada aprilie-mai 2011, salariile brute în industrie au crescut mai rapid decât productivitatea muncii, plasând dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă în teritoriu pozitiv după șapte trimestre cu valori negative. Deși evoluția este, într-o anumită măsură, rezultatul unor factori conjuncturali, apare drept necesară contracararea apariției eventualelor presiuni inflaționiste din partea dinamicii costurilor salariale prin menținerea corelației acestora cu evoluția productivității.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În ședința din 3 mai 2011, rata dobânzii de politică monetară a fost păstrată la nivelul de 6,25 la sută pe an. Decizia a urmărit menținerea unui ansamblu al condițiilor monetare reale în sens larg adecvat conservării perspectivelor de atingere a țintei de inflație pe termen mediu, în contextul marcat de șocurile adverse generate de prețurile internaționale ale materiilor prime, de

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

persistența riscurilor asociate evoluției ulterioare a acestora și celei a prețurilor administrate, precum și de emergența riscului intensificării fluxurilor volatile de capital.

Ulterior deciziei de politică monetară din data de 3 mai, datele statistice au evidențiat atenuarea pe termen scurt a tendinței ascendente a ratei anuale a inflației. Pe de altă parte, analizele efectuate în cadrul băncii centrale au indicat persistența riscurilor identificate anterior, o relevanță sporită fiind asociată celor generate de criza datoriilor suverane din zona euro și din SUA. Coexistența multiplelor surse de risc și influența acestora asupra anticipațiilor privind inflația mențineau un potențial inflaționist ridicat, în pofida persistenței unui deficit substanțial de cerere agregată.

Având în vedere riscurile semnificative generate de factori de natura ofertei, Consiliul de administrație al BNR a subliniat în ședința din 29 iunie 2011 necesitatea menținerii conduitei prudente a politicii monetare în scopul contracarării eventualelor efecte de runda a doua ale șocurilor adverse prin ancorarea fermă a anticipațiilor inflaționiste. Ca urmare, au fost adoptate decizia de menținere a ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an, precum și cea de nemodificare a nivelurilor ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

Perspectivă inflației

Proiecția actualizată prevede revenirea ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație din jurul țintei centrale de 3 la sută la începutul anului 2012, în urma disipării treptate a efectelor șocurilor adverse de natura ofertei produse pe plan internațional și intern în 2010 și la începutul anului curent.

În trimestrul I 2011, dinamica în termeni anuali a PIB real a revenit în teritoriu pozitiv pentru prima oară după opt trimestre. Proiecția BNR anticipează continuarea în ritmuri moderate a creșterii economice în anul curent, în principal sub impulsul cererii externe. Pentru anul 2012 se prognozează accelerarea creșterii PIB pe fondul revigorării cererii interne de consum și investiții. Reluarea creșterii economice va implica o majorare moderată a deficitului de cont curent al balanței de plăți până la sfârșitul perioadei de referință, anticipată a nu genera presiuni inflaționiste semnificative din perspectiva cursului de schimb al monedei naționale. Presiunile dezinflaționiste exercitate de deficitul de cerere se vor diminua treptat, fără a se epuiza însă până la orizontul proiecției.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2011 la nivelul de 4,6 la sută, cu 0,5 puncte procentuale sub cel anticipat în *Raportul asupra inflației* din luna mai 2011 și cu 0,6 puncte procentuale peste limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei de 3 la sută. Pentru sfârșitul anului 2012 se prevede un nivel al ratei inflației situat în interiorul intervalului de variație, la 3,5 la sută, cu 0,1 puncte procentuale sub cel proiectat anterior.

Scenariul de bază actualizat prevede înscrierea ratei inflației pe un trend descendent pronunțat începând din trimestrul III 2011, până la mijlocul anului 2012. O evoluție similară ca direcție este prevăzută pentru rata inflației CORE2 ajustat. În cazul ambelor măsuri ale inflației, preconizarea unei dezinflații rapide în prima parte a intervalului se datorează în bună măsură disipării pe parcursul trimestrului III 2011 a efectelor de runda întâi ale majorării, în iulie 2010, a cotei standard a TVA. Acest efect statistic de bază va avea o contribuție importantă la reducerea anticipată a ratei inflației IPC, de la 7,9 la sută la sfârșitul trimestrului II 2011 la 4,8 la sută la sfârșitul trimestrului III. Pentru anul 2012, se prevăd revenirea și, ulterior, menținerea

ratei inflației IPC în intervalul de variație din jurul țintei centrale, iar a indicelui CORE2 ajustat la niveluri situate sub 3 la sută.

Revizuirea semnificativă în jos a valorilor proiectate ale ratei anuale a inflației din 2011 se datorează în principal reducerii contribuției prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare, ca urmare a perspectivelor îmbunătățite privind evoluția ofertei agricole interne și a calmării relative a tensiunilor pe piețele externe de profil. Dinamica proiectată a prețului petrolului influențează marginal mai favorabil în anul 2011 prețurile interne ale combustibililor. Pe de altă parte, pentru trimestrul III 2011, atât traiectoria, cât și contribuția la dinamica IPC ale produselor din tutun au fost marginal revizuite în sus față de raportul anterior.

Traectoria inflației de bază CORE2 ajustat și contribuția prognozată a acestuia la dinamica IPC sunt revizuite marginal în sus pentru anul 2011. Pe de o parte, dinamica anticipată a prețurilor de import este, comparativ cu proiecția anterioară, mai puțin favorabilă dezinflației la începutul perioadei de referință. Pe de altă parte, proiectarea unor anticipații inflaționiste relativ mai ridicate și a unui deficit de cerere ușor mai accentuat decât în runda anterioară pe întregul interval al proiecției determină efecte divergente asupra dinamicii indicelui CORE2 ajustat. În cursul anului 2012 însă, pe măsura ajustării descendente a anticipațiilor, influența deficitului de cerere este prevăzută a deveni dominantă, determinând revizuirea ușoară în jos față de prognoza anterioară a traiectoriei ratei inflației CORE2 ajustat și a contribuției acestuia la dinamica IPC.

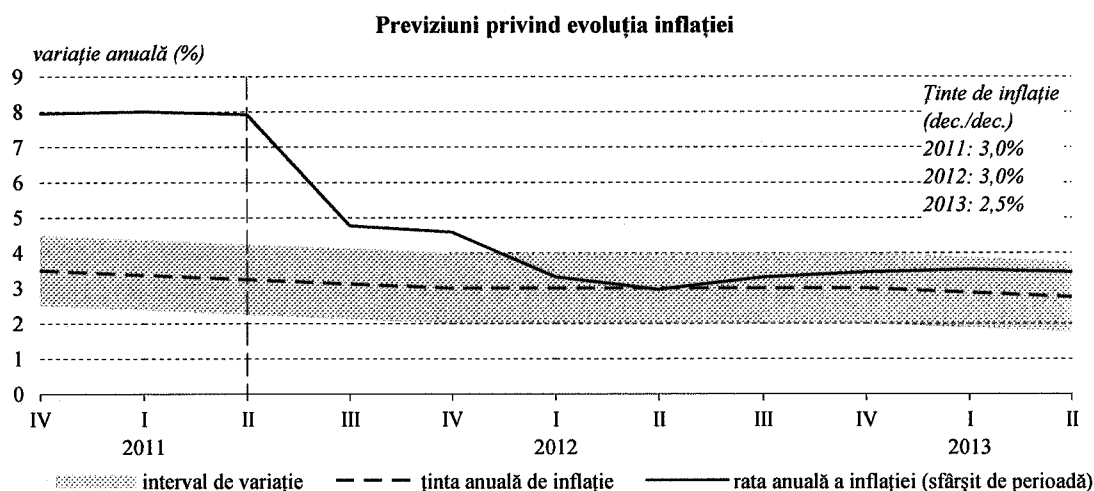
În contextul macroeconomic actual, dominat de impactul șocurilor repetate de natura ofertei și de riscurile aferente relevante pentru intervalul de proiecție în paralel cu persistența deficitului de cerere, preocuparea prioritară a băncii centrale este prevenirea manifestării eventualelor efecte de runda a doua ale acestor șocuri. Ca atare, rata dobânzii de politică monetară va continua să fie poziționată pe o traiectorie compatibilă cu menținerea unui ansamblu al condițiilor monetare reale în sens larg adecvat ancorării ferme a anticipațiilor inflaționiste și consolidării perspectivelor de convergență a ratei inflației către țintele stabilite pe termen mediu. În continuare, asigurarea echilibrelor intern și extern ale economiei naționale este strict condiționată de cooperarea cu politica monetară a celorlalte componente ale setului de politici macroeconomice, prin aplicarea consecventă a programului economic de consolidare fiscală și reforme structurale stabilit în cadrul acordurilor convenite cu UE, FMI și Banca Mondială.

Sursele riscurilor asociate scenariului de bază al proiecției inflației sunt în general similare celor identificate în rundele anterioare de prognoză, provenind atât din mediul intern, cât și din cel extern. Pe termen scurt, balanța riscurilor apare a se fi atenuat în termeni relativi datorită calmării deocamdată a tensiunilor pe piețele internaționale ale materiilor prime și condițiilor favorabile recoltei agricole interne. Pe termen mediu însă, balanța generală a riscurilor apare a se menține semnificativ înclinată în sensul unor evoluții mai puțin favorabile decât cele prevăzute în scenariul de bază.

Principalele riscuri de proveniență internă pe termen mediu sunt asociate dinamicii prețurilor administrate și consecvenței temporale a setului de politici macroeconomice. Probabilitatea adoptării în perioada de referință a unor măsuri cu impact substanțial asupra dinamicii acestei categorii de prețuri este relativ ridicată, în timp ce lipsa unui calendar de ajustări și a unor coordonate cantitative public asumate de autoritățile competente împiedică fundamentarea și cuantificarea adecvate ale ipotezelor incluse în scenariul de bază al proiecției. În privința programului de consolidare fiscală și de reforme structurale stabilit în cadrul acordurilor încheiate cu UE, FMI și Banca Mondială, perspectiva anului electoral 2012 generează riscul unor presiuni de natură politică sau socială care ar putea periclita consecvența aplicării acestuia.

Materializarea riscurilor generate de sursele amintite ar produce abateri semnificative ale inflației de la traiectoria proiectată, inclusiv prin intermediul efectelor propagate asupra cursului de schimb al monedei naționale, al traducerii percepției sporite de risc în dobânzi semnificativ majorate și acces limitat la finanțare atât pentru sectorul public, cât și pentru cel privat, precum și al unor presiuni de majorare a salariilor în exces față de dinamica productivității muncii.

Pe termen mediu, surse preocupante de riscuri provenind din partea mediului extern sunt posibila deteriorare a percepției de risc a investitorilor față de piețele emergente și efectele induse de aceasta asupra economiei naționale, în condițiile escaladării crizei datoriei suverane din Uniunea Europeană și/sau SUA. Chiar dacă o parte a acestor tensiuni s-au atenuat relativ pe parcursul ultimelor săptămâni, posibila resurgență a acestora în perioadele viitoare creează un spectru amplu de incertitudini sub aspectul volatilității fluxurilor de capital adresate României. În același timp, reconfigurarea, cel mai probabil la niveluri mai reduse, a scenariului privind creșterea economică din zona euro, precum și modificarea față de prognoze a parității dintre moneda euro și dolarul SUA s-ar putea concretiza în abateri semnificative ale principalelor variabile macroeconomice de la traiectoria considerată în scenariul de bază. În plus, riscurile pe termen mediu asociate evoluțiilor prețurilor internaționale ale materiilor prime persistă, dată fiind presiunea cererii provenite din partea economiilor emergente dinamice în contextul reluării creșterii economice pe plan mondial.



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

Sursa: INS, proiecție BNR

Decizia de politică monetară

Având în vedere incertitudinile ridicate privind evoluția crizei datoriei suverane și impactul acesteia asupra pieței financiare internaționale, precum și, în contextul menținerii asimetriei balanței riscurilor, existența riscului la adresa anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu indus de probabilele ajustări viitoare de prețuri administrate, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 3 august 2011 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reiterat faptul că aplicarea consecventă a angajamentelor asumate de autoritățile din România în cadrul acordurilor de finanțare convenite cu instituțiile internaționale, în special a celor privind consolidarea fiscală și corelarea evoluției salariilor cu cea a productivității muncii, este esențială pentru consolidarea în ritmul prognozat a dezinflației și redresarea pe baze sănătoase a economiei românești în cadrul proceselor de convergență nominală și reală.

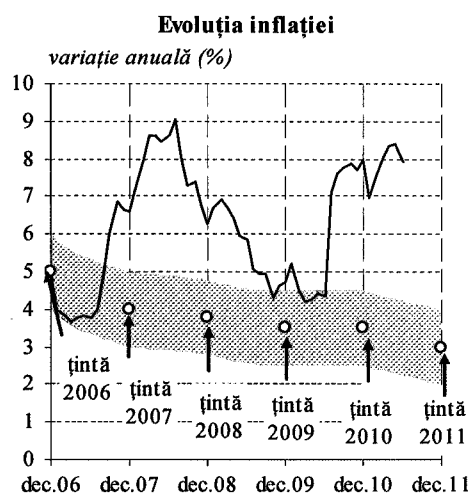
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

La sfârșitul trimestrului II 2011, rata anuală a inflației IPC s-a situat la 7,93 la sută, în ușoară scădere comparativ cu nivelul înregistrat la finele trimestrului anterior. Decalajul față de limita superioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual în jurul țintei de 3 la sută s-a menținut substanțial, încorporând în continuare efectul statistic generat de majorarea taxei pe valoarea adăugată în luna iulie 2010 și impactul șocurilor adverse de ofertă (petrol și materii prime non-energetice) din ultima perioadă. Cu toate acestea, temperarea acestor șocuri în a doua parte a intervalului analizat și perspectivele favorabile ale producției agricole interne s-au reflectat în evoluția prețurilor de consum (îndeosebi a celor volatile), luna iunie consemnând cea mai amplă deflație lunară de la începutul anilor '90. Chiar dacă aceste influențe au fost mai puțin vizibile la nivelul inflației măsurate pe baza indicelui CORE2 ajustat, persistența deficitului de cerere și aprecierea monedei naționale în termeni anuali au contribuit la întreruperea tendinței ascendente manifestate de aceasta pe parcursul ultimului an.

Principala contribuție la temperarea ratei anuale a inflației a revenit prețurilor volatile alimentare, a căror dinamică s-a diminuat cu circa 5 puncte procentuale (până la 23,0 la sută). Deși acestea au continuat să crească în primele două luni ale trimestrului, avansul a fost anulat de o corecție substanțială survenită în luna iunie (-6,6 la sută în termeni lunari), în condițiile unui an agricol normal pe plan intern și internațional. O rigiditate mai mare la ajustări descendente s-a remarcat în cazul prețurilor combustibililor – cealaltă componentă a grupei prețurilor volatile –, evoluția acestora reflectând doar parțial traiectoria predominant descrescătoare a cotațiilor petrolului pe plan internațional², dublată de aprecierea monedei naționale față de dolarul SUA (+2,1 la sută, iunie față de martie 2011).

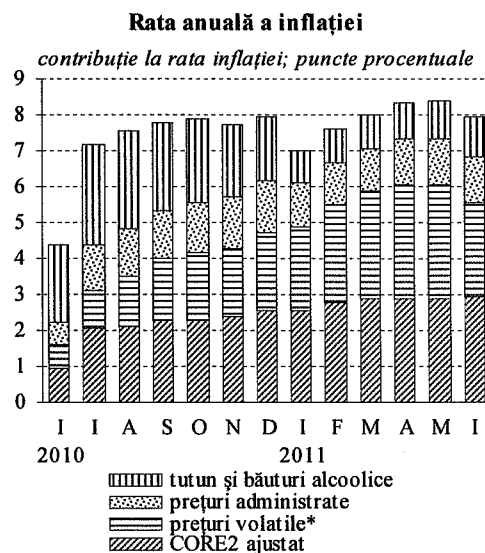
Prețurile administrate au adăugat peste 1 punct procentual la rata anuală a inflației, dinamica acestora ajungând la 7,7 la sută la finele trimestrului analizat, comparativ cu 7,2 la sută în luna martie. Accelerarea de ritm a fost cauzată de majorarea cu 5 la sută a tarifului energiei electrice, ca urmare a introducerii, la 1 aprilie, a unei contribuții pentru sprijinirea producerii de energie în cogenerare de înaltă eficiență.

În sensul frânării dezinflației au acționat și prețurile produselor din tutun (ritm anual în creștere cu +2,2 puncte procentuale, până la 15,1 la sută în iunie), producătorii urmărind refacerea marjelor de



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

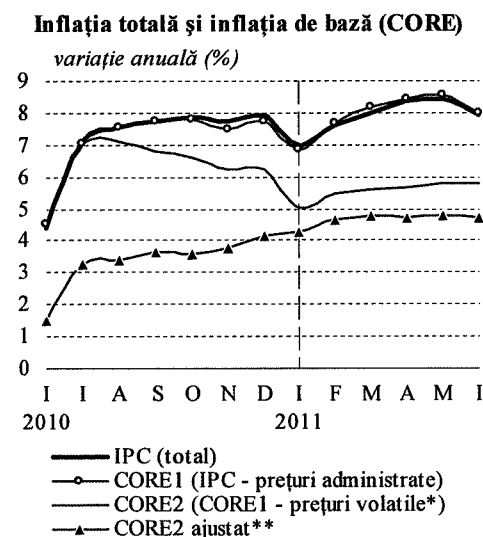
Sursa: INS, calcule BNR



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

Sursa: INS, calcule BNR

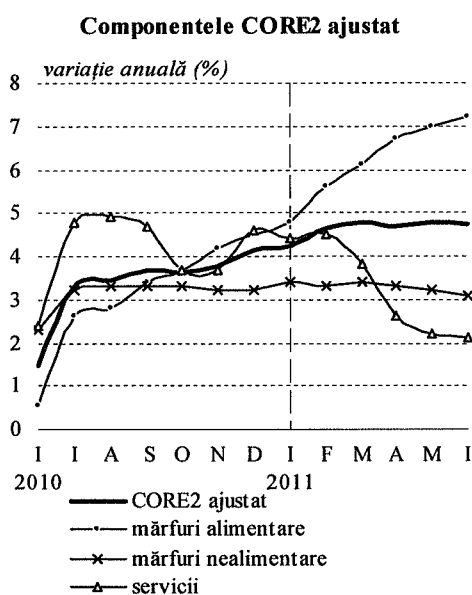
² Prețul țițeiului Brent a coborât de la un maxim de 125,5 dolari SUA pe baril în data de 2 mai la 110,8 dolari SUA pe baril la sfârșitul lunii iunie.



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

**) se elimină grupele: tutun și băuturi alcoolice

Sursa: INS



Sursa: INS, calcule BNR

profit afectate de majorările anterioare ale accizelor, costurile mai ridicate cu materia primă și scăderea volumului vânzărilor.

Analiza evoluției prețurilor din perspectiva sferei de influență a politicii monetare se axează în continuare pe inflația calculată pe baza indicelui CORE2 ajustat, din care sunt eliminate și produsele accizabile. Această măsură a consemnat o aplatizare la nivelul de 4,7 la sută în termeni anuali, în condițiile amplificării discrepantei dintre componentele sale. Astfel, dacă pe segmentul mărfurilor nealimentare și pe cel al serviciilor s-a consemnat dezinflație, rata de creștere a prețurilor mărfurilor alimentare a continuat să se majoreze, însă într-un ritm atenuat.

Determinante pentru temperarea presiunilor inflaționiste la nivelul tuturor componentelor indicelui CORE2 ajustat au fost trenarea cererii de consum³ (reflectată de persistența deviației negative a PIB față de potențial) și evoluția în termeni anuali a monedei naționale față de euro (apreciere de 1,1 la sută în luna iunie comparativ cu o depreciere de 1,8 la sută în martie 2011). Aceasta din urmă a acționat în sensul reducerii dinamicii prețurilor de import, dar și a celei aferente prețurilor interne senzitive la variațiile cursului de schimb⁴.

În cazul mărfurilor alimentare, o influență pozitivă suplimentară au exercitat perspectivele favorabile asociate producției vegetale a anului curent, atât pe plan intern, cât și la nivelul producătorilor relevanți pe plan internațional, cu impact și asupra anticipațiilor inflaționiste ale operatorilor de profil. Cu toate acestea, transmiterea cu un anumit decalaj în prețurile de consum a creșterilor anterioare ale cotațiilor internaționale ale materiilor prime și menținerea acestora la niveluri ridicate față de perioada corespunzătoare a anului precedent (în pofida unor corecții descendente survenite în a doua parte a trimestrului), la care s-a adăugat un efect de bază advers, au determinat prelungirea tendinței crescătoare a inflației pe acest segment.

În schimb, acțiunea factorilor de natura ofertei a fost preponderent favorabilă la nivelul prețurilor mărfurilor nealimentare incluse în măsura CORE2 ajustat. Atenuarea tensiunilor pe piețele unor materii prime pe plan internațional a contribuit la diminuarea ritmului anual de creștere a prețurilor interne de producție ale bunurilor de consum, cât și a celui corespunzător prețurilor externe pentru mărfuri intermediare și bunuri de consum prelucrate,

³ Volumul încasărilor din comerț a scăzut moderat în intervalul aprilie-mai 2011 față de trimestrul anterior (date ajustate sezonier), variația anuală menținându-se negativă (circa -6 la sută).

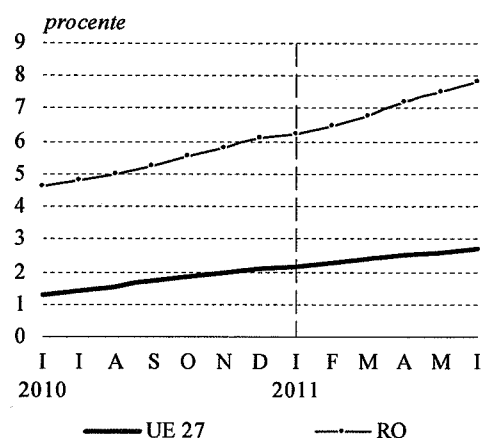
⁴ De exemplu, prețurile produselor cultural-sportive, respectiv ale serviciilor de telefonie.

exclusiv cele alimentare⁵, acest impact fiind însă reflectat doar parțial de prețurile de consum în intervalul analizat. De asemenea, deși costurile unitare cu forța de muncă în industrie au înregistrat o deteriorare în perioada aprilie-mai 2011⁶, se apreciază că evoluția a avut cauze tranzitorii (disfuncționalități temporare în lanțul de producție și efectul de calendar asociat acordării primelor salariale în luni diferite în anii 2010-2011) și un potențial inflaționist redus, dată fiind încetinirea dinamicii prețurilor interne de producție.

Anticipațiile inflaționiste ale consumatorilor și ale operatorilor din industria prelucrătoare, comerț și servicii⁷ s-au situat, pe ansamblu, la un nivel mediu mai ridicat comparativ cu trimestrul anterior, în contextul unor rate ridicate ale inflației în trecut, al persistenței nivelului ridicat al cotațiilor materiilor prime și al incertitudinii asociate mediului economic și politic global. Astfel, în pofida temperării anticipațiilor inflaționiste în luna iunie, acestea au reprezentat, în general, un factor inhibitor al procesului dezinflaționist.

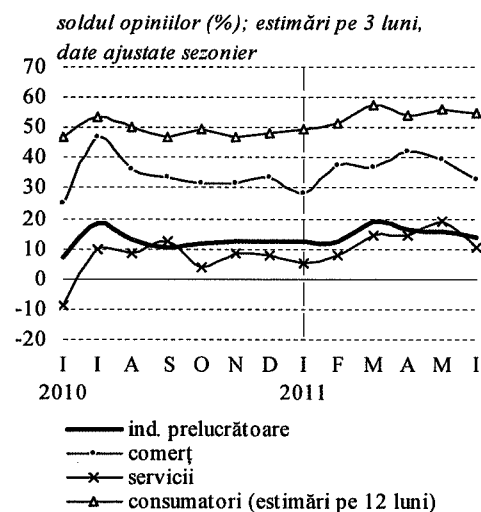
În luna iunie 2011, rata anuală efectivă a inflației a fost cu 0,8 puncte procentuale inferioară proiecției prezentate în *Raportul asupra inflației* din luna mai. Principalul determinant al diferenței l-a constituit temperarea semnificativ mai rapidă decât cea anticipată a presiunilor manifestate în cazul prețurilor volatile alimentare, chiar dacă o influență în același sens, dar de mai mică amplitudine, au avut și celelalte variabile exogene (prețuri administrate, combustibili, tutun).

Rata medie anuală a IAPC



Sursa: Eurostat

Așteptările inflaționiste ale operatorilor economici



Sursa: CE-DG ECFIN

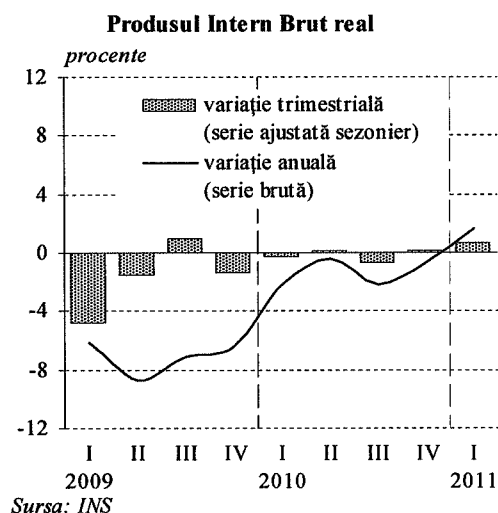
⁵ Aproximate prin prețurile producției industriale pentru piața externă ale UE-15.

⁶ Revenire la rate anuale de creștere pozitive.

⁷ Conform sondajului realizat de INS/CE-DG ECFIN.

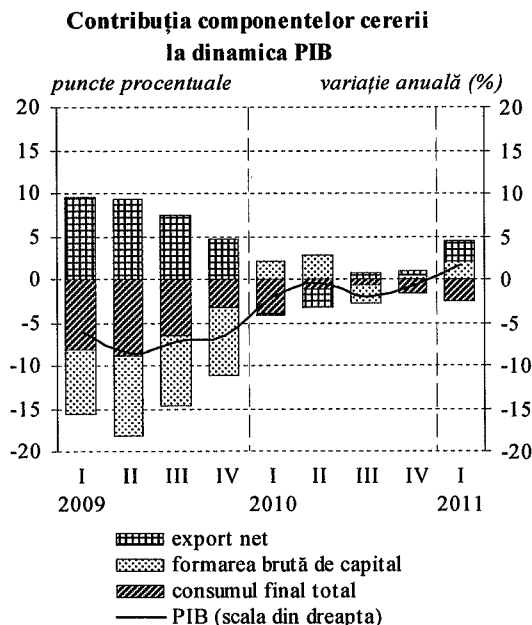
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta



Potrivit datelor provizorii publicate de INS, primul trimestru al anului 2011 a consemnat creșterea PIB real cu 1,7 la sută față de intervalul corespunzător al anului precedent⁸, după opt trimestre consecutive cu ritmuri anuale negative, principala contribuție revenind evoluției din perioada curentă (+0,7 la sută, variație trimestrială)⁹.

La nivelul dinamicii anuale, ecartul dintre rezultatele efective și proiecția benchmark realizată în luna martie 2011 a fost semnificativ (1,3 puncte procentuale), însă explicația este furnizată aproape în exclusivitate de diferența existentă între indicele anual obținut din seria brută (publicat de INS) și cel calculat pe baza seriei ajustate sezonier, utilizată în proiecția BNR – realizând comparația pe această ultimă serie, ecartul se reduce la -0,1 puncte procentuale. În ceea ce privește variația trimestrială, nu există diferențe între dinamica PIB efectivă și cea prognozată.



Din perspectiva cererii, revigorarea PIB real în termeni anuali a fost susținută de segmentul extern, în timp ce contribuția cumulată a consumului final și formării brute de capital fix s-a deteriorat față de intervalul anterior. Trebuie însă subliniat rolul semnificativ pe care poziția „variația stocurilor” îl deține în explicarea variației PIB cu toate că, potrivit metodologiei conturilor naționale, această componentă reprezintă un element de echilibrare între cele două abordări ale PIB (pe categorii de resurse și respectiv de utilizări). La nivelul trimestrului I, această contribuție este consistentă atât în cazul modificării anuale a PIB real, cât și în cel al variației trimestriale. De altfel, în acest din urmă caz, intensificarea creșterii economice comparativ cu trimestrul IV 2010 (de la +0,1 la +0,7 la sută) nu a fost practic susținută de nicio componentă cu conținut economic – consumul final a continuat să se restrângă (cu 0,8 la sută), formarea brută de capital fix și-a inversat traiectoria (-2 la sută), iar aportul cererii externe nete s-a deteriorat (de la +1 punct procentual la -0,3 puncte procentuale).

Pe partea ofertei, dinamizarea PIB real (în termeni anuali și trimestriali) s-a datorat în esență industriei, în principal ca efect al menținerii pe trend ascendent a cererii principalilor parteneri comerciali externi.

⁸ În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum, determinate pe baza seriilor de date neajustate.

⁹ Modificările față de trimestrul anterior sunt calculate pe baza seriilor de date ajustate sezonier.

1.1. Cererea

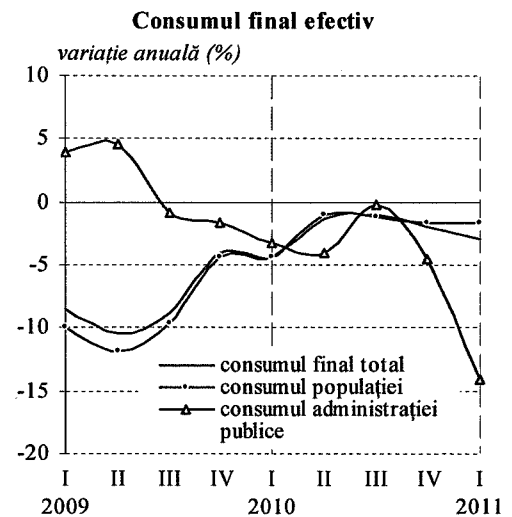
Cererea de consum a marcat o nouă contracție în termeni anuali (-3 la sută, față de -2 la sută în trimestrul IV 2010), atribuită atât segmentului privat, cât și celui guvernamental. În primul caz, ajustarea de volum a fost de amplitudine similară celei din trimestrul IV 2010 (-1,7 la sută) și s-a produs pe fondul: (i) restrângerii în continuare a venitului disponibil al populației¹⁰; (ii) menținerii presiunii asociate gradului ridicat de îndatorare; (iii) apelului în scădere la finanțare bancară – soldul creditelor de consum s-a redus cu circa 34 la sută pe componenta „lei” (variație reală) și cu 6,6 la sută pe componenta „euro”, evoluții similare înregistrându-se și în cazul creditelor *overdraft*¹¹.

Din perspectiva influenței cererii asupra prețurilor de consum, evoluțiile curente ale volumului cifrei de afaceri din comerț în cazul produselor cu reprezentativitate ridicată în coșul de consum nu sugerează acumulări de tensiuni la nivelul trimestrului I – achizițiile de bunuri alimentare și carburanți (care cumulează circa 45 la sută din bugetul gospodăriilor populației) au continuat să scadă (cu aproape 3 la sută în termeni trimestriali).

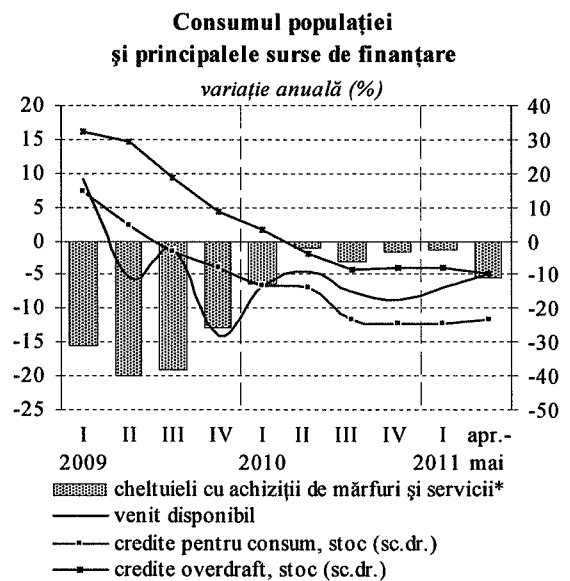
Diminuarea cererii de consum a afectat îndeosebi piața produselor de fabricație internă¹², atât în cazul bunurilor de uz curent, cât și în cel al durabilelor. Excepție a făcut segmentul auto, care a consemnat o majorare de 2,5 ori a dinamicii anuale aferente vânzărilor din producția autohtonă (până la 45,9 la sută, nivel sensibil superior ritmului de creștere a volumului importurilor la această categorie de produse¹³).

În ceea ce privește consumul final guvernamental, primele trei luni ale anului curent au marcat o intensificare a ritmului de scădere (de la -4,5 la sută la -14 la sută în termeni anuali), această traiectorie fiind corelată cu evoluția numărului de salariați din sectorul administrației publice.

În trimestrul I 2011, bugetul general consolidat a înregistrat un sold negativ de 5 190 milioane lei¹⁴ (echivalent cu 1,0 la sută din



Sursa: INS



*) pentru apr.-mai 2011 s-a utilizat volumul cifrei de afaceri în comerț și servicii de piață

Sursa: INS, MFP, calcule BNR

¹⁰ Aproximat prin suma dintre veniturile din salarii, transferurile sociale (asigurări sociale de stat, asigurări de șomaj și de sănătate) și fluxurile din exterior sub forma remiterilor din munca în străinătate și a transferurilor curente private de la nerezidenți.

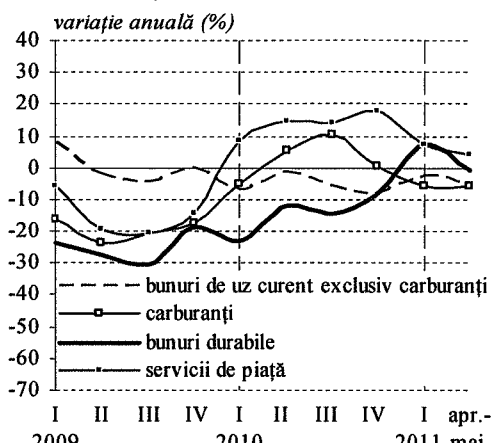
¹¹ O abordare a creditelor din perspectiva contractelor nou încheiate are o relevanță limitată pentru analiza resurselor destinate acoperirii cererii de consum, în contextul în care, și în trimestrul I 2011, evoluția acestora a fost dominată de operațiunile de refinanțare a datoriilor mai vechi.

¹² Concluziile privind evoluția ofertei autohtone sunt sugerate de dinamica volumului cifrei de afaceri aferente producției industriale destinate pieței interne.

¹³ 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.

¹⁴ Datele preliminare publicate de MFP cu privire la nivelul deficitului bugetului general consolidat la finele lunii martie 2011 relevă astfel respectarea plafonului agreat prin acordul cu FMI pentru primul trimestru al acestui an (6 300 milioane lei).

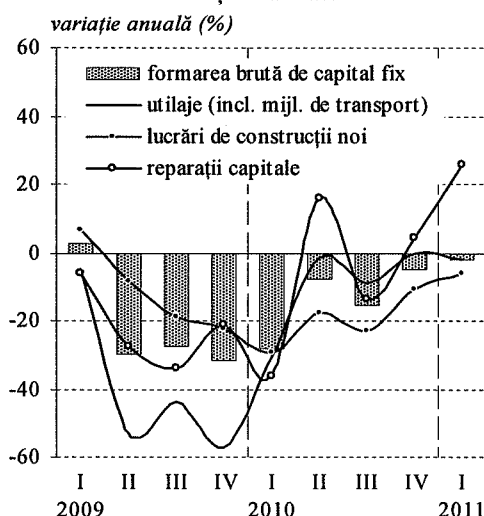
Achiziții de mărfuri și servicii*



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

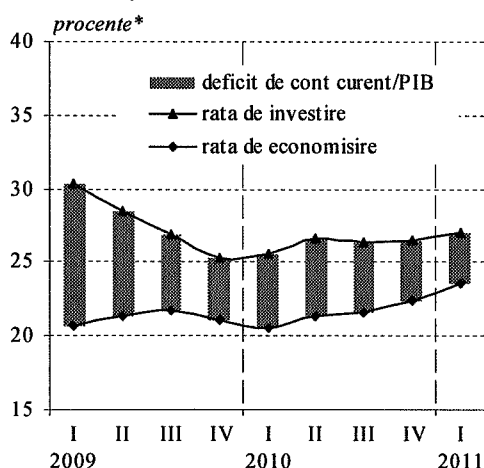
Sursa: INS, calcule BNR

Investiții realizate



Sursa: INS, calcule BNR

Rata de investire și rata de economisire



*) media ultimilor 4 trimestre

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

Sursa: INS, calcule BNR

PIB¹⁵), substanțial inferior celui consemnat în perioada similară a anului anterior (8 422 milioane lei¹⁶, respectiv 1,6 la sută din PIB). Comprimarea deficitului bugetar s-a datorat continuării creșterii¹⁷ veniturilor, deși într-un ritm mai lent decât în trimestrul precedent (2,5 la sută, față de 9 la sută), dar mai ales scăderii în termeni anuali a cheltuielilor bugetare (-5,8 la sută, comparativ cu o creștere de 3,6 la sută în precedentele trei luni). Cea din urmă evoluție a fost în principal rezultatul reîntrării în teritoriul negativ a dinamicii componente primare a acestor cheltuieli (-7 la sută, față de +3,4 la sută în ultimul trimestru din 2010), ca efect al menținerii tendinței descendente a cheltuielilor de personal (-26,2 la sută) și a celor cu asistența socială (-9,6 la sută), precum și al diminuării relative a sumelor alocate „altor transferuri” (-4,8 la sută); și cheltuielile de capital și-au redus sensibil rata de creștere în trimestrul I, aceasta rămânând însă pozitivă (4,1 la sută).

Formarea brută de capital fix și-a atenuat rata anuală de scădere la mai puțin de jumătate din cea consemnată în ultimul trimestru al anului 2010 (până la -2,2 la sută). Contribuții în acest sens au revenit, în principal, investițiilor de natura construcțiilor, în condițiile în care volumul lucrărilor pentru obiective noi s-a restrâns într-un ritm mai lent (-6,1 la sută, față de -11 la sută în trimestrul IV 2010, evoluție datorată însă, în exclusivitate, unui efect de bază), iar reparațiile capitale și-au majorat de peste 5 ori viteza de creștere (până la +25,6 la sută). În schimb, achizițiile de utilaje (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții) și-au accelerat viteza de scădere în termeni reali de la -0,4 la sută în ultimul trimestru al anului 2010 la -2 la sută în perioada analizată.

În condițiile în care apetitul investițional al populației este în continuare afectat de restrângerea surselor proprii și a celor împrumutate, temperarea declinului investițiilor la nivelul economiei pare să fi fost imprimată, pe de o parte, de sectorul corporatist, indicii în această privință fiind furnizate îndeosebi de: intensificarea ratei anuale de creștere a valorii adăugate brute din sectoarele nebugetare (până la 3 la sută față de 0,5 la sută în trimestrul IV 2010), cu efect favorabil în planul consolidării surselor proprii de finanțare, dar și de avansul cu circa 9 la sută înregistrat în ultimele patru trimestre de fluxurile nete de capital sub forma investițiilor străine directe ale nerezidenților¹⁸. Pe de altă parte, acumulări de capital s-au realizat și în sectorul administrativ (+8,5 la sută în termeni reali – calcule pe baza execuției bugetare).

¹⁵ Pentru analiză au fost folosite datele operative aferente execuției bugetare de la sfârșitul lunii martie 2011, publicată de MFP.

¹⁶ Datele aferente execuției bugetare din 2010 au fost recalculat de către MFP pentru a asigura comparabilitatea cu cele din 2011.

¹⁷ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmul anual de creștere exprimat în termeni reali.

¹⁸ Calcule pe baza balanței de plăți.

Avansul înregistrat în continuare de economiile principalilor parteneri externi¹⁹ s-a reflectat într-o intensificare a ritmului anual al exporturilor de bunuri și servicii, până la +23,6 la sută (+6,5 puncte procentuale comparativ cu dinamica aferentă trimestrului IV 2010). Această evoluție a antrenat o creștere a importurilor de bunuri și servicii, însă de amplitudine inferioară celei înregistrate de exporturi, posibil datorită redresării ofertei autohtone de bunuri intermediare, dar și unei mai bune acoperiri din producția internă a cererii la anumite categorii de produse finite (bunuri de capital).

Mai mult de jumătate din avansul volumului fizic al exporturilor¹³ a fost determinat de trei grupe de mărfuri – „mașini și echipamente” (7,4 puncte procentuale), „mijloace de transport” și „produse ale industriei chimice, inclusiv cauciuc și mase plastice”, în condițiile în care ultimele două grupe și-au accelerat vizibil rata anuală de creștere (până la +20, respectiv +33 la sută).

1.2. Oferta

Revigorarea în termeni anuali a PIB real în trimestrul I a fost atribuită în principal industriei, dar merită semnalată și atenuarea aportului negativ al construcțiilor. Comparativ cu intervalul precedent, serviciile și agricultura nu au consemnat modificări importante ale contribuțiilor la dinamica PIB.

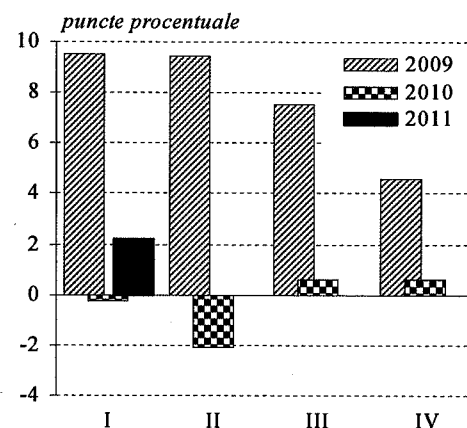
Valoarea adăugată brută din industrie a marcat un nou salt al ratei anuale de creștere, până la 10,1 la sută. În privința producției, ritmurile cele mai alerte (parțial determinate însă de un efect de bază) au fost înregistrate de industria chimică și farmaceutică, metalurgie, industria mijloacelor de transport rutier și, prin asociere, de echipamente electrice, dar și de industria de mașini și echipamente. Remarcabil este faptul că, dincolo de influența favorabilă a cererii externe asupra producției industriale românești, trimestrul I a consemnat o creștere a livrărilor către piața internă, tendință observată în cazul tuturor categoriilor de produse menționate anterior.

În construcții, VAB și-a temperat din nou ritmul anual de scădere (de la -7 la sută în trimestrul IV 2010 la -2,4 la sută), dar la acest rezultat a contribuit în principal un efect de bază, evoluțiile curente continuând să fie modeste (cvasistagnare a lucrărilor la clădiri; contracție de volum la construcțiile ingineresti).

O ușoară atenuare a vitezei de scădere a fost înregistrată și de sectorul serviciilor (până la -2 la sută, variație anuală), singura evoluție favorabilă observându-se la nivelul subsectorului „comerț,

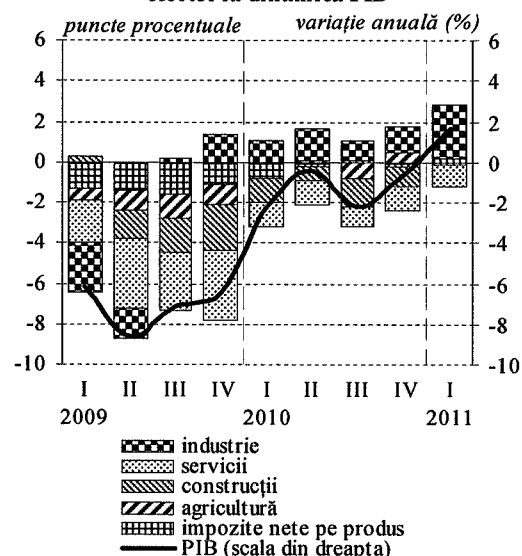
¹⁹ La nivelul zonei euro (componenta inițială), PIB real s-a majorat cu 2,8 la sută în termeni anuali (față de 2,1 la sută în trimestrul IV 2010), evoluție însoțită de o nouă creștere a volumului importurilor de bunuri și servicii (cu 9,8 la sută).

Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB



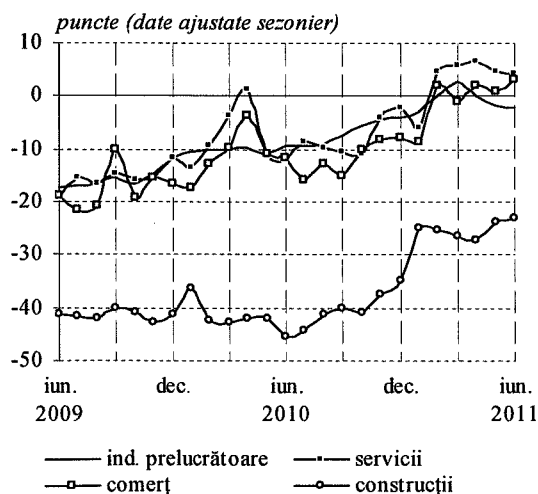
Sursa: INS, calcule BNR

Contribuția componentelor ofertei la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

Sectorul corporatist: indicatorii de încredere pentru următoarele 3 luni



Sursa: CE-DG ECFIN

repararea automobilelor și a articolelor casnice; hoteluri și restaurante; transporturi și telecomunicații” – creștere a VAB cu 1,1 la sută, față de -2,9 la sută în trimestrul IV 2010.

În agricultură, rata anuală de creștere a devenit ușor negativă (-0,4 la sută), în condițiile în care dinamica trimestrială a VAB a consemnat o puternică inversare de semn (până la -4,1 la sută, după ce în intervalul precedent se înregistrase o creștere de 6 la sută, în principal pe seama recoltării cu întârziere a anumitor grupe de plante).

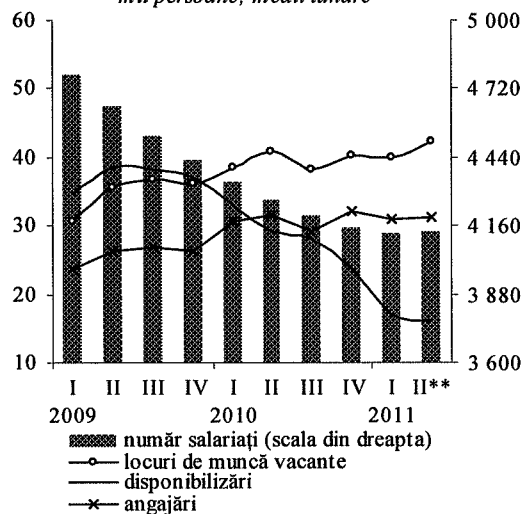
2. Piața muncii

În perioada martie-mai 2011, piața muncii s-a caracterizat prin evoluții mixte, fiind puternic influențată de factori conjuncturali care au afectat temporar volumul activității economice și cererea de forță de muncă. Câștigul salarial nominal a revenit la ritmuri anuale pozitive de creștere, însă perspectivele de îmbunătățire semnificativă a condițiilor pe piața muncii se mențin incerte, astfel încât riscurile inflaționiste sunt, deocamdată, moderate.

Conform datelor statistice disponibile²⁰, dezechilibrul dintre cererea de forță de muncă și oferta excedentară pare să se fi atenuat, determinant fiind comportamentul șomerilor de a renunța la sprijinul oferit de ANOFM după expirarea perioadei de indemnizare. Presupunând că doar o parte dintre aceste persoane continuă să își caute un loc de muncă prin mijloace proprii (iar altele decid să migreze în afara țării sau devin inactive), tendința puternic descendentă a ratei șomajului înregistrat (de la 6,1 la sută în luna februarie 2011 la 5,2 la sută în mai) indică o restrângere a ofertei eligibile pe piața muncii. În schimb, absorbția de forță de muncă a jucat un rol minor în reducerea dezechilibrului, numărul angajărilor plasându-se în perioada aprilie-mai 2011 la un nivel similar celor din trimestrele I 2010 – I 2011. Totuși, pe fondul temperării disponibilizărilor, numărul de salariați raportat de angajatori s-a majorat după zece trimestre de scădere. Inversarea trendului descendent s-a datorat sectorului privat, în care punctul de inflexiune a fost consemnat încă din luna februarie, în timp ce în sectorul bugetar au continuat reducerile de personal.

Cererea de forță de muncă a fost influențată, într-o anumită măsură, de anticipările companiilor privind intrarea în vigoare a noului Cod al muncii (care a avut loc în luna mai), precum și de factorii conjuncturali care au determinat încetinirea activității sectorului industrial²¹. Deciziile companiilor în anticiparea modificărilor legislative s-au concretizat, pe de o parte, în ieșirea

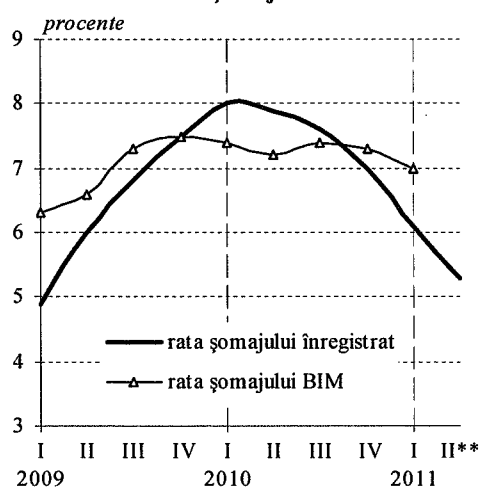
Măsuri ale cererii de forță de muncă*
mii persoane; medii lunare



*) date ajustate sezonier **) apr.-mai

Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR

Rata șomajului*



*) date ajustate sezonier **) apr.-mai

Sursa: INS, calcule BNR

²⁰ Date ANOFM, ajustate sezonier.

²¹ Sincopă în lanțul de aprovizionare, lucrări ample de revizii în metalurgie.

din economia informală a unui segment de cerere existent, în contextul înăsprii sancțiunilor aplicate angajatorilor care nu încheie contracte de muncă legale, iar, pe de altă parte, în amânarea unor angajări până la momentul aplicării prevederilor noului act normativ. Pentru perioada iunie-august 2011, rezultatele sondajului INS/DG ECFIN²² semnalează o relativă revigorare a cererii de forță de muncă numai în cazul operatorilor din comerț, perspectivele de îmbunătățire semnificativă a condițiilor pe piața muncii rămânând astfel incerte.

În industrie, după șapte trimestre de valori negative, dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă a revenit în teritoriu pozitiv în perioada aprilie-mai 2011 (+5 la sută), parțial sub acțiunea unor factori conjuncturali localizați la nivelul sectorului prelucrător (+7,9 la sută). Astfel, doar câteva ramuri au continuat să înregistreze evoluții favorabile (industria alimentară, prelucrarea țesutului, industria chimică și farmaceutică), în timp ce industria ușoară, metalurgia, industriile producătoare de mașini și utilaje, echipamente electrice, electronice și automobile au consemnat creșteri ale acestor costuri cu procente cuprinse între 8 la sută și 27 la sută în termeni anuali, pe fondul unor pierderi semnificative de producție și, prin urmare, de productivitate a muncii.

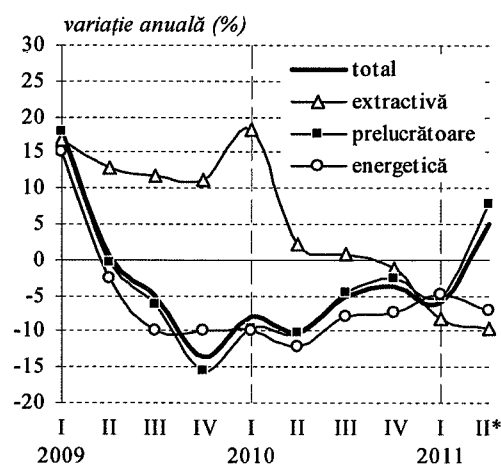
Câștigul salarial mediu net pe economie a fost, față de aceeași perioadă a anului anterior, relativ constant în trimestrul I 2011 și superior cu 3,2 la sută în intervalul aprilie-mai 2011, în condițiile acordării primelor de Paști în luni diferite în anii 2010-2011. În sectorul privat, ritmul anual aferent salariului net s-a accelerat de la 6,5 la sută în trimestrul I la 8,1 la sută; în absența efectului de calendar menționat, acesta ar fi fost însă relativ stabil pe parcursul primelor cinci luni ale anului 2011, ceea ce sugerează că presiunile asociate negocierilor salariale nu s-au intensificat²³. În sectorul bugetar, câștigurile salariale au continuat să se situeze la niveluri sensibil inferioare celor din perioada similară a anului precedent (-11 la sută), consemnându-se totuși o atenuare a decalajului.

În pofida redresării câștigului salarial net nominal, dinamica reală a veniturilor salariale a rămas negativă. Această evoluție, alături de persistența declinului veniturilor din exterior și de stagnarea transferurilor sociale, s-a reflectat în menținerea venitului disponibil real la niveluri inferioare celor din intervalul corespunzător al anului precedent (-4,8 la sută în perioada aprilie-mai 2011, față de -6,9 la sută în trimestrul I 2011), ceea ce sugerează trenarea cererii de consum și în trimestrul II 2011.

²² Sondaj în rândul companiilor din industria prelucrătoare, construcții, comerțul cu amănuntul și servicii privind evoluția anticipată a numărului de salariați în următoarele trei luni.

²³ În mod tradițional, rezultatul negocierilor salariale se reflectă în nivelul câștigului salarial în luna martie.

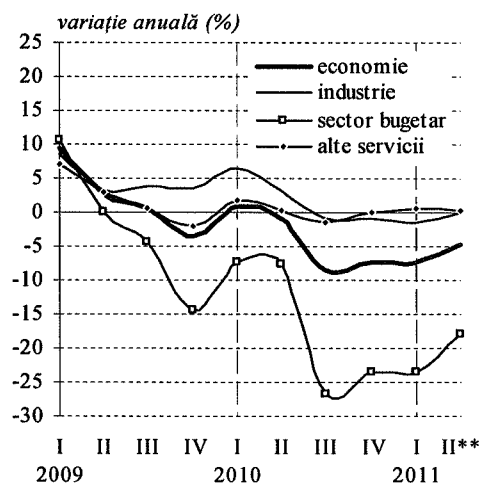
Costul unitar cu forța de muncă în industrie



*) apr.-mai

Sursa: INS, calcule BNR

Salariul net real*



*) deflatat cu IPC **) apr.-mai

Sursa: INS, calcule BNR

3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul I 2011, menținerea tensiunilor pe piețele externe ale materiilor prime a determinat accentuarea presiunilor inflaționiste exercitate atât de prețurile de import, cât și de cele ale producției interne (industrială și agricolă). Pentru trimestrul următor există indicii ale unei inversări de trend, susținută în principal de evoluțiile externe.

În trimestrul I 2011, aportul nefavorabil al inflației importate la dinamica prețurilor interne s-a accentuat, în condițiile în care indicele valorii unitare a importurilor s-a majorat cu 2,1 puncte procentuale față de intervalul precedent (până la 108,7 la sută), iar poziția monedei naționale față de principalele valute s-a deteriorat.

Similar perioadelor anterioare, prețurile externe ale mărfurilor alimentare și ale bunurilor energetice au continuat să consemneze cele mai pronunțate variații anuale (de până la 32,8 la sută), în primul caz fiind observată o tendință de extindere a grupelor care au înregistrat indici pronunțat supraunitari și, în general, în creștere comparativ cu intervalul anterior (carnea și zahărul s-au adăugat grupelor produse vegetale, cafea, grăsimi și uleiuri).

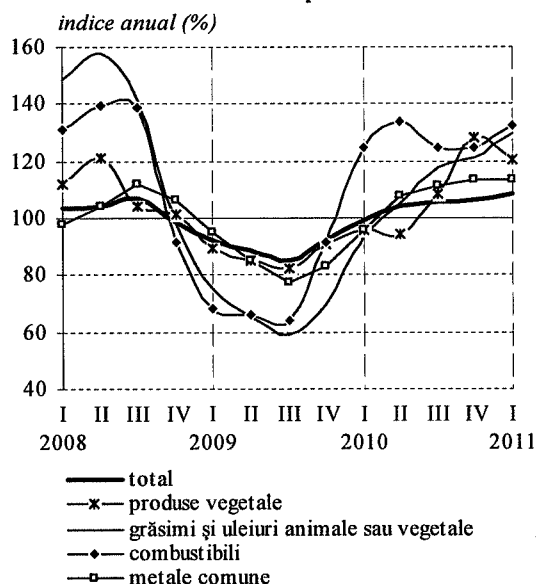
În cazul unor mărfuri nealimentare (produse farmaceutice, îmbrăcăminte, încălțăminte), indicii valorii unitare s-au menținut la valori ridicate (până la 109,1 la sută), în pofida unor relative atenuări de ritm comparativ cu intervalele anterioare, iar în cel al bunurilor de folosință îndelungată²⁴ s-a consemnat chiar o inversare de tendință (de la 97,7 la sută în trimestrul IV 2010 la 104,7 la sută în perioada ianuarie-martie 2011).

În trimestrul II 2011, prețurile de import și-ar putea atenua aportul nefavorabil la evoluția prețurilor interne în condițiile în care, pe piețele externe ale materiilor prime, au apărut indicii de relaxare a presiunilor, iar cursul de schimb a avut o influență favorabilă.

Trendul ascendent ce a marcat evoluția prețurilor producției industriale pentru piața internă în ultimele cinci trimestre a continuat și în perioada ianuarie-martie 2011 (+1,5 puncte procentuale față de trimestrul IV 2010, până la 9,1 la sută), presiunile din partea prețurilor externe ale materiilor prime rămânând considerabile. Grupele de bunuri cu expunere majoră la aceste influențe au fost în continuare bunurile intermediare și cele energetice, unde ritmurile anuale de creștere a prețurilor de producție au consemnat cele mai ridicate valori (până la 13,7 la sută).

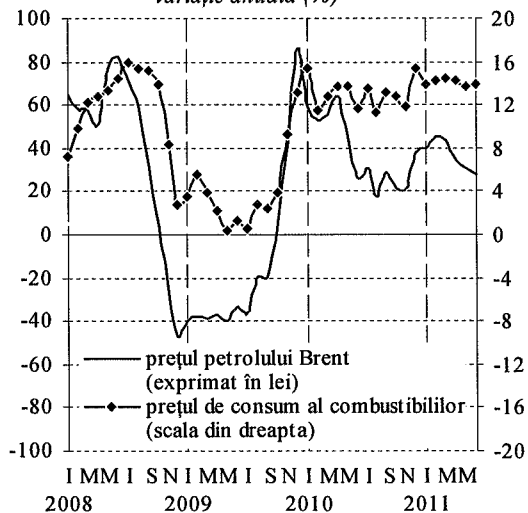
O intensificare de ritm s-a consemnat și în cazul bunurilor de consum (+1,2 puncte procentuale, până la 8,3 la sută), dar – spre deosebire de intervalele precedente – plusul de dinamică pare să se fi datorat în mai mare măsură bunurilor de folosință îndelungată

Principalele surse de presiune la nivelul valorii unitare a importurilor



Sursa: INS, calcule BNR

Prețul petrolului și prețul de consum al combustibililor
variație anuală (%)



Sursa: INS, AIE, calcule BNR

²⁴ Grupa „mașini, aparate și echipamente electrice” din Nomenclatorul Combinat.

(+2,7 puncte procentuale, până la 4,2 la sută), pentru care evoluțiile curente indică cea mai mare variație trimestrială din ultimele șase intervale (+2 la sută, serie ajustată sezonier), chiar în absența unor indicii clare de revigorare a cererii. În ceea ce privește bunurile de uz curent, accelerarea ritmului de creștere la 8,7 la sută a fost, din nou, imprimată de industria alimentară (+15,7 la sută), afectată de mișcările nefavorabile ale prețurilor materiilor prime.

Singura grupă de bunuri care nu a consemnat modificări ale dinamicii anuale a prețurilor de producție comparativ cu intervalele precedente a fost cea a bunurilor de capital (4,9 la sută).

Evoluțiile din perioada aprilie-mai indică o detensionare a piețelor externe ale materiilor prime (în principal agricole, dar și metale și resurse energetice), ceea ce a condus la reducerea ritmurilor anuale ale prețurilor interne de producție până la 7,8 la sută în luna mai. Noi presiuni s-ar putea forma începând cu luna iulie, ca urmare a majorării prețului gazelor naturale la consumatorii industriali, cu impact asupra costurilor de producție din ramurile mari consumatoare (chimie, metalurgie, alimentară).

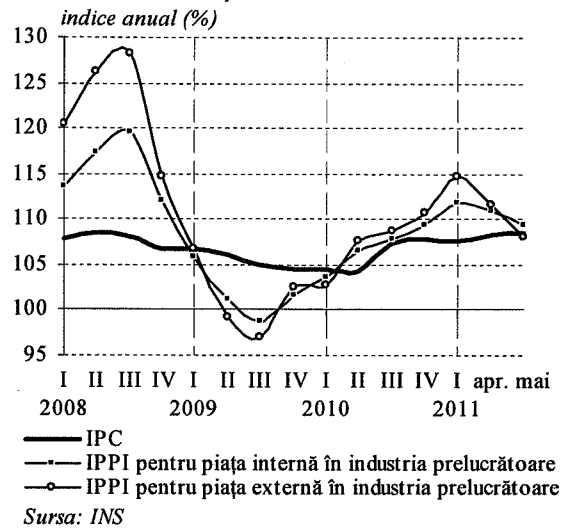
În trimestrul I 2010, prețurile producției agricole și-au intensificat ritmul anual de creștere cu 15 puncte procentuale (până la 40 la sută), contribuții în acest sens revenind ambelor segmente.

Dominantă rămâne, totuși, influența creșterilor de prețuri asociate producției vegetale, dinamica anuală a acestora majorându-se cu 27,6 puncte procentuale (până la 63,4 la sută); factorii determinanți ai acestei mișcări au rămas cei asociați deficitului de ofertă creat de recoltele slabe (mai ales pe plan extern) din anul 2010.

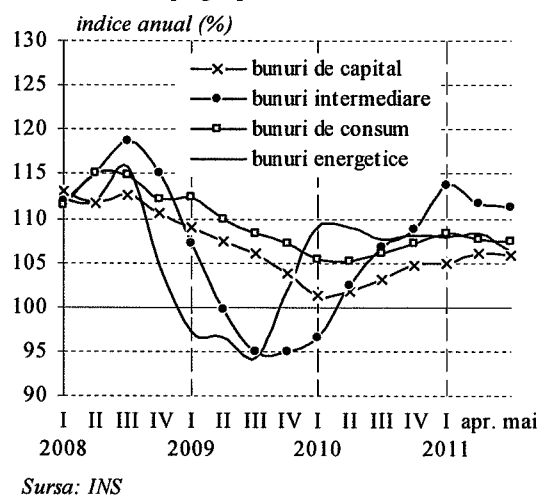
În cazul produselor animale, costurile mai mari cu furajele (dinamică anuală de +56,9 la sută) au determinat majorări de prețuri la toate sortimentele de carne; tensiuni mai mari au fost semnalate pe piața cărnii de ovine (creștere de 67,4 la sută), posibil pe seama restrângerii ofertei interne în contextul expansiunii exporturilor aferente acestui sortiment.

Pentru trimestrul II 2011, sunt posibile atenuări ale tensiunilor pe segmentul produselor vegetale, în condițiile în care piețele externe au reacționat prompt la anunțul Rusiei și al Ucrainei de a elimina restricțiile la exportul de cereale, precum și în contextul estimărilor favorabile privind producția agricolă la nivelul unor furnizori globali importanți. Pe segmentul produselor animale nu sunt previzibile modificări notabile în acest interval.

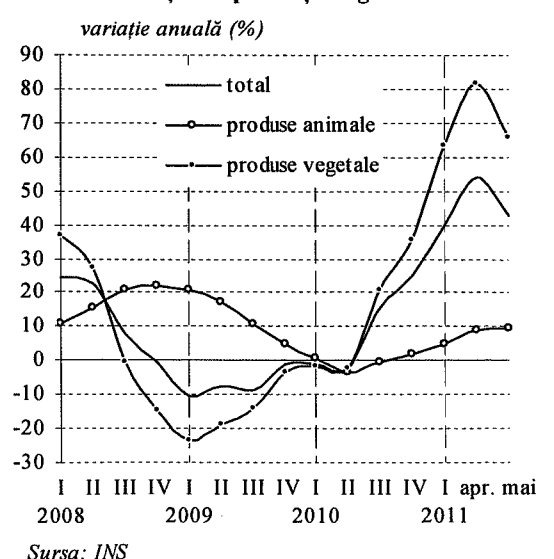
Prețurile producției industriale și de consum



Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale



Prețurile producției agricole



IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

Pe parcursul trimestrului II al anului 2011, Consiliul de administrație al BNR a adoptat două noi decizii de menținere a ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an și de păstrare a nivelurilor în vigoare ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit. Pe acest fond, implementarea, începând din 24 aprilie, a hotărârii de reducere a ratei RMO aferente pasivelor în valută ale instituțiilor de credit²⁵, pe de o parte, și creșterea aprecierii în termeni trimestriali acumulate de leu în raport cu principalele monede, pe de altă parte, au remodelat structura condițiilor monetare reale în sens larg, acestea rămânând adecvate atingerii țintei de inflație pe termen mediu.

Argumentul major al deciziei de menținere a ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an, adoptată de Consiliul de administrație al BNR în ședința din 3 mai 2011, a continuat să-l constituie necesitatea ancorării ferme a anticipațiilor inflaționiste în vederea prevenirii manifestării efectelor secundare ale șocurilor de natura ofertei – amplificate în ultimele luni de intensificarea tensiunilor de pe piețele internaționale ale materiilor prime. Sub impactul direct și indirect al acestora, evoluția curentă a inflației s-a înrăutățit sensibil²⁶, iar coordonatele celei mai recente proiecții pe termen mediu²⁷ au fost revizuite în consecință, traiectoria actualizată a ratei anuale prognozate a inflației urcând pe un palier superior celui evidențiat anterior, în special în prima parte a orizontului de prognoză; un resort suplimentar al acestei ajustări l-a constituit creșterea relativă a dimensiunii majorărilor de prețuri administrate previzionate pentru anul 2011. În același timp însă, scenariul de bază al proiecției actualizate anticipa reluarea dezinflației în al doilea semestru al anului 2011, odată cu disiparea efectului direct al majorării cotei standard a TVA, urmată de revenirea și menținerea în cursul anului 2012 a ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație din jurul punctului central al țintei; o asemenea evoluție avea ca suport perspectiva redresării lente a economiei, implicând prelungirea de-a lungul întregului orizont de prognoză a *gap*-ului negativ al PIB, implicit a presiunilor dezinflaționiste ale acestuia.

²⁵ În ședința din 31 martie, Consiliul de administrație al BNR a decis să reducă de la 25 la 20 la sută rata RMO aplicabilă pasivelor în valută ale instituțiilor de credit, măsura intrând în vigoare începând cu perioada de aplicare 24 aprilie – 23 mai 2011.

²⁶ În luna martie 2011, rata anuală a inflației a atins nivelul de 8,01 la sută.

²⁷ Inclusă în *Raportul asupra inflației* din luna mai 2011.

În favoarea deciziilor BNR a mai pledat persistența riscurilor inflaționiste induse de evoluția prețurilor internaționale ale materiilor prime agricole și petrolului, precum și a incertitudinilor privind viitoarele ajustări de prețuri administrate (inclusiv a celor decurgând din angajamentele asumate în cadrul acordurilor convenite cu UE, FMI și Banca Mondială). Din perspectiva asigurării sustenabilității dezinflației ulterior reluării acestui proces, un alt risc identificat în contextul dat a fost cel de creștere a intrărilor de capital volatil, potențial stimulate de eventuala continuare a îmbunătățirii percepției investitorilor financiari nerezidenți asupra economiei românești și de menținerea diferențialului ridicat al ratei dobânzii.

Rata dobânzii de politică monetară a fost menținută la nivelul de 6,25 la sută pe an și în ședința din 29 iunie 2011 a Consiliului de administrație al BNR, în condițiile în care, pe de o parte, rata anuală a inflației și-a încetinit creșterea în luna mai²⁸ – evoluție compatibilă cu cea mai recentă proiecție pe termen mediu a BNR – iar, pe de altă parte, riscurile asociate perspectivei inflației au rămas semnificative. Sursele acestora le constituiau evoluția prețurilor internaționale ale materiilor prime, incertitudinile privind calendarul și amplitudinea ajustării prețurilor administrate, potențialele mișcări ample/bruste de pe piețele financiare internaționale în contextul evoluției crizei datoriilor suverane, precum și posibilitatea manifestării unor efecte de runda a doua ale șocurilor de natura ofertei produse în ultimele trimestre. Cel din urmă risc se considera a fi însă în continuare diminuat de foarte probabila prelungire a valorilor înalte ale deficitului de cerere, pe fondul previzibilei încetineri a redresării economiei în trimestrul II 2011, în condițiile trenării revigorării principalelor componente ale cererii interne. În cazul cererii de consum, indiciile majore ale unei asemenea evoluții le constituiau: (i) menținerea în teritoriul negativ a dinamicii anuale a volumului cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul în luna aprilie, precum și revenirea la o valoare negativă a variației anuale a volumului cifrei de afaceri din comerțul auto-moto; (ii) prelungirea în aceeași lună a contracției ritmului anual de creștere a câștigului salarial mediu net real, reflectată și de menținerea la valori înalte a declinului în termeni anuali reali al cheltuielilor de personal din sectorul bugetar; (iii) amplificarea în aprilie, comparativ cu media trimestrului I 2011, a scăderii anuale a transferurilor bugetare destinate asistenței sociale, precum și comprimarea, față de perioada similară a anului trecut, a cheltuielilor publice cu bunurile și serviciile (ambele în termeni reali). Acestora li s-a asociat accentuarea valorilor negative ale ritmului de creștere²⁹ a creditului acordat companiilor și populației.

²⁸ În luna mai, creșterea ratei anuale a inflației a fost marginală, ea majorându-se de la 8,34 la sută în aprilie la 8,41 la sută.

²⁹ În absența altor mențiuni, variațiile anuale sunt exprimate în termeni reali.

Dinamica anuală medie a celui din urmă a coborât în perioada aprilie-mai la -8,7 la sută (cu 2,8 puncte procentuale sub media trimestrului I 2011), evoluția reflectând efectele conjugate exercitate de: (i) menținerea valorilor puternic negative ale variației anuale a creditelor în lei acordate persoanelor fizice (-14,1 la sută); (ii) scăderea ritmului de creștere a componentei în valută (exprimate în euro) și (iii) efectul statistic exercitat de evoluția cursului de schimb al leului. Cu toate acestea, soldul împrumuturilor în lei și al celor în valută (exprimate în euro) acordate persoanelor fizice au consemnat ușoare creșteri în fiecare din cele două luni, ceea ce sugerează că, pe lângă operațiunile de restructurare a împrumuturilor, băncile au acordat și credite noi; evoluția s-a corelat într-o anumită măsură cu scăderea ratelor dobânzilor aferente împrumuturilor noi în lei, cu tendința de relaxare a celorlalte condiții de creditare aferente împrumuturilor pentru consum evidențiată începând cu primele luni ale anului 2011³⁰, precum și cu prelungirea trendului de ameliorare ușoară a indicatorului de încredere a consumatorilor. Pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului II 2011, dinamica anuală medie a creditelor de consum și a celor pentru alte scopuri acordate populației³¹ s-a adâncit însă în teritoriul negativ (-12,8 la sută, față de -10,7 la sută în trimestrul I); o scădere și mai amplă a consemnat rata medie de creștere a creditelor pentru locuințe (3,4 la sută, comparativ cu 9,1 la sută în primele trei luni ale anului 2011).

Spre deosebire de lunile anterioare, intervalul aprilie-mai s-a caracterizat și printr-o reaccentuare a declinului variației medii anuale a plasamentelor totale bancare ale populației (-4,3 la sută, față de -1,4 la sută), survenită pe fondul prelungirii contracției veniturilor din salarii, coroborată cu necesitatea satisfacerii serviciului datoriei contractate anterior; evoluția s-a datorat într-o anumită măsură și amplificării portofoliului de titluri de stat al persoanelor fizice. Analiza structurii pe scadențe a relevat faptul că majoritatea categoriilor de depozite ale populației a consemnat scăderi ale variației anuale comparativ cu valorile înregistrate în trimestrul I 2011; cu toate acestea, menținerea unor importante decalaje de ritm a contribuit la consolidarea ponderii depozitelor la termen în totalul plasamentelor acestui sector (79,8 la sută).

Pe parcursul trimestrului II 2011, maniera de gestionare de către BNR a lichidității a continuat să fie adecvată condițiilor concrete de funcționare a diferitelor segmente ale pieței financiare interne. Poziția de debitor net a băncii centrale față de sistemul bancar s-a amplificat ușor, perioadele cu excedent de lichiditate continuând

³⁰ Conform ediției din luna mai a *Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației*.

³¹ Cei doi indicatori au fost cumulați pentru eliminarea efectelor modificărilor de metodologie statistică survenite ca urmare a intrării în vigoare a Normei BNR nr. 10/2009 pentru aplicarea Regulamentului BCE nr. 25/2009.

însă să fie întrerupte de formarea episodică a unor deficite de rezerve. În consecință, operațiunile de politică monetară ale BNR au fost destinate preponderent drenării excedentului de lichiditate, care s-a realizat exclusiv prin intermediul facilității de depozit. Sporadic, BNR a furnizat lichiditate instituțiilor de credit prin intermediul unor operațiuni repo, cu scadențe de 3-5 zile, efectuate prin licitație la rată fixă de dobândă, în cadrul cărora ofertele băncilor au fost alocate integral.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

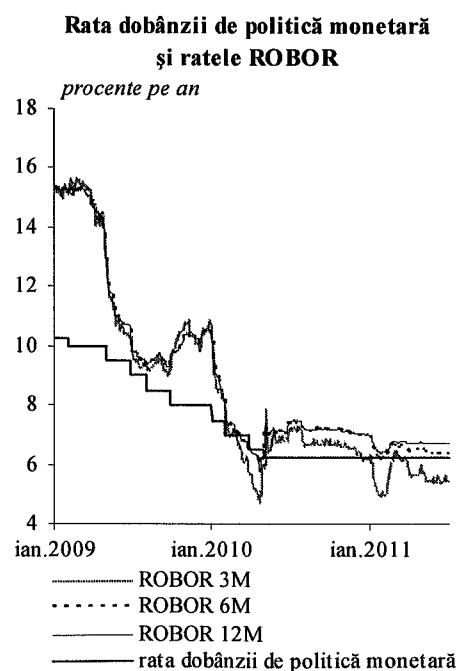
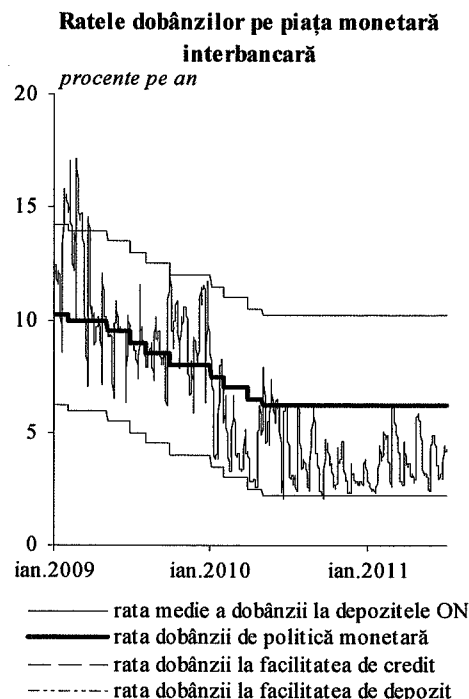
Randamentul mediu de pe piața monetară interbancară s-a diminuat ușor în trimestrul II 2011 comparativ cu prima parte a anului, o scădere mai amplă consemnând în perioada martie-mai 2011 ratele dobânzilor la creditele și depozitele noi în lei. Și cursul de schimb a continuat să se reducă în aprilie, dar și-a inversat ulterior traiectoria, creșterea sa accelerându-se spre finalul trimestrului II. Dinamica lichidității din economie și-a reamplificat valoarea negativă, pe fondul adâncirii variațiilor negative ale creditului acordat sectorului privat și ale activelor externe nete ale sistemului bancar.

2.1. Ratele dobânzilor

În trimestrul II 2011, media randamentelor pieței monetare interbancare a scăzut ușor (cu 0,1 puncte procentuale, până la un nivel de 3,9 la sută), în contextul unei relative relaxări a condițiilor lichidității.

Ratele dobânzilor pe termen foarte scurt au evoluat în general în secțiunea inferioară a coridorului format de randamentele facilităților permanente, înregistrând creșteri tranzitorii în debutul perioadelor de constituire a RMO. O ajustare ascendentă mai însemnată – implicit o restrângere a ecartului față de rata dobânzii de politică monetară – a fost consemnată la finele lunii aprilie, în condițiile formării unui deficit temporar de rezerve, ca urmare a absorbțiilor de lichiditate cu caracter sezonier generate de factorii autonomi.

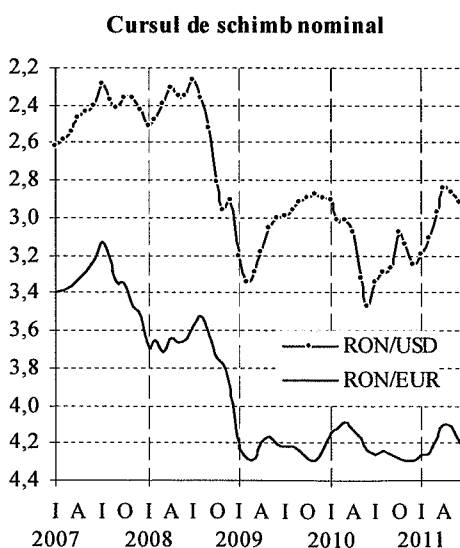
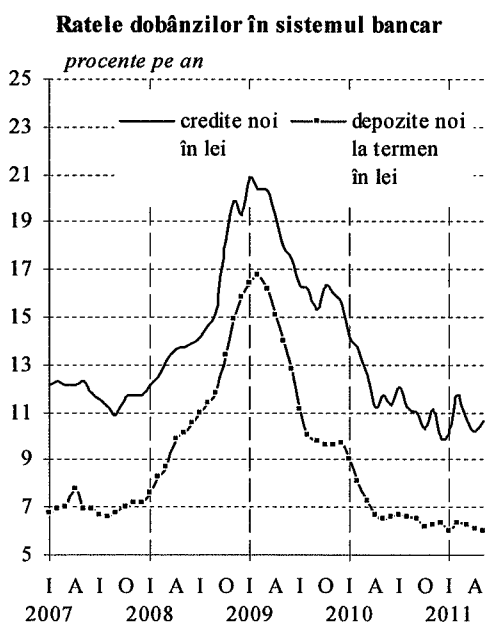
Ratele dobânzilor ROBOR 1M-12M au urmat la rândul lor o tendință descendentă, media din luna iunie a acestor cotații fiind inferioară cu 0,36 puncte procentuale celei din ultima lună a trimestrului anterior. Scăderi relativ mai ample au înregistrat randamentele aferente scadențelor inferioare, care au receptat mai pregnant influența situației curente/anticipate a lichidității. Media cotațiilor a coborât cu 0,60 puncte procentuale (până la nivelul de 5,50 la sută) pe segmentul de 3 luni și cu 0,23 puncte procentuale (la 6,39 la sută) pe cel de 6 luni; în schimb, cotația ROBOR12M s-a menținut relativ stabilă.



Randamentul mediu de pe piața primară a titlurilor de stat a scăzut față de nivelul înregistrat la sfârșitul trimestrului I, ajungând în iunie 2011 la 6,84 la sută (în special ca urmare a diminuării ratei dobânzii pentru înscrisurile cu maturitatea de 1 an); totodată, MFP a continuat să acționeze în acest interval în direcția prelungirii scadenței medii a titlurilor, renunțând începând din iunie la emiterea celor pe 6 luni. În trimestrul II au fost puse în circulație și obligațiuni de stat denuminate în euro, prin intermediul a două emisiuni efectuate pe piața internă, respectiv externă (în cadrul programului *Medium Term Notes* – MTN); cele două categorii de titluri au scadența de 3 și respectiv 5 ani, fiind emise la un randament mediu de 4,89, respectiv 5,3 la sută.

O mișcare descendentă a caracterizat și randamentul mediu aferent operațiunilor definitive pe piața secundară a titlurilor de stat, nivelul acestuia coborând în iunie la 6,4 la sută (față de 6,8 la sută în martie). Deținerile de titluri de stat denuminate în lei ale nerezidenților au continuat să se majoreze, viteza de creștere a acestora diminuându-se însă în ultima lună a trimestrului II.

Reflectând evoluția descrescătoare a cotațiilor interbancare, ratele medii ale dobânzilor la depozitele noi la termen și la creditele noi au scăzut în perioada martie-mai 2011 (-0,32 puncte procentuale, până la 6,05 la sută, respectiv -1,11 puncte procentuale, până la 10,59 la sută). Randamentul mediu al depozitelor noi la termen s-a redus cu 0,32 puncte procentuale pe segmentul populației (la 6,80 la sută) și cu 0,19 puncte procentuale pe cel al societăților nefinanciare (la 5,55 la sută în mai). Pe partea de activ ajustarea a fost mai amplă, rata medie a dobânzii la creditele noi acordate populației diminuându-se cu 1,42 puncte procentuale (până la 12,07 la sută), iar cea aferentă împrumuturilor noi ale companiilor nefinanciare cu 1,57 puncte procentuale (până la 9,59 la sută).



2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Trendul de întărire relativ rapidă a leului amorsat în primele luni ale acestui an a fost întrerupt la mijlocul trimestrului II de reacutizarea crizei datoriilor suverane. Ca efect al amplificării implicite a aversiunii globale față de risc, cursul de schimb al leului s-a re poziționat pe o traiectorie ascendentă, creșterea sa accelerându-se semnificativ spre finalul trimestrului, cel mai probabil datorită riscului relativ mai ridicat de contagiune asociat de investitori sistemului bancar local, implicit economiei naționale.

Pe acest fond, în intervalul aprilie-iunie leul s-a depreciat în raport cu euro în termeni nominali cu 0,7 la sută (0,4 la sută în termeni reali), dar s-a apreciat față de dolar (2,2 la sută în termeni nominali și 3,5 la sută în termeni reali), în condițiile relativei scăderi a valorii acestuia pe pieteile internaționale. Din perspectiva variației

medii trimestriale a cursului de schimb, moneda națională și-a consolidat însă aprecierea în raport cu ambele monede, inclusiv în termeni nominali.

Prelungirea în luna aprilie a mișcării descendente a cursului de schimb (1,6 la sută în termeni nominali) s-a datorat cu precădere continuării îmbunătățirii sentimentului investitorilor față de economia românească, în condițiile consolidării evoluției favorabile a unor indicatori economici relevanți (deficitul bugetar, soldul contului curent, dinamica exporturilor și a producției industriale). Aprecierea leului din această lună a beneficiat și de creșterea relativă a atractivității plasamentelor pe piața financiară regională – percepute ca oferind un raport randament/risc mai favorabil decât cel atașat instrumentelor emise de statele de la periferia zonei euro³². Pe acest fond, nerezidenții și-au majorat deținerile de titluri de stat denominate în lei, iar rulajul net al pieței valutare interbancare a redevenit pozitiv pentru prima dată în ultimele treisprezece luni.

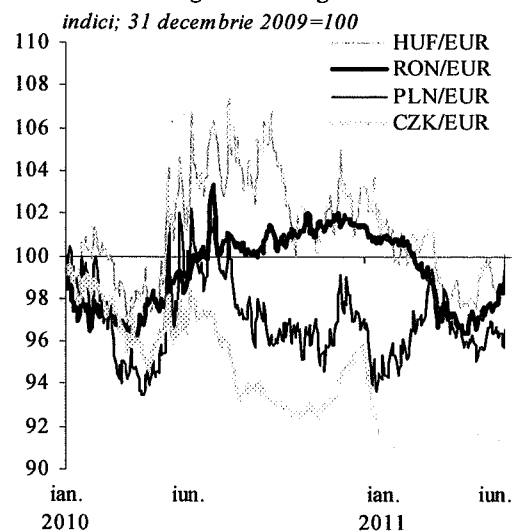
Reamplificarea ulterioară a temerilor privind posibila restructurare a datoriei publice a Greciei, căreia i s-a asociat pesimismul indus de situarea sub așteptări a unor indicatori ai economiei globale au fost de natură să întrerupă în luna mai trendul cursului leu/euro; relativa înrăutățire în acest context a așteptărilor operatorilor valutari privind comportamentul pe termen foarte scurt al cursului de schimb a fost doar în mică măsură atenuată de evoluțiile favorabile de pe plan intern (creșterea peste așteptări a PIB în trimestrul I și finalizarea cu succes a primei evaluări din cadrul noului acord încheiat cu UE, FMI și Banca Mondială), leul depreciindu-se față de euro cu 0,3 la sută.

Mișcarea ascendentă a cursului de schimb leu/euro s-a accelerat începând cu a doua săptămână a lunii iunie, odată cu noua creștere a aversiunii globale față de risc provocată de escaladarea tensiunilor politice și sociale din Grecia și de amplificarea pe acest fond a riscului neadoptării măsurilor suplimentare de diminuare a deficitului bugetar și a datoriei publice; acestuia i s-a asociat riscul de intrare a statului elen în incapacitate de plată – eveniment considerat de piețe ca generator de efecte adverse majore la nivelul sistemului financiar european. Într-un asemenea context, derularea cu succes de către România a primei emisiuni de euroobligațiuni din programul MTN nu a părut să influențeze sensibil percepția investitorilor asupra economiei naționale, deprecierea consemnată de leu pe ansamblul lunii iunie fiind cea mai accentuată din regiune

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2010	2011
	5 luni	5 luni
Contul financiar	3 022	2 148
Investiții directe	969	867
- rezidenți în străinătate	-72	68
- nerezidenți în România	1 042	799
Investiții de portofoliu și derivate financiare	1 364	1 549
- rezidenți în străinătate	-140	-251
- nerezidenți în România	1 504	1 801
Alte investiții de capital	2 930	909
- credite și împrumuturi de la FMI	2 453	909
- investiții pe termen mediu și lung	-168	431
- investiții pe termen scurt	-146	87
- numerar și depozite pe termen scurt	890	-724
- altele	-99	208
Active de rezervă ale BNR (net)		
("-" creștere/"+"scădere)	-2 242	-1 177

Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Sursa: BNR, BCE

³² Decizia agențiilor de rating de a opera noi retrogradări în cazul Portugaliei și al Irlandei și speculațiile privind o posibilă restructurare a datoriei externe a Greciei au determinat sporirea la noi valori record a randamentului obligațiunilor emise de aceste state.

(1,9 la sută³³) – cel mai probabil datorită riscului mai ridicat de contagiune atribuit în cadrul unor rapoarte de analiză sistemului bancar local și economiei românești; în aceste condiții, și volatilitatea cursului de schimb leu/euro a crescut, atingând maximul ultimelor 12 luni.

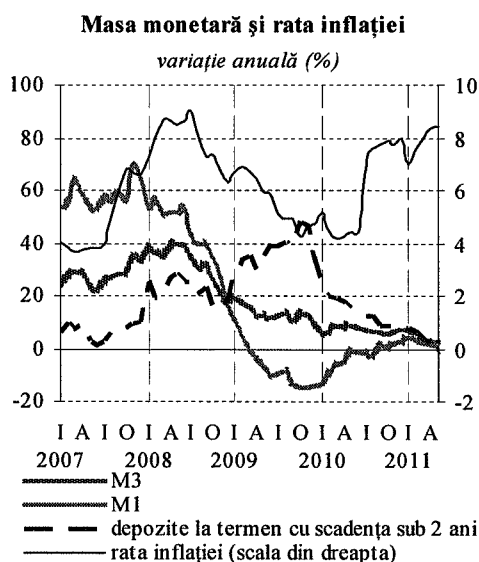
2.3. Moneda și creditul

Moneda

Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

	variație procentuală în termeni reali					
	2010			2011		
	II	III	IV	I	apr.	mai
	ritm mediu al trimestrului					
M3	3,9	-0,9	-1,4	-2,0	-5,0	-5,2
M1	-6,8	-8,1	-5,8	-4,1	-5,9	-8,4
Numerar în circulație	0,6	3,2	3,7	2,0	0,0	-4,3
Depozite overnight	-9,9	-12,9	-9,8	-6,8	-8,7	-10,3
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	10,8	3,4	0,6	-1,7	-5,1	-3,6

Sursa: INS, BNR



Sursa: INS, BNR

În perioada martie-mai 2011, dinamica³⁴ masei monetare (M3) și-a majorat valoarea negativă, nivelul acesteia atingând astfel minimul ultimilor 11 ani (-4,8 la sută). Evoluția a reflectat prelungirea caracterului anemic al activității de creditare, precum și efectul statistic al modificării cursului de schimb³⁵. Spre deosebire de intervalul precedent, toate componentele majore ale M3 au contribuit la scăderea dinamicii acestui agregat. Rolul principal a revenit reaccentuării contracției masei monetare în sens restrâns (M1), indusă de intrarea în teritoriul negativ a variației numerarului în circulație (pentru prima oară în acest an), precum și de amplificarea valorii negative a dinamicii depozitelor *overnight* (preponderent ca efect al scăderii vitezei de creștere a disponibilităților companiilor). La rândul ei, dinamica anuală negativă a depozitelor la termen sub doi ani a continuat să se majoreze, la această evoluție contribuind plasamentele ambelor categorii de clienți. Totodată, ritmul de creștere a instrumentelor financiare tranzacționabile s-a încetinit, rămânând însă la valori înalte.

Dinamica depozitelor totale din M3 a avansat în teritoriul negativ, valorile atinse de aceasta reprezentând, în cazul populației, minimul absolut, iar în cel al companiilor, minimul ultimilor 11 ani. Evoluțiile s-au asociat, pe de o parte, prelungirii contracției veniturilor din salarii și menținerii/amplificării, în cazul companiilor³⁶, a presiunii generate de serviciul datoriei și, pe de altă parte, reorientării parțiale a ambelor categorii de clienți înspre constituirea de depozite în lei cu scadența peste doi ani și achiziționarea de titluri de stat. Perioada analizată s-a caracterizat și printr-o accentuare a preferinței agenților economici pentru depozitele în valută; datorită efectului exercitat de modificarea cursului de schimb al leului, ponderea depozitelor în valută în M3 a continuat totuși să scadă.

³³ În același interval zlotul s-a depreciat cu 0,8 la sută în raport cu euro, în timp ce coroana cehă și forintul s-au întărit ușor comparativ cu moneda unică europeană.

³⁴ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada martie-mai 2011.

³⁵ Calculat pe baza valorilor de la finele perioadei.

³⁶ Media ritmului de creștere anuală reală a salariului mediu net pe total economie a continuat să se plaseze în teritoriul negativ (deși s-a ameliorat ușor), iar plățile sectorului nebanca în contul împrumuturilor financiare externe au crescut în intervalul martie-aprilie 2011 de 1,6 ori față de cele din perioada decembrie 2010 – februarie 2011.

Creditul

Receptarea doar parțială a acestor schimbări de către variația în termeni anuali a soldului împrumuturilor ar putea fi atribuită, în cazul companiilor, incompletei utilizări a liniilor de credit care le-au fost acordate în acest interval, dar și relativei diminuări a volumului achizițiilor nete de credite operate de bănci⁴⁰. În cazul populației, explicațiile cele mai probabile le constituie întreruperea temporară a programului „Prima casă”, existența unui efect de bază asociat derulării fazelor precedente ale acestuia, precum și potențiala amplificare a operațiunilor de refinanțare.

⁴⁰ Pe baza datelor din statistica monetară.

Sursa: INS, BNR

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2011 la nivelul de 4,6 la sută, cu 0,5 puncte procentuale sub cel anticipat în Raportul asupra inflației din luna mai 2011 și cu 0,6 puncte procentuale peste limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei de 3 la sută. Pentru sfârșitul anului 2012 se prevede un nivel al ratei inflației situat în interiorul intervalului de variație, la 3,5 la sută, cu 0,1 puncte procentuale sub cel proiectat anterior.

Scenariul de bază actualizat prevede înscrierea ratei inflației pe un trend descendent pronunțat începând din trimestrul III 2011, până la mijlocul anului 2012. O evoluție similară ca direcție este prevăzută pentru rata inflației CORE2 ajustat. În cazul ambelor măsuri ale inflației, preconizarea unei dezinflații rapide în prima parte a intervalului se datorează în bună măsură dispărării pe parcursul trimestrului III 2011 a efectelor de runda întâi ale majorării, în iulie 2010, a cotei standard a TVA. Acest efect statistic de bază va avea o contribuție importantă la reducerea anticipată a ratei inflației IPC, de la 7,9 la sută la sfârșitul trimestrului II 2011 la 4,8 la sută la sfârșitul trimestrului III. Pentru anul 2012, se prevăd revenirea și, ulterior, menținerea ratei inflației IPC în intervalul de variație din jurul țintei centrale, iar a indicelui CORE2 ajustat la niveluri situate sub 3 la sută.

Revizuirea semnificativă în jos a valorilor proiectate ale ratei anuale a inflației din 2011 se datorează în principal reducerii contribuției prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare, ca urmare a perspectivelor îmbunătățite privind evoluția ofertei agricole interne și a calmării relative a tensiunilor pe piețele externe de profil. Dinamica proiectată a prețului petrolului influențează marginal mai favorabil în anul 2011 prețurile interne ale combustibililor. Pe de altă parte, pentru trimestrul III 2011, atât traiectoria, cât și contribuția la dinamica IPC ale produselor din tutun au fost marginal revizuite în sus față de raportul anterior.

Traectoria inflației de bază CORE2 ajustat și contribuția prognozată a acesteia la dinamica IPC sunt revizuite marginal în sus în 2011. Pe de o parte, dinamica anticipată a prețurilor de import este, comparativ cu proiecția anterioară, mai puțin favorabilă dezinflației la începutul perioadei de referință. Pe de altă parte, proiectarea unor anticipații inflaționiste relativ mai ridicate și a unui deficit de cerere ușor mai accentuat decât în runda anterioară pe întregul interval al proiecției determină efecte divergente asupra dinamicii indicelui CORE2 ajustat. În cursul anului 2012 însă, pe măsura ajustării descendente a anticipațiilor, influența deficitului de cerere este prevăzută a deveni dominantă, determinând revizuirea ușoară în jos față de prognoza anterioară a traiectoriei ratei inflației CORE2 ajustat și a contribuției acesteia la dinamica IPC.

În contextul macroeconomic actual, dominat de impactul șocurilor repetate de natura ofertei și de riscurile aferente relevante pentru intervalul de proiecție în paralel cu persistența deficitului de cerere, preocuparea prioritară a băncii centrale este prevenirea manifestării eventualelor efecte de runda a doua ale acestor șocuri. Ca atare, rata dobânzii de politică monetară va continua să fie poziționată pe o traiectorie compatibilă cu menținerea unui ansamblu al condițiilor monetare reale în sens larg adecvat ancorării ferme a anticipațiilor inflaționiste și consolidării perspectivelor de convergență a ratei inflației către țintele stabilite pe termen mediu. În continuare, asigurarea echilibrelor intern și extern ale economiei naționale este strict condiționată de cooperarea cu politica monetară a celorlalte componente ale setului de politici macroeconomice, prin aplicarea consecventă a programului economic de consolidare fiscală și reforme structurale stabilit în cadrul acordurilor convenite cu UE, FMI și Banca Mondială.

Sursele riscurilor asociate scenariului de bază al proiecției inflației sunt în general similare celor identificate în rundele anterioare de prognoză, provenind atât din mediul intern, cât și din cel extern. Pe termen scurt, balanța riscurilor apare a se fi atenuat în termeni relativi datorită calmării deocamdată a tensiunilor pe piețele internaționale ale materiilor prime și condițiilor favorabile recoltei agricole interne. Pe termen mediu însă, balanța generală a riscurilor apare a se menține semnificativ înclinată în sensul unor evoluții mai puțin favorabile decât cele prevăzute în scenariul de bază.

Principalele riscuri de proveniență internă pe termen mediu sunt asociate dinamicii prețurilor administrate și consecvenței temporale a setului de politici macroeconomice. Probabilitatea adoptării în perioada de referință a unor măsuri cu impact substanțial asupra dinamicii acestei categorii de prețuri este relativ ridicată, în timp ce lipsa unui calendar de ajustări și a unor coordonate cantitative public asumate de autoritățile competente împiedică fundamentarea și cuantificarea adecvate ale ipotezelor incluse în scenariul de bază al proiecției. În privința programului de consolidare fiscală și de reforme structurale stabilit în cadrul acordurilor încheiate cu UE, FMI și Banca Mondială, perspectiva anului electoral 2012 generează riscul unor presiuni de natură politică sau socială care ar putea periclita consecvența aplicării acestuia.

Materializarea riscurilor generate de sursele amintite ar produce abateri semnificative ale inflației de la traiectoria proiectată, inclusiv prin intermediul efectelor propagate asupra cursului de schimb al monedei naționale, al traducerii percepției sporite de risc în dobânzi semnificativ majorate și acces limitat la finanțare atât pentru sectorul public, cât și pentru cel privat, precum și al unor presiuni de majorare a salariilor în exces față de dinamica productivității muncii.

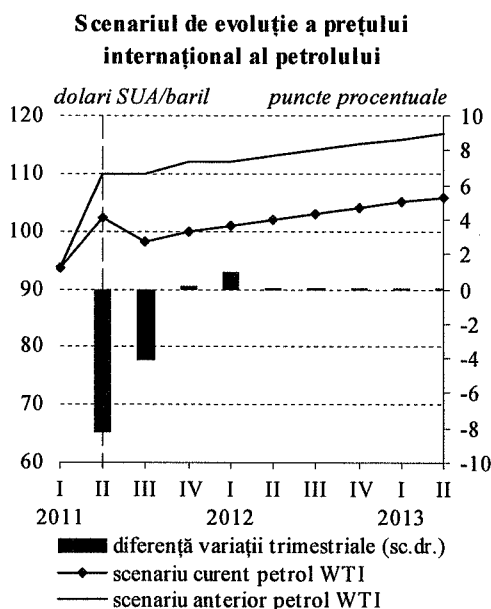
Pe termen mediu, surse preocupante de riscuri provenind din partea mediului extern sunt posibila deteriorare a percepției de risc a investitorilor față de piețele emergente și efectele induse de aceasta asupra economiei naționale, în condițiile escaladării crizei datoriilor suverane din Uniunea Europeană și/sau SUA. Chiar dacă o parte a acestor tensiuni s-au atenuat relativ pe parcursul ultimelor săptămâni, posibila resurgență a acestora în perioadele viitoare creează un spectru amplu de incertitudini sub aspectul volatilității fluxurilor de capital adresate României. În același timp, reconfigurarea, cel mai probabil la niveluri mai reduse, a scenariului privind creșterea economică din zona euro, precum și modificarea față de prognoze a parității dintre moneda euro și dolarul SUA s-ar putea concretiza în abateri semnificative ale principalelor variabile macroeconomice de la traiectoria considerată în scenariul de bază. În plus, riscurile pe termen mediu asociate evoluțiilor prețurilor internaționale ale materiilor prime persistă, dată fiind presiunea cererii provenite din partea economiilor emergente dinamice în contextul reluării creșterii economice pe plan mondial.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Dinamica anuală a PIB din zona euro este preconizată să înregistreze valori pozitive atât în 2011, cât și în 2012, fiind impulsionată de evoluția cererii globale pentru exporturile zonei și de accelerarea previzionată a investițiilor. Pentru 2011, valoarea anticipată a creșterii economice a fost revizuită în sus cu 0,3 puncte procentuale, la 2 la sută, în timp ce pentru anul viitor se previzionează o rată de 1,7 la sută, similară celei din *Raportul asupra inflației* precedent. În structură, contribuția pozitivă a cererii interne se va amplifica pe tot intervalul proiecției, în timp ce aportul exportului net se va diminua treptat, rămânând, însă, pozitiv. Incertitudinile cele mai ample cu privire la evoluția activității economice din zona euro sunt asociate problemelor de sustenabilitate a datoriilor suverane ale unor țări membre și evoluției cotațiilor internaționale ale petrolului și ale altor materii prime.

Accelerarea recentă a creșterilor prețurilor produselor energetice și ale materiilor prime configurează menținerea ratei anuale a inflației din zona euro pentru restul anului 2011 peste valoarea de 2 la sută, a cărei vecinătate inferioară este urmărită de Consiliul guvernatorilor BCE. Creșterea medie anuală a indicelui armonizat al prețurilor de consum (IAPC) este preconizată să atingă 2,6 la sută în 2011, urmând a se reduce la 1,9 la sută în 2012; valorile proiectate sunt mai ridicate decât cele din *Raportul asupra inflației* din luna mai cu 0,3 și, respectiv, 0,1 puncte procentuale.



Sursa: ipoteze BNR pe baza datelor U.S. Energy Information Administration

Rata dobânzii externe EURIBOR la 3 luni este proiectată pe o traiectorie în creștere, valorile fiind însă mai reduse decât cele anticipate anterior, în special pe parcursul anului viitor. Traectoria cursului de schimb EUR/USD prevede o ușoară depreciere graduală a monedei euro, inversând tendința recentă de apreciere a acesteia față de dolarul american. În aceste condiții, nivelurile medii din cei doi ani ale cursului de schimb rămân marginal mai ridicate decât cele din runda precedentă.

Traectoria exogenă a prețului internațional al petrolului din proiecția actualizată⁴¹ este inferioară celei din *Raportul asupra inflației* precedent, însă variațiile trimestriale corespunzătoare sunt apropiate de cele presupuse anterior, astfel că revizuirea nu afectează semnificativ ratele proiectate ale inflației interne a combustibililor. Ca incertitudini la adresa scenariului de evoluție a prețului petrolului, *U.S. Energy Information Administration* menționează posibile turbulențe în unele regiuni producătoare de țiței, disensiuni între membrii Organizației Țărilor Exportatoare de Petrol (OPEC) cu privire la ajustarea cotelor de producție și evoluția activității economice globale.

1.2. Perspectivile inflației

Conform proiecției curente, rata anuală a inflației IPC se va situa la valoarea de 4,6 la sută la sfârșitul anului 2011 (revizuire în jos cu 0,5 puncte procentuale față de proiecția anterioară), va reintra în interiorul intervalului de variație din jurul țintei centrale în prima parte a anului 2012 și va atinge 3,5 la sută la finele aceluiași an (revizuire în jos cu 0,1 puncte procentuale). Atenuarea șocurilor de ofertă⁴² care s-au manifestat pregnant pe parcursul rundelor precedente de prognoză este de așteptat să plaseze rata inflației pe o traiectorie dezinflaționistă accentuată, pornind de la valoarea de 7,9 la sută la finele trimestrului II a.c., până la un minim de 3 la sută la sfârșitul trimestrului II 2012. Pentru restul intervalului de prognoză se preconizează o relativă stabilizare a inflației anuale în interiorul intervalului de variație.

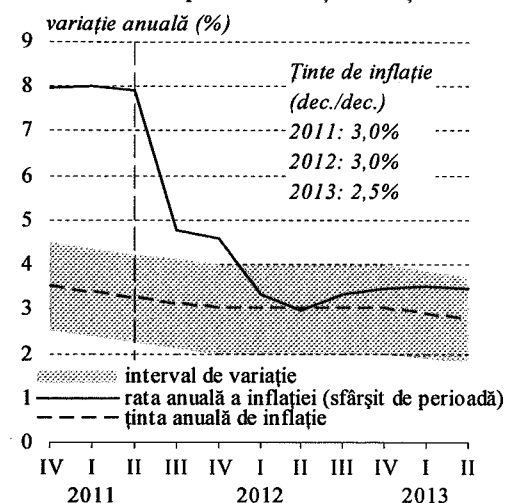
Contribuția cumulată a dinamicii anuale a prețurilor administrate, prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) și combustibililor – componente ale inflației IPC⁴³ exogene din punct de vedere al

⁴¹ Până la sfârșitul anului 2012, scenariul a fost preluat de la *U.S. Energy Information Administration*.

⁴² Acestea se referă în principal la efectele majorărilor unor impozite indirecte (TVA, accize), la creșterile prețului petrolului pe piața internațională și la tensiunile de pe piețele externe ale materiilor prime agroalimentare manifestate în cea de a doua parte a anului trecut și în prima jumătate a anului curent. Dintre acestea, dispararea în mare măsură pe parcursul trimestrului III a efectului de runda întâi al majorării cotei TVA operate la 1 iulie 2010 va avea cel mai important impact dezinflaționist, estimat, *ceteris paribus*, la aproximativ 2,4 puncte procentuale.

⁴³ În prezent, ponderea acestora în coșul de consum este de 31,39 la sută.

Previziuni privind evoluția inflației



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

Sursa: INS, proiecție BNR

Evoluția așteptată a variabilelor externe

valori medii anuale

	2011	2012
Prețul petrolului WTI (dolari/baril)	98,4	102,5
Cursul de schimb euro/dolar	1,42	1,4
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	1,48	2,1
Creștere economică în zona euro (%)	2,0	1,7
Inflația anuală din zona euro (%)	2,6	1,9

Sursa: ipoteze BNR pe baza datelor U.S. Energy Information Administration, Consensus Economics și cotații futures

Rata anuală a inflației în scenariul de bază

variație anuală (procente, sfârșit de perioadă)

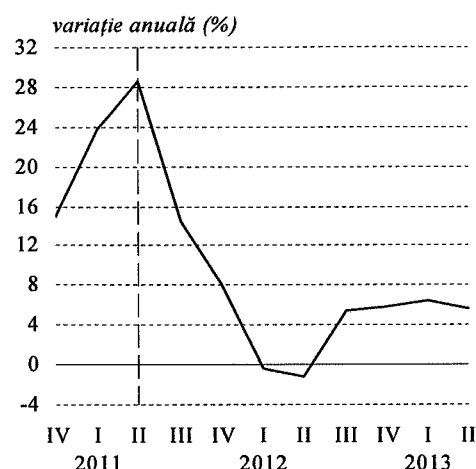
	2011		2012				2013	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Țintă		3,0				3,0		
Proiecție	4,8	4,6	3,3	3,0	3,3	3,5	3,5	3,5

Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

puncte procentuale

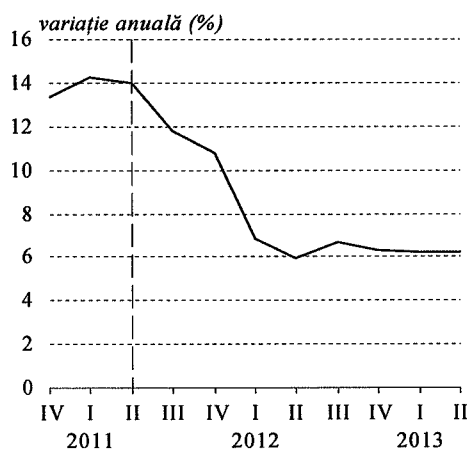
	2011	2012
Prețuri administrate	0,7	0,8
Combustibili	0,8	0,5
Prețuri LFO	0,5	0,4
CORE2, din care:	2,6	1,8
produse din tutun	0,4	0,0

* calcule sfârșit de perioadă

Inflația anuală a prețurilor LFO*

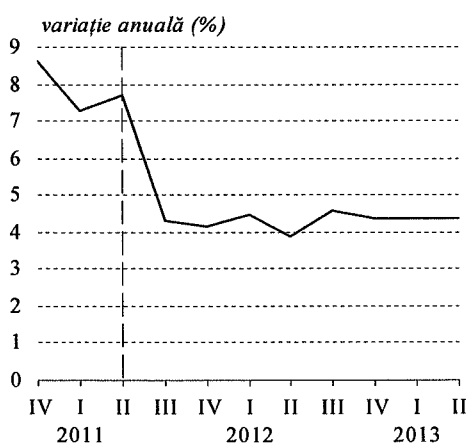
*) medie trimestrială

Sursa: INS, proiecție BNR

Inflația anuală a prețurilor combustibililor*

*) medie trimestrială

Sursa: INS, proiecție BNR

Inflația anuală a prețurilor administrate*

*) medie trimestrială

Sursa: INS, proiecție BNR

sferei de influență a politicii monetare – este prognozată la 2 puncte procentuale la sfârșitul anului curent, cu 0,8 puncte procentuale mai redusă comparativ cu runda anterioară de proiecție. În schimb, contribuția indicelui CORE2 la inflația IPC la sfârșitul anului 2011 este evaluată la 2,6 puncte procentuale, cu 0,3 puncte procentuale mai mare decât în *Raportul asupra inflației* din mai. Pentru sfârșitul anului 2012, comparativ cu runda precedentă, contribuția inflației CORE2 a fost reevaluată în jos cu 0,1 puncte procentuale, iar cea a componentelor exogene a rămas nemodificată.

Pentru 2011, revizuirile semnificative din proiecția curentă se datorează, în mare parte, dispărării șocurilor de ofertă într-o manieră mai accentuată decât se anticipase anterior. Calmarea tensiunilor pe piețele internaționale ale produselor agroalimentare și oferta suficientă de alimente din producția internă, anticipate a se prelungi și pe parcursul trimestrului III al anului curent, au determinat revizuirea în jos a traiectoriei proiectate a inflației anuale a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO). Astfel, comparativ cu runda anterioară de proiecție, contribuția inflației LFO la cea IPC la sfârșitul anului curent a fost reevaluată în jos cu 0,6 puncte procentuale. Pentru anul 2012 s-a păstrat ipoteza folosită în *Raportul asupra inflației* din mai a unui an agricol normal, contribuția inflației LFO fiind prognozată să scadă la sfârșitul anului viitor la 0,4 puncte procentuale.

Pe fondul anticipării prelungirii evoluțiilor favorabile recente cu privire la dinamicele prețului petrolului pe piața internațională și ale cursului de schimb al monedei naționale față de dolarul american, traiectoria proiectată a ratei anuale a inflației combustibililor a fost revizuită marginal în jos pe tot parcursul intervalului de proiecție. În consecință, contribuția previzionată a acestei categorii de prețuri la inflația IPC este cu 0,1 puncte procentuale mai redusă la sfârșitul anului curent și similară la finele anului viitor.

Scenariul de evoluție a prețurilor administrate⁴⁴ prevede o rată anuală de evoluție a acestora de 4,2 la sută în trimestrul IV, mai puțin cu 0,2 puncte procentuale față de runda precedentă, în principal sub impactul evoluțiilor mai favorabile decât se anticipase anterior de pe parcursul trimestrului II. Pentru sfârșitul anului 2012 s-a păstrat ipoteza utilizată și în proiecțiile anterioare, de majorare a prețurilor administrate cu 4,4 la sută.

Rata anuală a inflației CORE2 este proiectată pe o traiectorie dezinflaționistă până la sfârșitul anului 2012, însă aceasta se plasează în prima jumătate a intervalului de proiecție peste cea din

⁴⁴ Fundamentat pe baza setului de informații certe cu privire la ajustările prețurilor acestei categorii de produse disponibil la data de 29 iulie 2011.

Raportul asupra inflației anterior. La accelerarea din prima parte a perioadei de prognoză contribuie și efectul nefavorabil provenind din partea prețurilor produselor din tutun, anticipat a se manifesta cu precădere pe parcursul trimestrului III 2011. Presiuni inflaționiste suplimentare la nivelul ratei anuale a indicelui CORE2 ajustat sunt așteptate din partea anticipațiilor inflaționiste, pe întregul interval de prognoză, și a prețurilor de import, în primele trei trimestre ale proiecției. Pe măsura diminuării intensității acestor influențe, presiunile dezinflaționiste provenind din partea deficitului de cerere sunt anticipate a redeveni dominante, contribuind la plasarea, începând cu jumătatea anului viitor, a traiectoriei curente a inflației CORE2 ajustat sub cea anterioară.

În privința factorilor determinanți ai inflației de bază, așteptările inflaționiste ale agenților economici au reacționat mai puternic la multiplele șocuri de ofertă manifestate pe parcursul trimestrelor precedente decât s-a considerat anterior. Cu toate acestea, pe parcursul intervalului de proiecție, inclusiv sub impactul ansamblului recalibrat al condițiilor monetare reale în sens larg și al reluării procesului dezinflaționist după încheierea – conform previziunilor BNR – a ciclului de manifestare în economie a efectelor creșterii cotei standard a TVA, traiectoria acestora se va înscrie pe un trend descendent pronunțat. Traiectoria prețurilor de import este configurată de o dinamică a prețurilor externe mai amplă față de cea considerată în runda anterioară⁴⁵ și de un impact relativ mai favorabil al cursului de schimb al monedei naționale. Dinamica anuală a prețurilor la produsele din tutun a fost revizuită în sus pentru sfârșitul anului curent, exclusiv pe seama majorărilor prețurilor la țigarete anticipate a se realiza pe parcursul trimestrului III⁴⁶. Pentru 2012, în condițiile unor modificări de mică amploare prevăzute de Codul fiscal pentru acciza la tutun, s-a menținut ipoteza unei dinamici anuale a prețurilor la această categorie de produse situate sub 1 la sută.

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁴⁷

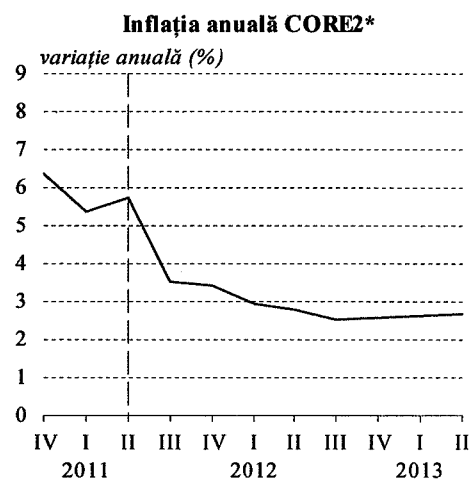
Deviația PIB

În trimestrul II 2011 se anticipează continuarea dinamicii pozitive a PIB real în termeni trimestriali, însă cu o intensitate ușor mai redusă comparativ cu avansul înregistrat în trimestrul anterior (0,7 la sută). Rata de creștere în termeni anuali este preconizată a rămâne pozitivă și în trimestrul II al anului curent.

⁴⁵ A se vedea subsecțiunea 1.1. *Ipoteze externe*.

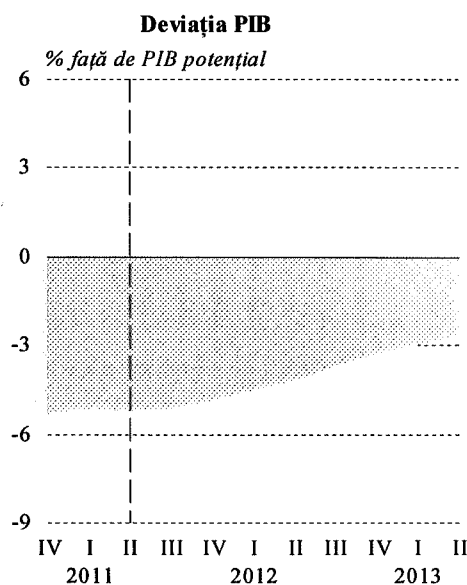
⁴⁶ Aceste majorări nu sunt asociate modificărilor din structura accizei la tutun operate la 1 iulie 2011.

⁴⁷ În absența altor precizări, variațiile procentuale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MFP, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Bloomberg.



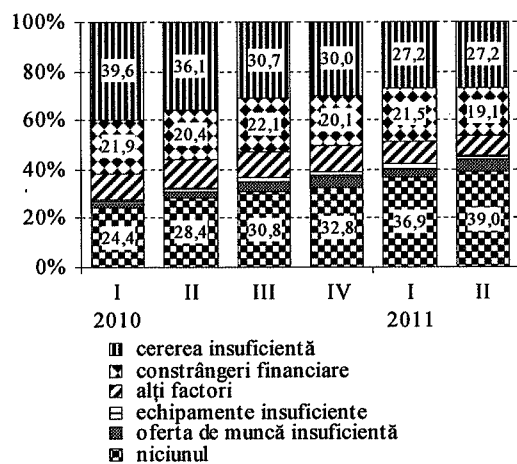
*) medie trimestrială

Sursa: INS, proiecție BNR



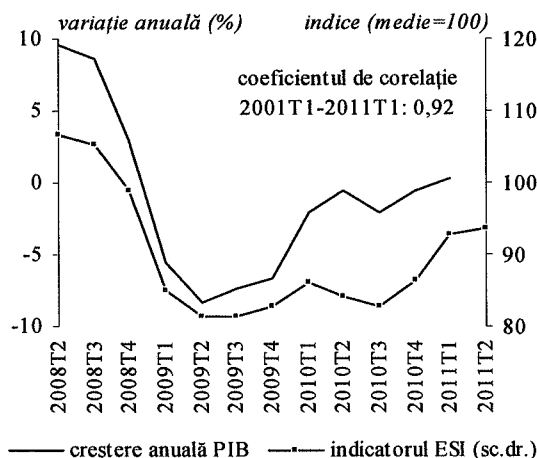
Sursa: INS, calcule BNR

Factori care limitează activitatea în industrie



Sursa: CE-DG ECFIN

Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică*



*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Creșterea PIB potențial este evaluată și în cadrul acestei runde de proiecție ca având valori net inferioare celor înregistrate în perioada anterioară crizei financiare, argumente în acest sens fiind aduse de analiza efectuată prin metodologia bazată pe funcția de producție. Potrivit acesteia, încetinirea dinamicii PIB potențial este explicată în principal de evoluția nefavorabilă a productivității totale a factorilor sub impactul crizei și de aportul semnificativ diminuat al stocului de capital ca urmare a comprimării fluxurilor de investiții.

În trimestrul II 2011 deficitul de cerere este evaluat la o valoare similară celei înregistrate în trimestrul I 2011 determinând, *ceteris paribus*, menținerea constantă a presiunilor dezinflaționiste din partea cererii agregate.

Evoluțiile ușor divergente ale unor indicatori coincidenți cu dinamica PIB susțin evaluarea *gap*-ului PIB real. Astfel, comparativ cu media trimestrului anterior, în lunile aprilie și mai avansul producției industriale a încetinit⁴⁸, în paralel cu o ajustare ușoară în jos a gradului de utilizare a capacităților de producție în industrie. În plus, ponderea respondenților din cadrul sondajului realizat de CE-DG ECFIN care invocă factorul „cererea insuficientă” ca element constrângător al activității de producție în industrie rămâne constantă. Consumul de energie și indicatorul de încredere în economie (ESI) și-au continuat evoluția ascendentă⁴⁹, valoarea celui din urmă situându-se însă în continuare sub media pe termen lung.

Deficitul de cerere este anticipat a se menține pe tot intervalul de proiecție⁵⁰. Comparativ cu *Raportul asupra inflației* din luna mai, valorile prognozate ale deviației PIB sunt relativ mai pronunțate. Reevaluarea în sensul majorării deficitului de cerere a fost determinată de proiectarea unei creșteri economice ușor mai reduse în trimestrul II 2011 decât cea anticipată anterior. Tot în sensul adâncirii deficitului de cerere acționează și impulsul fiscal, care exercită efecte contracționiste mai ample în prima parte a intervalului de prognoză. În condițiile menținerii nemodificate a țintelor de deficit bugetar stabilite în acordul multilateral de finanțare încheiat cu UE-FMI-IFI, efectul restrictiv mai pronunțat se datorează în principal ajustării prognozate mai accentuate a

⁴⁸ 0,4 la sută comparativ cu o medie trimestrială de 2,4 la sută în perioada trimestrul II 2010 – trimestrul I 2011.

⁴⁹ Consumul de energie în economie a crescut cu 5,1 la sută în primele două luni ale trimestrului II comparativ cu media trimestrului I 2011 (date ajustate sezonier, BNR). În trimestrul II 2011 față de trimestrul I, indicatorul de încredere în economie a înregistrat un avans trimestrial de 0,8 puncte procentuale. Ponderile determinante în cadrul acestuia sunt atribuite indicatorului de încredere în industrie (40 la sută), respectiv indicatorului de încredere în servicii (30 la sută), soldul opiniilor aferent primului dintre aceștia scăzând ușor de la -0,1 la sută la -1,2 la sută, iar al celui de-al doilea crescând de la 1,5 la sută la 5,1 la sută.

⁵⁰ Trimestrul III 2011 – trimestrul II 2013.

deficitului bugetar structural din anul 2011, ca urmare a proiectării unui deficit de cerere și, în consecință, a unei componente ciclice a deficitului bugetar mai ridicate. Impulsul fiscal este de așteptat să acționeze de o manieră prociclică pe aproape tot intervalul de proiecție, ca urmare a necesității reducerii deficitului bugetar cât mai aproape de obiectivul cantitativ stabilit pentru anul 2012 (3 la sută din PIB). În ceea ce privește condițiile monetare reale în sens larg, acestea sunt anticipate să exercite o influență relativ mai puțin restrictivă decât cea prevăzută anterior la adresa cererii agregate. Se preconizează că evoluția cererii externe va avea o contribuție favorabilă la dinamica activității economice interne.

Componentele cererii agregate

În trimestrul II 2011 se anticipează o continuare a dinamicii trimestriale negative a consumului final efectiv al gospodăriilor, pe fondul absenței semnalelor privind o creștere semnificativă a resurselor disponibile pentru consum ale populației⁵¹, deși așteptările consumatorilor cu privire la situația lor financiară și evoluția economiei în următoarele 12 luni s-au îmbunătățit față de trimestrul I. Întârzierea revenirii consumului populației pe o pantă ascendentă în trimestrul II 2011 este sugerată și de contracția cifrei de afaceri în comerț excluzând autovehiculele și a cifrei de afaceri în serviciile de piață prestate populației⁵². Ajustarea consumului public, compatibilă cu angajamentul autorităților de a atinge ținta de deficit agreată cu instituțiile financiare internaționale pentru sfârșitul anului 2011, respectiv 4,4 la sută din PIB, este de așteptat a fi continuată și în trimestrul II 2011. Conform datelor preliminare publicate de MFP, deficitul bugetului general consolidat la sfârșitul lunii iunie (cumulat) reprezintă 2,07 la sută din PIB, valoare considerabil inferioară celei înregistrate în aceeași perioadă a anului trecut.

Având în vedere evoluția nefavorabilă a consumului final din trimestrul I și valorile prognozate pentru trimestrul II 2011, proiecția nu anticipează o revenire în teritoriul pozitiv a acestuia în anul curent. Pentru anul următor însă, pe măsura consolidării creșterii economice și a relaxării treptate, în consecință, a constrângerilor financiare cu care se confruntă agenții economici, această componentă va înregistra un ritm de creștere mediu anual semnificativ.

⁵¹ Față de media trimestrului I 2011, cheltuielile bugetului asigurărilor sociale de stat și transferurile private curente în lunile aprilie și mai s-au restrâns (date neajustate sezonier), în timp ce veniturile din salarii au crescut. Evoluția ascendentă a fluxurilor de credite noi de consum acordate populației nu este concludentă în măsura în care acestea încorporează creditele refinanțate. Acest ultim aspect reiese și din evoluția stocului de credite de consum, care, în condițiile unei dinamici ascendente a fluxului de credite noi, a scăzut în trimestrul II cu 1,6 la sută în termeni reali comparativ cu media trimestrului anterior (date neajustate sezonier).

⁵² În primele două luni ale trimestrului II, comparativ cu media trimestrului anterior, ratele de creștere pentru indicatorii menționați au fost de -0,8, respectiv -1,7 la sută.

Prognoza unei dinamici trimestriale ușor negative a formării brute de capital fix în trimestrul II 2011 este marcată de un grad de incertitudine ridicat, având în vedere evoluțiile divergente la nivelul indicatorilor considerați relevanți. Astfel, în primele două luni ale trimestrului II comparativ cu media trimestrului anterior, soldul opiniilor privind comenzile în construcții și lucrările de construcții noi sugerează o dinamică ușor pozitivă, în timp ce autorizațiile noi de construire, cifra de afaceri aferentă pieței interne pentru industria de bunuri de capital și producția industrială de bunuri de capital au scăzut⁵³.

Pe fondul evoluției nefavorabile înregistrate în trimestrul I și prognozate pentru trimestrul II 2011, dinamica formării brute de capital fix se preconizează a fi ușor negativă în anul curent, producția internă urmând a fi susținută cu precădere de cererea externă adresată produselor românești. Pentru anul 2012, revenirea preconizată a producției destinate consumului intern susține proiectarea unei revigorări substanțiale a formării brute de capital fix.

Exporturile sunt preconizate să își continue dinamica trimestrială pozitivă și în trimestrul II 2011, inferioară, însă, performanței realizate în primul trimestru⁵⁴. Evoluția pozitivă a exporturilor va avea ca suport o cerere externă relativ robustă, creșterea PIB real și cea a producției industriale din zona euro fiind așteptate să continue și în trimestrul II 2011, pe fondul menținerii așteptărilor privind activitatea economică la valori superioare mediei istorice⁵⁵. O traiectorie similară celei a exporturilor este preconizată în trimestrul II 2011 și în cazul importurilor, evaluarea fiind susținută de evoluțiile menționate ale celorlalte componente ale PIB.

Pe intervalul de proiecție, exporturile reale sunt așteptate să își mențină dinamica pozitivă, sub impulsul favorabil al preconizatei dinamizări a cererii externe. Importurile reale sunt proiectate și ele în creștere, fiind stimulate de evoluția favorabilă a exporturilor și de revenirea cererii interne, preconizată pentru anul următor. Se anticipează că exporturile vor consemna o dinamică superioară importurilor în anul curent, în timp ce în 2012, pe fondul revenirii cererii interne, creșterea importurilor o va devansa pe cea a exporturilor. În acest context, deficitul de cont curent al balanței de plăți se va majora moderat până la sfârșitul perioadei de referință, fără însă a fi preconizate presiuni inflaționiste semnificative din partea cursului de schimb al monedei naționale.

⁵³ Ratele trimestriale de creștere pentru variabilele considerate au fost de: -14,8 la sută pentru autorizațiile noi de construire, -1,4 la sută în cazul cifrei de afaceri aferente pieței interne pentru industria de bunuri de capital, -4,6 la sută pentru producția industrială de bunuri de capital. Soldul opiniilor privind comenzile în construcții și lucrările de construcții noi a înregistrat un avans de 2,9 puncte procentuale, respectiv 0,9 la sută.

⁵⁴ În termeni trimestriali, avansul înregistrat în primul trimestru din 2011 a fost cel mai ridicat din ultimii doi ani, respectiv de 10,6 la sută.

⁵⁵ Producția industrială în zona euro a crescut în primele două luni ale trimestrului II față de media trimestrului I cu 0,4 la sută. Indicatorul de încredere în economie la nivelul zonei euro a înregistrat valoarea medie de 105,6 în trimestrul II 2011.

Condițiile monetare în sens larg

În trimestrul II 2011, moneda națională s-a apreciat în termeni nominali comparativ cu trimestrul anterior, atât față de moneda europeană, cât și față de dolarul SUA. Evoluțiile menționate au determinat o apreciere în termeni trimestriali a cursului nominal efectiv⁵⁶, fapt ce a contribuit, *ceteris paribus*, la atenuarea creșterii prețurilor de consum prin intermediul influenței favorabile asupra prețurilor de import. Aprecierea în termeni nominali coroborată cu diferențialul de inflație pozitiv față de partenerii comerciali a determinat o apreciere în termeni reali a leului în trimestrul II 2011 comparativ cu trimestrul anterior.

În trimestrul II, percepția investitorilor cu privire la riscul asociat statelor din regiune (inclusiv României) s-a ameliorat comparativ cu trimestrul anterior. Acest aspect s-a reflectat și în dinamica trimestrială descendentă a *spread*-urilor *credit default swap* (CDS) pentru România, o evoluție similară ca direcție fiind înregistrată în cazul celorlalte state din regiune. Datele cu frecvență lunară însă, începând cu luna iunie, indică o relativă deteriorare a percepției de risc a investitorilor, pe fondul revenirii incertitudinii cu privire la perspectivele creșterii în cele mai mari economii ale lumii și la sustenabilitatea finanțelor publice în unele state membre ale zonei euro, precum și în SUA. În consecință, cursul EUR-RON s-a poziționat pe o traiectorie ușor ascendentă. Având în vedere această evoluție recentă a cotației monedei naționale față de euro, pentru trimestrul III al anului curent se preconizează un nivel marginal mai ridicat al cursului EUR-RON față de cel anticipat anterior.

Ratele nominale ale dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari s-au redus pe parcursul trimestrului II 2011, în timp ce în termeni reali acestea au înregistrat o creștere față de trimestrul anterior, în principal datorită diminuării anticipațiilor inflaționiste.

În urma evoluțiilor din trimestrul II 2011, efectul condițiilor monetare reale în sens larg asupra cererii agregate din trimestrul următor devine ușor restrictiv. Potrivit evaluării BNR, cursul de schimb real efectiv va exercita un impact restrictiv asupra cererii agregate prin canalul exportului net, iar prin intermediul efectelor de avuție și bilanț impactul acestuia asupra cererii agregate este anticipat a fi stimulat, datorită scăderii costului în lei aferent creditelor în valută. Raportate la nivelurile estimate ale trendurilor pe termen mediu, ratele reale ale dobânzilor continuă să exercite o influență stimulativă asupra activității economice reale, dar în reducere față de cea din trimestrul anterior.

⁵⁶ Cursul de schimb în raport cu care se realizează analiza este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

Pe intervalul de proiecție, se anticipează o influență restrictivă a condițiilor monetare reale în sens larg asupra cererii agregate, asociată impactului dominant al cursului de schimb real efectiv transmis prin canalul exportului net. Pe de altă parte, deviațiile de la trend ale ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele denominate în lei și efectul de avuție și bilanț al cursului de schimb sunt anticipate a acționa în sensul stimulării activității economice. Traectoria ratei dobânzii de politică monetară este calibrată astfel încât să asigure atât contracararea potențialelor presiuni inflaționiste de runda a doua datorate recentelor șocuri de ofertă⁵⁷, cât și favorizarea premiselor redresării treptate a procesului de creditare a economiei reale.

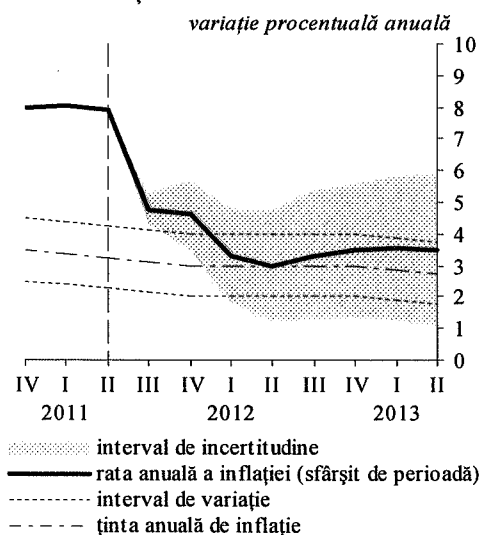
Comparativ cu scenariul de bază din *Raportul asupra inflației* din luna mai, condițiile monetare reale în sens larg exercită o influență mai puțin restrictivă. Pe prima parte a intervalului de prognoză, dinamica proiectată a cursului de schimb real efectiv este mai stimulativă la adresa exporturilor nete datorită revizuirii în jos a ratei interne a inflației și în sus a celei externe și anticipării unui nivel mai ridicat al cursului EUR-RON în primul trimestru al intervalului proiecției. Efectul de avuție și bilanț va exercita o influență mai stimulativă în cea mai mare parte a intervalului de prognoză datorită reevaluării în jos a ratelor externe ale dobânzii (EURIBOR 3M). Influența cumulată a deviațiilor de la trenduri ale ratelor reale ale dobânzilor la depozitele și creditele în lei este anticipată a fi mai stimulativă pe fondul reevaluării în sus a anticipațiilor inflaționiste.

1.4. Riscuri asociate proiecției

Deși o parte a șocurilor de natura ofertei de pe parcursul ultimelor luni și-au moderat efectele relativ la cele anticipate în raportul din luna mai a.c., sursele relevante de riscuri pentru runda curentă nu diferă semnificativ de cele menționate în raportul anterior. Evaluarea curentă sugerează o balanță a riscurilor relativ mai echilibrată în prima parte a intervalului de proiecție, în timp ce pe termen mediu se prefigurează riscuri mai ample de abatere în sus a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază, provenind în principal din ajustările preconizate ale prețurilor administrate și evoluția mediului economic extern.

În planul evoluțiilor externe, relativa stabilizare de pe parcursul ultimelor luni a prețurilor internaționale ale produselor alimentare, precum și perspectivele de evoluție pe termen mediu ale acestora susțin temperarea, comparativ cu runda anterioară, a riscurilor inflaționiste provenind din această sursă. Chiar și în aceste condiții, accelerarea în viitor a tendințelor structurale⁵⁸ și/sau ciclice de pe aceste piețe, la care se adaugă volatilitatea anticipată ridicată a

Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază



Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

⁵⁷ A se vedea subsecțiunea 1.2. *Perspectivele inflației*.

⁵⁸ De exemplu, creșterea consumului de produse alimentare în economiile emergente.

prețurilor alimentelor⁵⁹, mențin relevanța acestui factor de risc pentru evoluția viitoare a inflației interne⁶⁰.

O posibilă agravare a tensiunilor de pe piețele financiare internaționale, ocazionate de problemele de sustenabilitate a datoriilor suverane ale unor țări membre ale Uniunii Europene⁶¹ sau ale SUA, continuă să rămână preocupantă prin prisma potențialului de propagare a efectelor asupra țărilor emergente în general, precum și a economiei românești. Materializarea acestui scenariu, în ipoteza deteriorării percepției privind riscul a investitorilor la nivel regional și global, s-ar putea răsfrânge asupra evoluției cursului de schimb al leului și a dobânzilor aferente creditelor oferite entităților suverane și private din România, antrenând, cu precădere prin primul dintre aceste canale, o înrăutățire a performanței dezinflaționiste interne. În plus, revizuirea, cel mai probabil în jos, a nivelului prognozat al activității economice a principalilor parteneri comerciali ai României, modificarea față de prognoze a parității dintre moneda euro și dolarul SUA, precum și accesul României în condiții mai dezavantajoase de cost la sursele de finanțare de pe piețele financiare internaționale ar putea afecta nefavorabil un set mai amplu de indicatori din scenariul de bază.

Pe plan intern, cele mai semnificative riscuri continuă să fie asociate dinamicii viitoare a prețurilor administrate, în condițiile în care pentru preconizata eliminare a subvențiilor la energia termică⁶² și, respectiv, pentru deschiderea piețelor interne ale gazelor naturale și energiei electrice⁶³ nu sunt încă disponibile informații precise cu privire la calendarul și magnitudinea operării creșterilor de prețuri. Pe lângă impactul inflaționist direct, majorarea acestor categorii de prețuri ar putea da naștere unei spirale inflaționiste salarii-prețuri, mai ales în situația în care ar fi potențate de o eventuală accelerare a majorării câștigurilor salariale, după scăderile ample înregistrate în perioada crizei. În aceste condiții, atingerea țintelor de inflație stabilite pentru anii următori ar fi substanțial periclitată.

Nu în ultimul rând, riscuri semnificative, în special în contextul calendarului electoral încărcat din următorii ani, provin din

⁵⁹ În condițiile dependenței prețurilor acestor produse de condițiile atmosferice și ale epuizării stocurilor internaționale de bunuri alimentare pe parcursul ultimelor luni.

⁶⁰ Pentru detalii cu privire la impactul propagat al unor creșteri ale prețurilor externe ale alimentelor asupra ratei interne ale inflației, a se vedea caseta din *Raportul asupra inflației*, ediția mai 2011.

⁶¹ Un astfel de scenariu nu poate fi exclus în totalitate, în pofida suplimentării recente a ajutorului financiar acordat Greciei (prin decizia Consiliului European din 21 iulie a.c.), efectul de contagiune asupra unor economii cu vulnerabilități similare (Spania, Italia, Portugalia sau Irlanda) putând fi de natură a pune sub semnul întrebării sustenabilitatea acestor scheme de susținere financiară.

⁶² Subvenții acordate de la bugetul de stat și, respectiv, cele suportate din bugetele administrațiilor locale. Pentru o evaluare cantitativă a implicațiilor eliminării acestor subvenții, a se vedea nota de subsol 75 din *Raportul asupra inflației*, ediția mai 2011.

⁶³ În conformitate cu Directivele Comisiei Europene nr. 72 și 73 din 2009.

posibile derapaje ale coordonatelor politicii fiscale și a veniturilor salariale din sectorul public. În aceste condiții, dezechilibrarea *mix*-ului politicilor macroeconomice și împovărarea în mod excesiv a politicii monetare s-ar putea concretiza într-o performanță dezinflaționistă inferioară celei din scenariul de bază.

2. Evaluarea de politică monetară

După patru luni de creștere susținută, rata anuală a inflației a consemnat în iunie o scădere, coborând de la nivelul de 8,42 la sută atins în luna anterioară la 7,93 la sută. Determinantul acestei evoluții l-a constituit reculul consistent al prețurilor volatile ale alimentelor, pe fundalul interacțiunii dintre creșterea semnificativă a ofertei interne de produse agricole specifice sezonului și persistența deficitului de cerere agregată. În aceste condiții, rata anuală a inflației și-a redus ușor abaterea față de limita superioară a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație.

În acest context, coordonatele prognozei pe termen mediu a inflației au fost revizuite pentru întregul orizont de prognoză. Cea mai amplă ajustare descendentă au suferit o valorile anticipate a fi atinse de rata anuală a inflației în trimestrul III, odată cu începerea disipării efectului direct al majorării cotei TVA, precum și la finalul anului curent. Totodată, comparativ cu proiecția anterioară, revenirea în cursul trimestrului I 2012 a ratei anuale prognozate a inflației în interiorul intervalului de variație din jurul țintei de 3 la sută este mai consistentă, iar traiectoria ulterioară a acesteia este mai apropiată de punctul central al țintei de inflație.

Ameliorarea perspectivei inflației este doar în parte rezultanta recente corecții suferite de prețurile unor produse agroalimentare. Un resort suplimentar al acesteia îl constituie previziunile relativ mai favorabile privind impactul factorilor de natura ofertei/ costurilor ce au ca sursă evoluțiile de pe piețele internaționale ale materiilor prime alimentare și energetice, inclusiv ale țițeiului. O contribuție o exercită și creșterea în termeni relativi față de prognoza precedentă a valorilor anticipate ale deficitului de cerere agregată, implicit a prezumatelor presiuni dezinflaționiste ale acestuia; o asemenea perspectivă are ca principale premise refacerea graduală a cererii interne și scăderea în trimestrul II a ritmului creșterii economice globale. Ameliorarea în consecință a evoluției anticipate a componentei de bază a inflației devine evidentă însă doar pe orizontul mai îndepărtat al prognozei, date fiind efectul advers exercitat pe termen scurt de relativa deteriorare temporară a comportamentului cursului de schimb al leului, precum și decalajul cu care se reflectă reducerile curente de prețuri volatile ale LFO în dinamica prețurilor alimentelor prelucrate, cu pondere semnificativă în structura inflației CORE2 ajustat.

Proгноza evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu continuă să fie grevată de riscuri și incertitudini semnificative. Din perspectiva conducerii politicii monetare, rămân preocupante incertitudinile privind amplitudinea impactului și calendarul unor măsuri de ajustare/eliminare a unor prețuri administrate⁶⁴ – constituind în cea mai mare parte condiționalități ale acordurilor convenite cu UE, FMI și Banca Mondială – a căror implementare induce riscuri în principal la adresa evoluției pe termen mediu a inflației. Pe termen scurt, un risc inflaționist având ca sursă prețurile administrate îl reprezintă potențiala magnitudine a efectului indirect exercitat asupra indicelui prețurilor de consum de majorarea începând cu luna iulie 2011 a prețului gazelor naturale aferente consumatorilor non-casnici, precum și de posibila reajustare ascendentă a acestuia în următoarele luni.

În schimb, riscul ca evoluția viitoare a prețurilor internaționale ale materiilor prime agricole și petrolului să provoace o deviere a ratei anuale a inflației de la traiectoria prognozată s-a diminuat în termeni relativi, cel puțin pe termen scurt. Evaluarea are ca suport, pe de o parte, incertitudinile ridicate asociate perspectivei economiei mondiale, generate atât de încetinirea recentă a redresării acesteia – doar parțial motivată de întreruperea lanțurilor de aprovizionare produsă de catastrofa din Japonia – cât și de accentuarea nervozității pieței financiare internaționale în contextul acutizării crizei datoriei suverane. O posibilă creștere peste așteptări a performanțelor din acest an ale producției agricole interne ar avea drept consecință relativă accentuare și prelungire a trendului de scădere a prețurilor volatile ale alimentelor, de natură să antreneze o abatere în sens descendent a ratei anuale a inflației de la traiectoria prognozată.

Preocupant pentru banca centrală rămâne totuși riscul manifestării eventualelor efecte de runda a doua ale șocurilor de natura ofertei produse simultan sau în succesiune pe parcursul ultimelor trimestre. În actualul context, preocuparea are ca principală sursă durată prelungită a poziționării ratei anuale a inflației semnificativ deasupra limitei superioare a intervalului de variație asociat punctului central al țintei – datorată multiplelor șocuri ample de natura ofertei produse în ultimele 12 luni în economia românească – coroborată cu natura preponderent adaptivă a așteptărilor inflaționiste ale unor agenți economici. O altă sursă o constituie perspectiva menținerii la valori relativ înalte a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, aceasta reflectând doar parțial *pattern*-ul și dimensiunea deficitului prognozat de cerere agregată.

Preocuparea este motivată, în ciuda prezenței unor factori conjuncturali, și de relativa deteriorare suferită în luna aprilie de comportamentul costului unitar cu forța de muncă în industrie,

⁶⁴ Acestea cuprind, în principal: reducerea/eliminarea subvențiilor acordate pentru energia termică, liberalizarea pieței gazelor naturale și a energiei electrice, majorarea tarifelor serviciilor de transport public.

după o perioadă îndelungată în care acesta a exercitat o acțiune dezinflaționistă, favorabilă totodată menținerii deficitului de cont curent la niveluri sustenabile. Din această perspectivă, identificarea corectă și evaluarea posibilelor riscuri induse la adresa prognozei inflației de dinamica salariilor reclamă corelarea în permanență a acestora cu dinamica productivității muncii.

Perspectiva evoluției crizei datoriilor suverane în zona euro și în SUA rămâne incertă, existând chiar riscul agravării ei. O eventuală materializare a acestui risc ar avea drept consecință intensificarea volatilității mișcărilor de capital vizând economiile emergente, pe fondul înrăutățirii aversiunii față de risc a investitorilor internaționali. Aceasta s-ar traduce, pe de o parte, în amplificarea pe termen scurt a efectelor inflaționiste exercitate de cursul de schimb al leului, iar, pe de altă parte, în sporirea intensității și duratei presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată, decurgând din încetinirea redresării economiei românești, în condițiile slăbirii dinamicii economiei globale. În aceste condiții, continuarea implementării ferme a măsurilor de consolidare fiscală și a reformelor structurale, conform angajamentelor asumate în cadrul acordurilor convenite cu UE și FMI, devine un imperativ inclusiv din perspectiva cerinței de minimizare a riscurilor generate de contextul internațional tensionat, reprezentând la rândul ei o condiție esențială pentru consolidarea dezinflației și redresarea sustenabilă a economiei românești.

Având în vedere incertitudinile ridicate privind evoluția crizei datoriilor suverane și impactul acesteia asupra pieței financiare internaționale, precum și, în contextul menținerii asimetriei balanței riscurilor, existența riscului la adresa anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu indus de probabilele ajustări viitoare de prețuri administrate, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 3 august 2011 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reiterat faptul că aplicarea consecventă a angajamentelor asumate de autoritățile din România în cadrul acordurilor de finanțare convenite cu instituțiile internaționale, în special a celor privind consolidarea fiscală și corelarea evoluției salariilor cu cea a productivității muncii, este esențială pentru consolidarea în ritmul prognozat a dezinflației și redresarea pe baze sănătoase a economiei românești în cadrul proceselor de convergență nominală și reală.

