



**BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI**

# **RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI**

**Mai 2009**

**Anul V, nr. 16**

**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.*

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

*Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București*

## ***Cuvânt înainte***

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

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

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

*Raportul asupra inflației a fost finalizat în data de 4 mai 2009 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 6 mai 2009.*

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

## Lista abrevierilor

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

# Cuprins

<b>I. SINTEZĂ .....</b>	<b>7</b>
<b>II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI .....</b>	<b>12</b>
<b>III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE .....</b>	<b>16</b>
<b>1. Cererea și oferta .....</b>	<b>16</b>
1.1. Cererea .....	16
1.2. Oferta .....	22
<b>2. Piața muncii .....</b>	<b>23</b>
2.1. Forța de muncă.....	24
2.2. Venituri.....	25
<b>3. Prețurile de import și prețurile de producție.....</b>	<b>26</b>
3.1. Prețurile de import .....	26
3.2. Prețurile de producție.....	27
<b>IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE.....</b>	<b>30</b>
<b>1. Politica monetară .....</b>	<b>30</b>
<b>2. Piețe financiare și evoluții monetare .....</b>	<b>34</b>
2.1. Ratele dobânzilor .....	34
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital .....	36
2.3. Moneda și creditul .....	39
<b>V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI.....</b>	<b>42</b>
<b>1. Scenariul de bază.....</b>	<b>43</b>
1.1. Perspectivele inflației.....	43
1.2. Presiuni exogene asupra inflației .....	46
1.3. Presiuni din partea cererii agregate.....	47
1.4. Riscuri asociate proiecției.....	55
<b>2. Evaluarea de politică monetară .....</b>	<b>58</b>



## I. SINTEZĂ

---

### *Evoluția inflației și cauzele acesteia*

La sfârșitul trimestrului I 2009, rata anuală a inflației IPC a atins nivelul de 6,71 la sută, în creștere cu 0,41 puncte procentuale față de luna decembrie 2008 (6,3 la sută). Accelerarea ritmului de creștere a prețurilor de consum s-a datorat în mare măsură efectelor deprecierei semnificative a monedei naționale în cursul trimestrului I 2009, în urma înrăutățirii percepției investitorilor cu privire la vulnerabilitățile și perspectivele economiilor din Europa Centrală și de Est pe fondul accentuării crizei financiare și economice globale.

Factorii de natura ofertei au exercitat cu precădere influențe nefavorabile asupra ratei inflației. Prețurile volatile ale unor mărfuri alimentare și-au accelerat semnificativ creșterea în cursul trimestrului I. Șocul inflaționist al deprecierei leului a fost resimțit atât la nivelul prețurilor combustibililor, cât și la cel al prețurilor administrate, în cazul celor din urmă fiind atenuat de reducerea ratei anuale de creștere a prețului gazelor naturale. În sens favorabil a acționat prelungirea efectelor anului agricol bun 2008 asupra prețurilor produselor alimentare procesate incluse în indicele CORE2.

Costurile unitare cu forța de muncă în industrie s-au majorat substanțial în trimestrul IV 2008, procesul continuând, cu ritmuri relativ mai reduse, în lunile ianuarie-februarie 2009. Această evoluție s-a datorat declinului accentuat al productivității muncii. Continuarea deteriorării costului unitar cu forța de muncă exercită presiuni suplimentare în direcția majorării prețurilor de producție. Pe termen scurt, aceste presiuni sunt atenuate într-o oarecare măsură de declinul cererii externe și al celei interne în contextul crizei economice.

În luna martie, rata anuală a inflației de bază CORE2 s-a situat la un nivel mai înalt decât cel al inflației totale, în principal datorită accelerării pronunțate, pe seama influenței accizelor, a creșterii prețurilor produselor din tutun. În schimb, rata inflației CORE2 ajustată (6,2 la sută), care elimină din calcul prețurile produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice, se situează sub cea a inflației IPC, scăzând marginal față de decembrie 2008. Reducerea mai pronunțată a inflației de bază ajustate a fost împiedicată de impactul deprecierei monedei naționale asupra prețurilor importurilor și de persistența anticipațiilor inflaționiste ridicate. Acestea au contrabalansat efectele favorabile ale dinamicii prețurilor produselor alimentare procesate și presiunile dezinflaționiste ale deficitului de cerere creat în cursul trimestrului IV 2008 și anticipat a se fi accentuat în trimestrul I al anului curent.

Trimestrul IV 2008 a marcat o încetinire drastică a creșterii economice, sub impactul accelerării propagării asupra economiei naționale, prin canalele financiar și al comerțului exterior, a efectelor negative ale crizei internaționale. Rata anuală a creșterii economice a scăzut la 2,9 la sută, de la 9,1 la sută în trimestrul anterior, eliminând excesul de cerere menținut pe parcursul trimestrelor anterioare și determinând coborârea PIB sub nivelul său potențial. Menținerea unei rate anuale pozitive de creștere a PIB s-a datorat contribuției de același semn (pentru prima dată după anul 2002) a exportului net, ca rezultat al unei scăderi puternice, în termeni anuali, a importurilor și al unei modeste creșteri a exporturilor. În schimb, cererea internă a contribuit negativ la dinamica PIB, consumul final scăzând pentru prima oară în ultimii 8 ani, iar dinamica formării brute de capital fix a decelerat sever comparativ cu trimestrul anterior. Con tracția cererii interne reflectă, pe de o parte, încetinirea semnificativă a creșterii resurselor de finanțare, atât proprii cât și

împrumutate, aflate la dispoziția populației și corporațiilor, iar pe de altă parte creșterea înclinației către economisire, pe fondul revizuirii în scădere a perspectivelor privind veniturile viitoare ca urmare a incertitudinii generate de criza economică.

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

La data de 4 februarie 2009, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei dobânzii de politică monetară cu 0,25 puncte procentuale, la 10 la sută pe an. Pe de o parte, relaxarea politicii monetare a fost motivată de continuarea reducerii ratei inflației în trimestrul IV 2008 și de semnalele clare privind încetinirea substanțială a creșterii economice și crearea unui deficit de cerere anticipat a se amplifica pe termen scurt. Pe de altă parte, prudența relaxării a fost justificată de persistența încă ridicată a inflației și de inerția anticipațiilor inflaționiste pe fondul manifestării la începutul anului a unor presiuni semnificative de depreciere a monedei naționale, de natură a afecta negativ și capacitatea de rambursare a creditelor în valută.

Perioada următoare acestei decizii a fost marcată de extinderea concertată a efectelor crizei financiare asupra economiei reale la nivel global și de accelerarea propagării acestor efecte asupra economiei naționale. După confirmarea statistică a încetinerii substanțiale a ritmului anual de creștere a PIB în trimestrul IV 2008, în trimestrul I 2009 evoluțiile indicatorilor privind dinamica pe termen scurt a activității economice au continuat să semnaleze menținerea perspectivelor nefavorabile privind creșterea economică.

Rata anuală a inflației s-a înscris pe o traiectorie ascendentă în primele două luni ale anului, în pofida decelerării accentuate a creșterii economice. Această evoluție ilustrează clar atât provocările la adresa politicii monetare într-un mediu intern și internațional marcat de incertitudini majore, cât și necesitatea cooperării din partea celorlalte componente ale *mix*-ului de politici macroeconomice pentru restabilirea echilibrului macroeconomic. O contribuție importantă la accelerarea inflației au avut-o șocurile din partea ofertei, în special deprecierea leului și devansarea creșterii accizelor la produsele din tutun. În același timp însă, este foarte probabil că efectele propagate ale politicii de venituri laxe din anul precedent și ale majorării abrupte a deficitului bugetar în trimestrul IV 2008, precum și creșterea cheltuielilor bugetare curente la începutul anului 2009 au contribuit la sensibilitatea relativ scăzută a inflației în raport cu încetinirea creșterii economice. Aceste efecte s-au adăugat influenței rigidităților structurale de pe piața muncii, care au condus la creșterea costului unitar cu forța de muncă în industrie în condițiile scăderii semnificative a producției.

Incertitudinea ridicată referitoare la durata și intensitatea crizei economice globale se transmite asupra evaluării perspectivelor macroeconomice pe plan intern. O dimensiune importantă a incertitudinii privește magnitudinea efectelor nefavorabile ale crizei asupra dinamicii cererii agregate și a PIB potențial, creând dificultăți de evaluare a amplitudinii deficitului de cerere și a intensității presiunilor dezinflaționiste exercitate de acesta. În plus, în cursul trimestrului I 2009, volatilitatea piețelor financiare internaționale și aversiunea față de risc a investitorilor pe plan global și regional continuau să genereze incertitudine cu privire la evoluția ulterioară a cursului de schimb al leului.

În acest context, în ședința din 31 martie 2009 Consiliul de administrație al BNR a apreciat drept necesară menținerea unei atitudini prudente a politicii monetare, care să permită continuarea ajustării controlate a deficitului extern către niveluri sustenabile pe termen mai îndelungat și convergența ratei inflației către țintele stabilite pe termen mediu, în condițiile asigurării stabilității financiare. În acest scop, Consiliul de administrație a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la



nivelul de 10 la sută pe an. Totodată, a fost hotărâtă reducerea ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută cu scadență reziduală mai mare de doi ani ale instituțiilor de credit de la 40 la sută la zero, începând cu perioada de aplicare 24 mai – 23 iunie 2009. Măsura a avut ca scop crearea condițiilor revitalizării creditării sustenabile a economiei, precum și continuarea armonizării mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele în materie ale BCE.

Pe parcursul trimestrului I, poziția de creditor a BNR față de sistemul bancar autohton s-a consolidat, banca centrală acomodând treptat cererea crescută de rezerve a băncilor prin utilizarea activă a operațiunilor de piață monetară, în special a tranzacțiilor *repo*. Acestea au fost derulate în contextul unei gestionări adecvate a lichidității de către BNR, care a permis atât evitarea volatilității excesive a cursului de schimb, cât și funcționarea fluentă a pieței monetare interbancare, concomitent cu convergența și stabilizarea relativă a ratelor dobânzilor interbancare în jurul ratei dobânzii de politică monetară. Totodată, operațiunile băncii centrale au avut ca efect îmbunătățirea lichidității sistemului bancar prin creșterea stocului de titluri de stat deținut de către bănci, ceea ce a oferit posibilitatea creșterii creditului guvernamental, contrabalansând astfel o parte din contracția anticipată și deja manifestă în creditul acordat sectorului privat.

Ținta de inflație pentru anul 2010 a fost stabilită la nivelul de 3,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, fiind astfel confirmată ipoteza de lucru utilizată în cadrul *Raportului asupra inflației* din luna februarie.

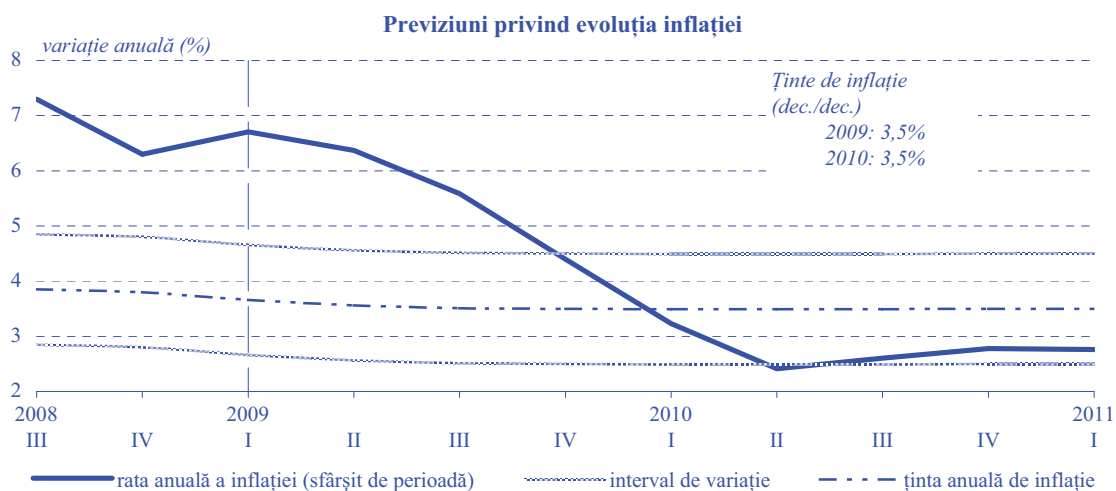
### ***Perspectivile inflației***

În primul trimestru al anului 2009, economia națională a continuat să resimtă efectele negative propagate ale crizei financiare și economice globale. Similar proiecției anterioare, incertitudinile legate de durata și intensitatea crizei creează dificultăți de previzionare a impactului acesteia pe termen scurt și mediu asupra evoluțiilor macroeconomice pe plan intern. Cu toate acestea, evoluțiile recente sugerează o relativă atenuare a riscurilor inflaționiste asociate unei corecții mai puțin ordonate decât cea programată a dezechilibrelor macroeconomice.

Data fiind ajustarea semnificativă în jos, începând cu trimestrul IV 2008, a deficitului balanței comerciale și a celui de cont curent, slăbirea presiunilor de depreciere a leului în a doua jumătate a trimestrului I semnaleză o tendință de relativă stabilizare a cursului de schimb în concordanță cu corecția dezechilibrelor externe. Această tendință a fost accentuată ulterior de apelul la împrumutul extern multilateral sub coordonarea FMI-UE, contractat în vederea asigurării preemptive a sustenabilității rezervelor internaționale în contextul diminuării intrărilor de capital privat în economie. Acest pachet multilateral de finanțare a condus la ameliorarea relativă a percepției investitorilor financiari cu privire la riscul atribuit României.

În aceste condiții, balanța riscurilor la adresa inflației este în mare parte echilibrată, ea implicând, totuși, o probabilitate moderat mai mare a abaterilor în jos față de traiectoria proiectată a inflației din scenariul de bază, comparativ cu cea a deviațiilor în sens opus.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației la sfârșitul anului 2009 la 4,4 la sută, valoare apropiată celei prognozate în *Raportul asupra inflației* din luna februarie 2009 (4,5 la sută). Pentru sfârșitul anului 2010 se prevede reducerea ratei inflației la 2,8 la sută, nivel situat atât sub cel al țintei centrale (3,5 la sută), cât și sub valoarea prognozată anterior (3,2 la sută).



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

Sursa: INS, calcule BNR

Proiectarea, pentru 2009, a unei rate a inflației apropiate de cea din *Raportul asupra inflației* anterior are drept sursă principală reevaluarea influențelor dinamicilor cursului de schimb al leului și a cererii agregate, prevăzute a se compensa parțial pe parcursul anului curent. Continuarea deprecierei monedei naționale în trimestrul I 2009 cu un ritm mai accentuat decât cel prevăzut în proiecția anterioară a indus efecte nefavorabile asupra proiecțiilor prețurilor importurilor, combustibililor și ale prețurilor administrate. Aceste efecte sunt augmentate de inerția anticipațiilor inflaționiste în prima parte a intervalului de prognoză. În schimb, încetinirea substanțială a creșterii economice din ultimele două trimestre a condus la proiectarea unui deficit de cerere mai accentuat, comparativ cu runda anterioară, pe întreg intervalul de referință. Presiunile dezinflaționiste astfel exercitate la nivelul inflației de bază CORE2 compensează influențele de sens contrar asupra dinamicii proiectate a prețurilor de consum în anul 2009.

Pentru anul 2010, proiectarea unei rate a inflației IPC cu 0,4 puncte procentuale sub cea prognozată în luna februarie se explică prin preponderența efectelor anticipate ale deficitului de cerere și prin consolidarea tendinței descendente a anticipațiilor privind inflația.

Conduita politicii monetare va asigura păstrarea echilibrului între obiectivul readucerii ratei inflației în interiorul intervalului de variație din jurul țintei centrale și cel al asigurării sustenabilității acestui proces prin continuarea ajustării controlate a dezechilibrelor macroeconomice și menținerea stabilității financiare. Prognoza prevede reintrarea ratei inflației în intervalul de variație din jurul țintei în ultimul trimestru al anului 2009. Menținerea ratei de creștere a prețurilor de consum în apropierea traiectoriei proiectate este condiționată de evoluții viitoare ale factorilor exogeni care să nu se abată substanțial de la coordonatele scenariului de bază și se bazează pe sprijinul adecvat acordat politicii monetare de către celelalte componente ale *mix*-ului de politici macroeconomice.

Întrucât evoluția cursului de schimb și cea a cererii agregate reprezintă principalii factori explicativi ai inflației proiectate, cele mai relevante riscuri asociate prognozei actuale sunt generate de dinamica viitoare a acestora. Manifestarea efectelor crizei globale cu intensitate diferită de cea presupusă în scenariul de bază ar implica abateri ale cursului de schimb și ale creșterii economice de la valorile proiectate. Pe termen scurt, datorită reacției tipice investitorilor în economii emergente, efecte mai severe ale crizei s-ar manifesta printr-o depreciere mai mare a leului și o creștere a PIB mai mică, în timp ce relansarea mai rapidă a activității economice ar produce abateri de sens opus de la scenariul de bază.

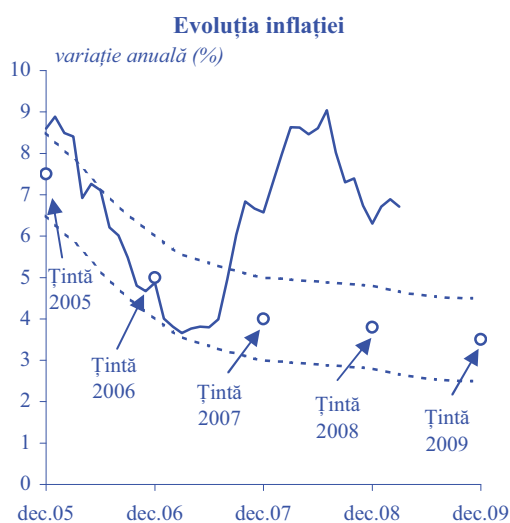
Riscurile unor evoluții mai puțin favorabile decât cele proiectate pot fi generate cu precădere de șocuri externe care ar putea perturba ajustarea ordonată a dezechilibrelor macroeconomice. Aceste cauze externe, condiționate de evoluția viitoare a crizei globale, ar putea fi amplificate de cauze interne, precum insuficiența coerență și consecvență în timp a politicilor macroeconomice și persistența rigidităților pe piața muncii, precum și în comportamentul de stabilire a prețurilor. Cu toate acestea, riscurile menționate apar drept semnificativ atenuate comparativ cu runda anterioară de prognoză, în urma sustenabilității resurselor de finanțare externe necesare economiei, asigurate prin contractarea împrumutului extern multilateral sub coordonarea FMI-UE, și a setului coerent de politici macroeconomice și structurale programate în contextul desfășurării acordului de împrumut.

Riscurile în mod obișnuit asociate evoluțiilor prețurilor petrolului și ale altor materii prime, ale prețurilor administrate și ale celor volatile ale mărfurilor alimentare sunt considerate a fi relativ simetric distribuite în jurul traiectoriei proiectate a inflației IPC din scenariul de bază.

### ***Decizia de politică monetară***

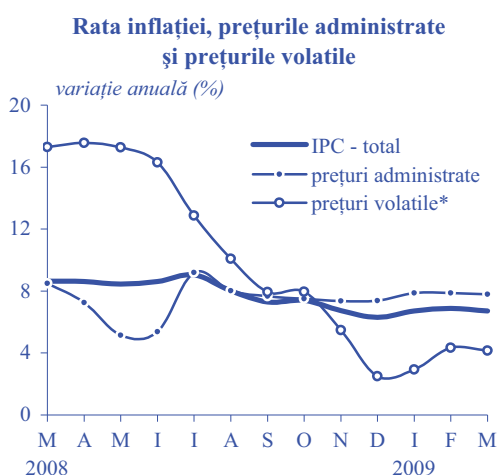
Având în vedere ameliorarea prognozei inflației pe termen mediu, precum și perspectiva continuării ajustării ordonate a dezechilibrului extern în condițiile implementării măsurilor de politică economică convenite prin acordul încheiat cu FMI și UE, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 6 mai 2009 reducerea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 9,50 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea utilizării active a operațiunilor de piață monetară în vederea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar. În același timp, s-a decis menținerea nivelului ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și al celei aplicabile celorlalte pasive în valută ale instituțiilor de credit, în condițiile în care, potrivit deciziei Consiliului de administrație al BNR din 31 martie 2009, începând cu perioada de aplicare 24 mai – 23 iunie 2009, rata rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută cu scadență reziduală mai mare de doi ani va fi zero. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reiterat faptul că asigurarea consolidării dezinflației și a stabilității financiare reclamă implementarea fermă și consecventă a *mix*-ului de politici economice – monetară, fiscală, de venituri –, precum și a reformelor structurale convenite.

## II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI



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

Sursa: INS, calcule BNR



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

Sursa: INS, calcule BNR

În trimestrul I 2009, rata anuală a inflației și-a întrerupt traiectoria descendentă înregistrată în partea a doua a anului anterior, atingând 6,71 la sută la finele intervalului. Accelerarea cu 0,41 puncte procentuale a ritmului anual de creștere a prețurilor de consum față de decembrie 2008 s-a datorat cu preponderență deprecierei monedei naționale, atât prin intermediul tarifelor exprimate în euro și al importurilor, cât și ca efect al modificării cursului de schimb utilizat în calcularea accizelor și a prețurilor medicamentelor. Contribuții suplimentare la această evoluție au avut creșterea cotațiilor țițeiului pe piețele internaționale și devansarea calendarului de majorare a accizelor. Șocul indus de deprecierea monedei naționale a constituit (inclusiv prin canalul anticipațiilor) un element esențial și în frânarea dezinflației vizibile la nivelul CORE2 ajustat începând cu trimestrul III 2008, în pofida înmulțirii semnalelor privind restrângerea cererii de consum și a menținerii influenței favorabile a producției din anul anterior asupra prețurilor agroalimentare.

Contrar trimestrelor precedente, în care prețurile volatile au reprezentat un factor de dezinflație, în primele trei luni ale anului 2009 acestea au constituit o sursă importantă de presiune inflaționistă (+1,7 puncte procentuale față de decembrie 2008, până la 4,2 la sută la finele trimestrului I 2009). Concret, majoritatea prețurilor din această categorie au manifestat intensificări ale ritmurilor anuale de creștere, factorii de influență fiind multipli. În cazul produselor alimentare, tendința a fost imprimată de producția insuficientă de cartofi și de scumpirea importurilor de completare, la care s-a adăugat efectul de bază nefavorabil consemnat pe segmentul ouălor. În cazul combustibililor, dominante au fost efectele generate de actualizarea cursului de schimb utilizat pentru calcularea accizelor<sup>1</sup> și de reluarea trendului ascendent al cotațiilor petrolului pe piețele externe<sup>2</sup>, însă nu pot fi ignorate nici presiunile exercitate de alte elemente de preț (în principal, introducerea standardului Euro 5 și majorarea cuantumului accizelor în euro aplicate benzinei fără plumb și motorinei).

O contribuție considerabilă la accelerarea inflației anuale, de dimensiune comparabilă cu cea a prețurilor volatile, au avut prețurile produselor din tutun, în pofida ponderii net inferioare deținute în coșul de consum. Impactul acestei grupe a fost accentuat de modificările intervenite la nivelul accizelor asociate, respectiv devansarea calendarului de majorare a accizei în euro și actualizarea cursului de transformare în lei. Deși decizia de devansare nu se

<sup>1</sup> De la 3,3565 lei/euro la 3,7364 lei/euro (cursul de schimb din data de 1 octombrie 2008, publicat de Banca Centrală Europeană).

<sup>2</sup> De la un nivel de 35,82 USD/baril (*Europe Brent Spot*, fob) la sfârșitul anului 2008 la un maximum de 51,89 USD/baril în 26 martie 2009. Sursa: AIE.

referă la trimestrul I, urmând a fi implementată în două etape, în lunile aprilie și septembrie (cu câte 7 euro/1 000 țigarete), perioada analizată a fost totuși afectată de practica producătorilor de încorporare graduală în preț a măsurii anunțate, chiar înainte de momentul intrării acesteia în vigoare. Sub acțiunea celor doi factori amintiți, rata anuală de creștere a prețurilor produselor din tutun a urcat la 18,9 la sută în luna martie (+5,2 puncte procentuale față de decembrie 2008).

În ceea ce privește prețurile administrate, variația dinamicii anuale a fost comparabilă ca amplitudine, dar de semn contrar față de cea înregistrată în trimestrul anterior (+0,4 puncte procentuale, până la 7,8 la sută în luna martie). Și de această dată, evoluția din cadrul trimestrului a fost relativ staționară, în condițiile în care accelerările de ritm observate la nivelul prețurilor medicamentelor, al serviciilor telefonice și, în mai mică măsură, al tarifelor pentru energie termică și electrică au fost contrabalansate de reducerea semnificativă a ratei anuale de creștere a prețului gazelor naturale, menținut constant din iulie 2008. Explicații pentru dinamica anuală în creștere a componentelor menționate se regăsesc în evoluția cursului de schimb (telefonie), actualizarea cursurilor leu/euro utilizate la calcularea prețului medicamentelor și respectiv a accizelor, majorarea accizei în euro corespunzătoare energiei electrice, corecțiile periodice operate de furnizorii de energie termică.

Având în vedere șocul survenit în cazul produselor din tutun, analiza inflației de bază impune revenirea la măsura CORE2 ajustat<sup>3</sup>. Eliminarea distorsiunilor de semnal induse de modificarea accizelor pune în evidență o relativă stagnare a ratei anuale de creștere (6,2 la sută în luna martie), progresul înregistrat pe parcursul primelor trei luni ale anului limitându-se la -0,1 puncte procentuale. Singurul element de susținere a dezinflației a fost furnizat de grupa mărfurilor alimentare (cu excepția celor cu prețuri volatile), care a continuat să consemneze ritmuri anuale în scădere, astfel încât nivelul atins la finele trimestrului se situa cu circa 1 punct procentual sub cel din decembrie 2008; mișcarea a fost antrenată de impactul favorabil al redresării producției vegetale asupra costurilor de producție ale producătorilor de ulei comestibil, lapte și produse derivate, produse de morărit și panificație.

Influențede sens contrar au exercitat prețurile mărfurilor nealimentare (+0,21 puncte procentuale), dar mai ales cele ale serviciilor incluse în CORE2 ajustat (+1,2 puncte procentuale). Pentru ambele componente, determinantă a fost variația cursului de schimb, tipul de efect preponderent – direct pe segmentul serviciilor, indirect pe cel al produselor nealimentare – explicând în bună măsură diferența de magnitudine existentă între cele două grupe din punct de vedere

### Prețuri administrate versus prețuri libere

variație anuală (%); sfârșitul perioadei

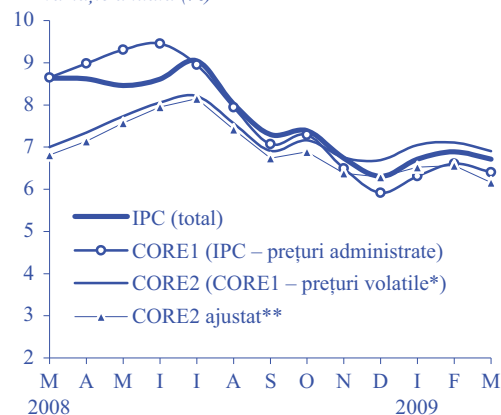
	2008				2009
	I	II	III	IV	I
<b>Rata inflației</b>	<b>8,63</b>	<b>8,61</b>	<b>7,30</b>	<b>6,30</b>	<b>6,71</b>
<b>Prețuri administrate*</b>	<b>8,50</b>	<b>5,37</b>	<b>7,67</b>	<b>7,38</b>	<b>7,78</b>
<b>1. Mărfuri</b>					
<b>nealimentare*:</b>	<b>4,20</b>	<b>2,79</b>	<b>8,31</b>	<b>7,60</b>	<b>7,64</b>
energie electrică	4,16	0,00	4,51	4,51	4,76
energie termică	5,86	6,04	6,04	10,10	11,95
gaze naturale	12,39	12,39	26,47	22,01	12,53
medicamente	-4,22	-3,49	-1,51	-2,50	4,56
<b>2. Servicii*, din care:</b>	<b>16,71</b>	<b>10,36</b>	<b>5,81</b>	<b>6,73</b>	<b>7,93</b>
apă, canal, salubritate	11,98	11,15	12,58	12,55	12,79
telefonie fixă	10,45	13,25	-0,34	2,08	5,73
transport de călători pe calea ferată	16,54	8,15	0,00	0,00	0,00
transport urban (de călători)	11,13	9,12	9,10	8,15	7,99
<b>Prețuri libere (CORE1)</b>	<b>8,65</b>	<b>9,45</b>	<b>7,07</b>	<b>5,92</b>	<b>6,40</b>
<b>CORE2**</b>	<b>7,00</b>	<b>8,06</b>	<b>6,91</b>	<b>6,69</b>	<b>6,90</b>
CORE2 exclusiv tutun și băuturi alcoolice	6,80	7,95	6,74	6,29	6,16
tutun și băuturi alcoolice	9,05	9,19	8,65	11,04	14,95

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

Sursa: INS, calcule BNR

### Inflația totală și inflația de bază (CORE)

variație anuală (%)



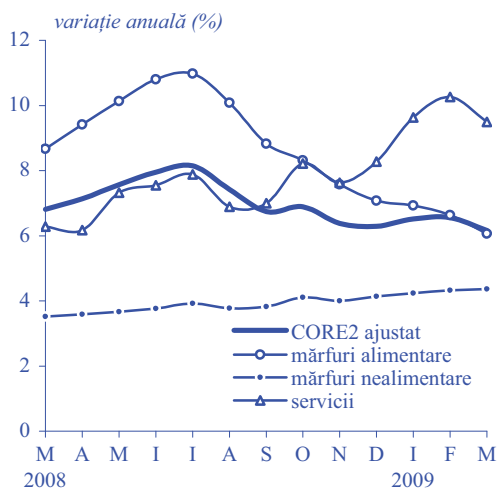
\* produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

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

Sursa: INS, calcule BNR

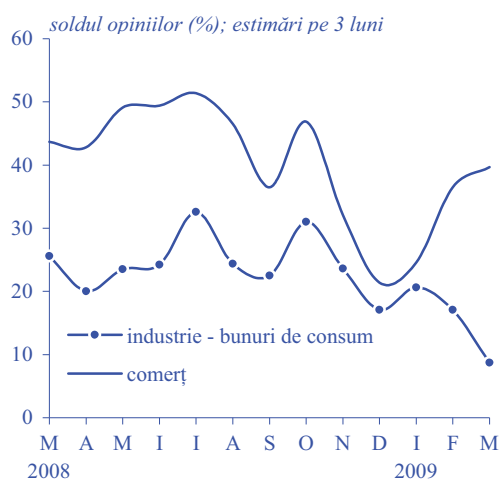
<sup>3</sup> Se exclud din CORE2 produsele din tutun și băuturile alcoolice.

## Componentele CORE2 ajustat



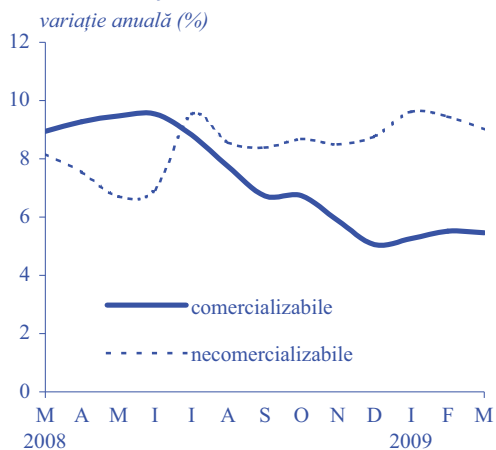
Sursa: INS, calcule BNR

## Așteptările inflaționiste ale operatorilor



Sursa: DG ECFIN

## Prețurile bunurilor comercializabile și necomercializabile



Sursa: Eurostat, calcule BNR

al reacției prețurilor de consum. Astfel, în cazul serviciilor, tendința de accelerare a dinamicii anuale a prețurilor s-a datorat elementelor cu tarife ancorate la euro (îndeosebi telefon și chirii), pentru restul grupei fiind dominant efectul inhibitor al restrângerii cererii. În cazul mărfurilor nealimentare, intensificări ale vitezei de creștere a prețurilor s-au produs la nivelul subgrupurilor dominate de importuri (electrocasnice, electronice, articole de igienă și cosmetică, articole chimice) sau cu prețuri exprimate direct în euro (autoturisme), însă răspunsul mai ponderat la fluctuațiile cursului de schimb se asociază diminuării cererii de consum – factor decisiv, de altfel, în evoluția modestă a prețurilor celorlalte mărfuri nealimentare – și scăderii valorii unitare a importurilor. Trebuie, totuși, precizat faptul că posibilitatea/disponibilitatea producătorilor de a reacționa prin ajustări de prețuri la perspectiva menținerii dinamicii nefavorabile a vânzărilor a fost limitată de presiunea costurilor cu forța de muncă în contextul unui declin ciclic pronunțat al productivității muncii și de șocul indus asupra ofertei de dificultățile întâmpinate în finanțarea activității de producție (extinderea arieratelor, acces mai dificil la credit, costuri asociate mai mari).

În pofida conturării tot mai clare a tendinței de scădere a consumului, anticipațiile inflaționiste ale operatorilor comerciali au trasat în perioada analizată o curbă constant ascendentă, formând încă un element de frânare a dezinflației. Evoluția diametral opusă din industria prelucrătoare și participarea considerabilă a importurilor la satisfacerea consumului intern pun în evidență rolul avut de volatilitatea cursului de schimb în modificarea percepției managerilor din comerțul cu amănuntul comparativ cu ultimele trei luni ale anului precedent.

Spre deosebire de trimestrele III-IV 2008, când ritmurile anuale de creștere a prețurilor produselor comercializabile și, respectiv, necomercializabile au descris traiectorii divergente, în trimestrul I 2009 șocurile generate de deprecierea leului și măsurile administrative intrate în vigoare sau anunțate în primele luni ale anului 2009 au condus la accelerări pe ambele segmente (cu 0,4 și respectiv 0,2 puncte procentuale comparativ cu sfârșitul anului precedent). Diferența de nivel dintre cele două ritmuri anuale (5,5 la sută și respectiv 9 la sută), justificată de incidența presiunilor concurențiale internaționale în sectorul producător de bunuri comercializabile, s-a menținut la un nivel comparabil cu cel atins în decembrie 2008.

Din perspectiva criteriului de convergență nominală referitor la inflație<sup>4</sup>, perioada analizată a continuat tendința constantă de majorare a ecartului, care a atins în luna martie 4 puncte procentuale (comparativ cu 3,8 puncte procentuale în decembrie 2008),

<sup>4</sup> 1,5 puncte procentuale peste media celor mai performante trei state membre ale UE din punct de vedere al stabilității prețurilor (evaluate pe baza ratei medii anuale a IAPC).

în pofida ușoarei dezinflații înregistrate în România la nivelul mediei anuale a IAPC. Rezultatul s-a datorat: (i) reacției mai puternice a prețurilor de consum din statele vest-europene la scăderea prețurilor materiilor prime și la încetinirea activității economice, mai pregnantă de la jumătatea anului 2008; (ii) manifestării unui efect de bază favorabil înregistrat de una dintre cele trei țări-referință, ca urmare a majorării TVA în anul 2007, dar și (iii) absenței șocurilor din partea cursului de schimb. Comparația cu media UE-27 relevă o evoluție similară a decalajului, nivelul atins în luna martie (4,4 puncte procentuale) fiind și în acest caz superior celui din decembrie 2008 cu 0,2 puncte procentuale.

În luna martie 2009, rata anuală efectivă a inflației s-a situat cu 0,9 puncte procentuale peste proiecția prezentată în *Raportul asupra inflației* din luna februarie. În esență, deviația poate fi explicată prin dificultatea estimării elementelor nemodelabile ale prognozei – prețurile volatile și cele supuse deciziilor administrative –, la nivelul CORE2 ajustat ecartul reducându-se la 0,1 puncte procentuale. Astfel, cele mai mari contribuții la diferența „efectiv-proiectat” au revenit: (i) majorării semnificative a prețurilor medicamentelor, ca urmare a actualizării cursului de schimb utilizat în calcularea acestora (măsura a fost anunțată ulterior realizării proiecției, neputând fi anticipată în condițiile în care, în ultimii patru ani, variația medie lunară a prețurilor medicamentelor a fost ușor negativă); (ii) anticipării unor variații sub nivelul realizat pentru produsele din tutun, impactul modificării cursului de transformare în lei a accizelor fiind dublat de cel al ajustărilor de preț operate în avans de producătorii de profil, ca urmare a anunțului de devansare a calendarului de majorare a accizelor (decizie a Ministerului Finanțelor Publice din luna martie); (iii) subestimării creșterilor luate în calcul pentru prețurile combustibililor, evoluția acestora fiind afectată în trimestrul I 2009 de o multitudine de factori (menționați anterior).

### III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

#### 1. Cererea și oferta

Pe fondul adâncirii crizei economice și financiare, restrângerea cererii pe plan intern și internațional a afectat sever evoluția PIB real în trimestrul IV 2008 – dinamica anuală aferentă a fost de 2,9 la sută<sup>5</sup>, reprezentând mai puțin de o treime din avansul înregistrat în trimestrul precedent. Această decelerare de ritm a fost mai puternică decât cea relevată de proiecția benchmark de 6 la sută formulată în luna decembrie 2008.

##### 1.1. Cererea

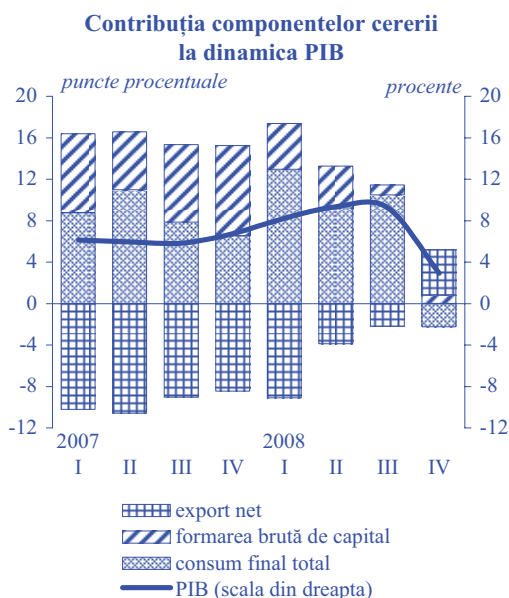
Frânarea dinamicii anuale a PIB în trimestrul IV a fost atribuită exclusiv contracției cu 1,3 la sută a absorbției interne, în timp ce exportul net de bunuri și servicii a înregistrat o contribuție pozitivă la creșterea economică (performanță care nu s-a mai consemnat din anul 2002).

##### 1.1.1. Cererea de consum

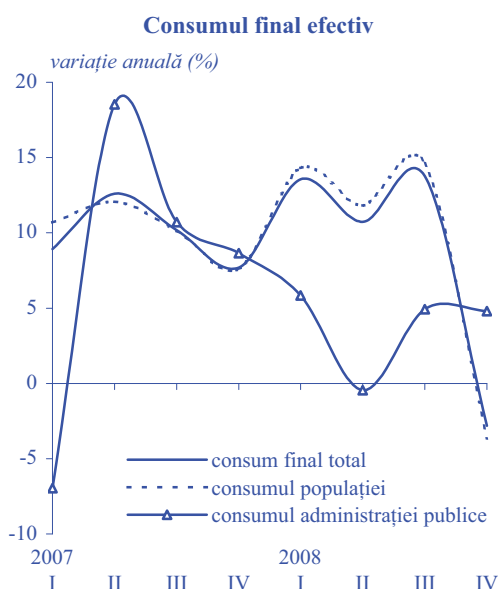
Pentru prima oară în ultimii 8 ani, consumul final a cunoscut o restrângere de volum (cu 2,8 la sută), atribuită exclusiv consumului populației, în timp ce componenta guvernamentală s-a majorat într-un ritm similar celui din trimestrul III (4,8 la sută).

##### Cererea de consum a populației

Principala contribuție la diminuarea cu 3,7 la sută a consumului final privat în trimestrul IV a revenit achizițiilor de bunuri și servicii din rețeaua comercială (-2,8 la sută), afectate de decelerarea dinamicii resurselor financiare ale populației, dar și de deteriorarea expectațiilor populației privind situația economică și financiară. Așa cum era de așteptat, ajustarea s-a produs în primul rând pe segmentul bunurilor de folosință îndelungată (un aport suplimentar aparținând deprecierei monedei naționale, dată fiind ponderea ridicată a importurilor în această categorie de produse) – dinamica anuală a volumului cifrei de afaceri pentru acest segment comercial a cunoscut o puternică inversare de semn în trimestrul IV (scădere cu peste 7 la sută, după o creștere de circa 17 la sută în intervalul precedent). În ceea ce privește grupa bunurilor de uz curent, rata de creștere a rămas pozitivă, însă s-a redus de circa 15 ori față de trimestrul III. Această evoluție sugerează relaxarea presiunii asupra indicelui prețurilor de consum, cu atât mai mult cu cât pe



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS

<sup>5</sup> În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum.



subsegmentul „produse alimentare, băuturi și tutun”, categoria cea mai bine reprezentată în cadrul coșului de consum al populației (aproape 47 la sută<sup>6</sup>), volumul vânzărilor a cunoscut o creștere nesemnificativă în termeni anuali.

Traectoria consemnată de achizițiile de bunuri și servicii a fost dublată de frânarea puternică a dinamicii poziției „autoconsum și cumpărări de pe piața țărănească” (până la 2,7 la sută, față de 23,5 la sută în trimestrul III). O posibilă explicație constă în estomparea aportului favorabil al producției vegetale ridicate din anul 2008 (evoluție caracteristică începerii sezonului rece), concomitent cu diminuarea producției animale.

Din perspectiva modalităților de finanțare a consumului privat, trimestrul IV a marcat decelerări și mai pronunțate atât în cazul venitului disponibil al populației<sup>7</sup> (până la 15,6 la sută), cât și în cel al împrumuturilor bancare (viteza reală de creștere a creditului de consum a scăzut cu circa 13 puncte procentuale comparativ cu intervalul precedent, consecință a majorării ratelor dobânzii, a reticenței băncilor în actualul context economic și financiar, dar și a deprecierei monedei naționale). În plus, finanțarea în sistem *leasing* a achizițiilor de autoturisme a înregistrat o dinamică negativă – de remarcat și faptul că, pe fondul creșterii efortului la plata ratelor, în ultima parte a anului 2008 s-a consemnat o intensificare fără precedent a recuperărilor de autovehicule de la clienți.

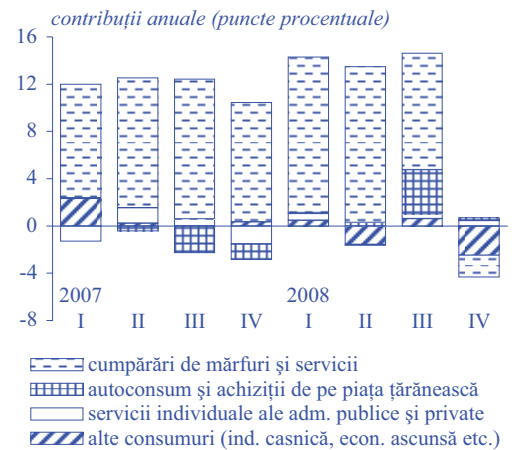
Analiza pe piețe de proveniență relevă decelerări abrupte de ritm pe ambele segmente. În privința bunurilor de uz curent, datele statistice disponibile sugerează menținerea preferinței pentru produsele din import, rata de creștere a acestora<sup>8</sup> rămânând superioară celei aferente volumului cifrei de afaceri pentru producția destinată pieței interne, în pofida unor pierderi de ritm mai pronunțate (peste 5 puncte procentuale). În cazul bunurilor de folosință îndelungată, traiectoria descrescătoare a fost și mai accentuată – componenta autohtonă și-a diminuat viteza de creștere la mai puțin de o treime din nivelul consemnat în trimestrul III, în timp ce pe segmentul extern s-au înregistrat chiar ritmuri reale negative (în special la importul de electronice și de mobilă). În plus, achizițiile de autoturisme au suferit scăderi de peste 30 la sută pe ambele piețe de proveniență.

<sup>6</sup> Conform clasificării standard pe destinații a cheltuielilor de consum (COICOP).

<sup>7</sup> Venitul disponibil al populației este aproximat prin suma dintre veniturile din salarii, transferurile sociale (asigurări sociale de stat, asigurări de șomaj și de sănătate) și transferurile din exterior sub forma remiterilor din munca în străinătate și a transferurilor curente private de la nerezidenți.

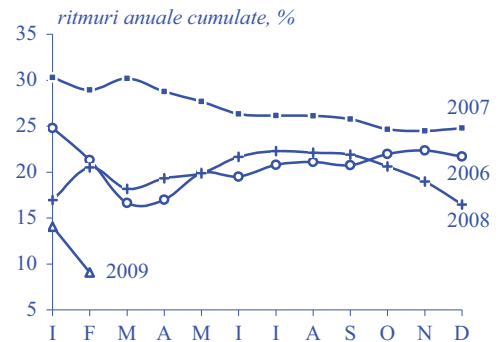
<sup>8</sup> Modificările volumului fizic al exporturilor și importurilor de bunuri au fost calculate pe baza datelor din balanța de plăți, deflate cu indicii valorii unitare în comerțul internațional. Pentru analiza în structură s-a utilizat Nomenclatorul Combinat.

**Consumul final al populației pe elemente de cheltuieli**



Sursa: INS, calcule BNR

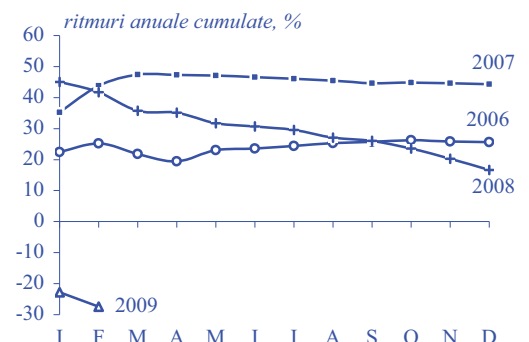
**Comerțul cu amănuntul cu bunuri de uz curent\***



\*) volumul cifrei de afaceri pentru comerțul cu amănuntul cu alimente, băuturi, tutun, medicamente și cosmetice, confecții și încălțăminte, carburanți, comerț prin case de comenzi și internet. Date recalculat folosind seria cu bază fixă 2005.

Sursa: INS, calcule BNR

**Comerțul cu amănuntul de bunuri durabile\***



\*) volumul cifrei de afaceri pentru comerțul cu amănuntul cu mobilă, aparate electronice, electrocasnice, IT&C și pentru comerțul cu ridicata și cu amănuntul al autovehiculelor.

Date recalculat folosind seria cu bază fixă 2005.

Sursa: INS, calcule BNR

### **Cererea de consum guvernamental**

Consumul final guvernamental a consemnat o dinamică anuală comparabilă cu cea din trimestrul precedent (4,8 la sută), evoluție corelată cu efectuarea de noi angajări de personal în sectorul administrației publice.

### **Evoluții bugetare**

Deficitul bugetului general consolidat<sup>9</sup> a atins la sfârșitul anului 2008 un nivel de 24 655 milioane lei – echivalent cu 4,9 la sută din PIB<sup>10</sup> –, fiind net superior atât celui programat (2,3 la sută din PIB), cât și celor înregistrate pe parcursul anilor 1991-2007<sup>11</sup>. Amplitudinea fără precedent a abaterii deficitului bugetar de la țintă a fost în principal consecința supradimensionării nivelului programat al veniturilor bugetare, implicit a cheltuielilor bugetare; nivelul acestora nu a fost ajustat nici cu ocazia rectificării bugetare din luna noiembrie<sup>12</sup>, care s-a rezumat la o redistribuire de cheltuieli. Cu toate că au sporit cu 14 la sută<sup>13</sup> față de 2007, veniturile bugetare din 2008 s-au realizat doar în proporție de 86 la sută din nivelul programat – care avea în vedere o creștere anuală de 32 la sută a încasărilor –, în timp ce cheltuielile, prevăzute a crește cu aproape 29 la sută, au fost realizate în proporție de 93 la sută. Comparativ cu anul anterior, ponderea în PIB a veniturilor a rămas relativ constantă (32,6 la sută), dar cea a cheltuielilor s-a majorat cu 2 puncte procentuale (până la 37,5 la sută), în principal ca urmare a creșterii greutății relative a transferurilor (+1,3 puncte procentuale), a cheltuielilor cu bunuri și servicii (+0,5 puncte procentuale) și a celor de personal (+0,4 puncte procentuale).

În ultimul trimestru al anului 2008, execuția bugetului general a generat un deficit record – cel puțin din perspectiva ultimilor 10 ani; valoarea acestuia – 18 726 milioane lei – a fost în creștere cu 38 la sută față de anul anterior, echivalând cu 3,7 la sută din PIB (3,1 la sută în 2007).

---

<sup>9</sup> Începând cu decembrie 2008 structura bugetului general consolidat publicată de Ministerul Finanțelor Publice s-a modificat, ceea ce afectează semnificativ comparabilitatea datelor. Pentru a se atenua pe cât posibil distorsiunile astfel create, s-a încercat reconstruirea seriilor de date istorice, pornindu-se de la datele furnizate de MFP (inclusiv cele incluse în Raportul la proiectul legii bugetului de stat pe anul 2009). Rezultatele sunt doar parțial satisfăcătoare – informațiile obținute permițând deocamdată derivarea unor execuții bugetare comparabile numai pentru trimestrul IV 2007 și 2008; ca urmare, pentru toate celelalte perioade, ritmurile de variație ale componentelor bugetului general consolidat au fost calculate conform structurii anterioare a execuțiilor bugetare publicate de MFP.

<sup>10</sup> Au fost luate în calcul datele cele mai recente privind PIB.

<sup>11</sup> Conform datelor *International Financial Statistics*.

<sup>12</sup> Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 186/25.11.2008.

<sup>13</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmul anual de creștere exprimat în termeni reali.

În contextul scăderii severe a ritmului de creștere economică, dinamica veniturilor totale a înregistrat un declin de 10,3 la sută în perioada octombrie-decembrie 2008 (comparativ cu o creștere de 10,2 în trimestrul III). Printre cele mai afectate au fost veniturile fiscale, care s-au redus cu 18,2 la sută față de perioada similară a lui 2007 (după ce în trimestrul III au înregistrat o creștere de 13,8 la sută); evoluția acestora nu a fost decât parțial compensată de menținerea pe palierul pozitiv a ritmului de creștere a contribuțiilor de asigurări sociale (7,8 la sută – în scădere însă față de trimestrele precedente, inclusiv datorită reducerii cotelor de asigurări sociale de sănătate din trimestrele I și III 2008<sup>14</sup>) și de majorarea veniturilor nefiscale (6,1 la sută, comparativ cu o scădere de 10,5 în trimestrul III).

În schimb, viteza de creștere a cheltuielilor bugetare s-a menținut pozitivă, dar a consemnat o decelerare consistentă – până la un nivel de 0,8 la sută (de la 21,1 la sută în trimestrul anterior) –, ce a fost însoțită de o deteriorare a structurii acestor cheltuieli. Astfel, componenta destinată investițiilor a suferit o diminuare drastică a ratei de creștere (până la -35,1 la sută, față de 67,3 la sută în trimestrul anterior), în timp ce cheltuielile curente au înregistrat o dinamică relativ ridicată (de 10 la sută, în scădere cu doar 6,6 puncte procentuale față de trimestrul III), în principal datorită creșterii imprimantei componentei destinate asistenței sociale de majorarea cu aproximativ 20 la sută a punctului de pensie începând cu octombrie 2008 (cheltuielile pentru asistență socială înregistrând o creștere anuală de 22,1 la sută); la rândul lor, dinamicile cheltuielilor de personal și ale cheltuielilor pentru bunuri și servicii (5,6, respectiv 4,3 la sută) au fost net superioare celei aferente totalului cheltuielilor, deși au înregistrat o ajustare descendentă în raport cu valorile consemnate în trimestrul anterior.

Pentru anul 2009, construcția bugetară inițială<sup>15</sup> a prevăzut un nivel al deficitului de 2,0 la sută din PIB, aceasta având ca premisă o creștere economică prognozată de 2,5 la sută. În condițiile în care continuarea decelerării ritmului de creștere economică a condus la amplificarea dinamicii negative a veniturilor totale (-12,8 la sută), iar cheltuielile au înregistrat o creștere anuală de 3 la sută (inclusiv pe seama achitării obligațiilor financiare restante ale administrației publice centrale și locale), la finele primelor două luni ale anului execuția bugetului general consolidat s-a soldat cu un deficit de 3 334,5 milioane lei (față de un excedent de 1 255,9 milioane lei în perioada corespunzătoare a anului trecut). Pornind de la aceste evoluții, precum și de la ajustarea perspectivei principalilor indicatori macroeconomici<sup>16</sup> în contextul discuțiilor premergătoare

<sup>14</sup> Conform Legii bugetului de stat pe anul 2008 nr. 388 din 31.12.2007.

<sup>15</sup> Aprobata prin Legile nr. 18 și 19 din 26.02.2009 a bugetului de stat și respectiv a bugetului asigurărilor sociale de stat pe anul 2009.

<sup>16</sup> Inclusiv prin adoptarea unei ipoteze revizuite de scădere a PIB cu 4 la sută în termeni reali în 2009.

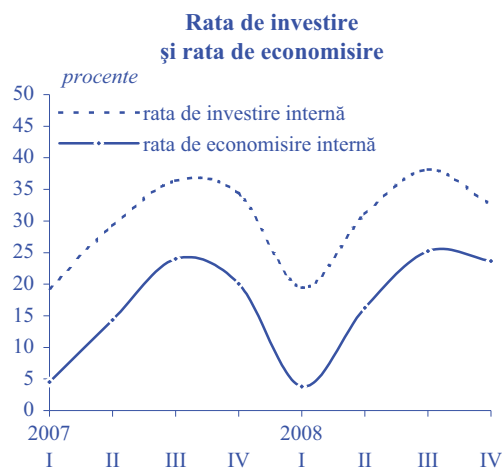
încheierii acordului de împrumut cu FMI și UE, ținta de deficit bugetar pentru acest an a fost modificată la 4,6 la sută din PIB.

În vederea operaționalizării acestei ținte, guvernul a aprobat în luna aprilie o rectificare bugetară<sup>17</sup> prin care, pe de-o parte, s-au ajustat în sens descendent veniturile totale programate ale bugetului consolidat<sup>18</sup> – în acord cu scenariul macroeconomic revizuit –, iar pe de altă parte s-au introdus măsuri corective în vederea asigurării încadrării execuției bugetare în limitele noului deficit propus. Acestea au vizat în principal reducerea cu 0,85 la sută din PIB a cheltuielilor bugetare – inclusiv prin diminuarea celor de capital, precum și a celor de personal, respectiv pentru bunuri și servicii (care au fost plafonate prin blocarea ocupării posturilor vacante, respectiv a achiziției/închirierii de autoturisme sau de aparatură de birotică la nivelul unor instituții publice) –, dar și redistribuirea resurselor bugetare în vederea asigurării sumelor necesare pentru cheltuielile de asistență socială (în special a pensiilor) și a celor cu dobânzile. Totodată, a fost introdus impozitul minim anual și au fost eliminate unele deductibilități fiscale, măsurile fiind menite să asigure o suplimentare a veniturilor bugetare programate cu 0,25 la sută din PIB.

### 1.1.2. Cererea de investiții

Înrăutățirea climatului economic și financiar s-a reflectat și în traiectoria investițiilor – rata anuală de creștere a formării brute de capital fix a încetinit de aproape 9 ori față de trimestrul III, până la +2,8 la sută. În structură, rezultate nefavorabile s-au înregistrat pe toate componentele: (i) reducere de 3-4 ori a ritmurilor anuale de creștere în cazul lucrărilor de construcții noi, al reparațiilor capitale și al achizițiilor de utilaje (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții); (ii) inversare de semn a dinamicii poziției „alte cheltuieli” (-21,1 la sută), o posibilă cauză fiind declinul tranzacțiilor pe piața imobiliară.

În ceea ce privește resursele de finanțare a acumulărilor de capital, evoluții nefavorabile au cunoscut atât veniturile proprii (sugerate de încetinirea dinamicii reale a venitului disponibil al populației și de performanțele în scădere ale sectorului corporatist), cât și fondurile împrumutate pe plan intern – (i) creditul pentru echipamente a consemnat, pentru prima oară în anul 2008, o scădere de 2 la sută în termeni trimestriali<sup>19</sup>, astfel încât rata anuală de creștere din trimestrul IV a reprezentat mai puțin de o treime din perioada similară a anului 2007; (ii) deși a rămas relativ alertă



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

Sursa: INS, calcule BNR

<sup>17</sup> Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 34 din 11.04.2009 cu privire la rectificarea bugetară pe anul 2009 și reglementarea unor măsuri financiar-fiscale.

<sup>18</sup> Principalele categorii de venituri bugetare al căror nivel programat a fost redus sunt cele din TVA, venituri nefiscale, accize, contribuții pentru asigurări sociale, impozit pe salarii și venit și impozit pe profit.

<sup>19</sup> Variațiile creditului pentru echipamente și ale celui imobiliar au fost determinate în termeni reali, pe baza datelor furnizate de Centrala Riscurilor Bancare.

(peste 40 la sută), dinamica anuală a creditului imobiliar s-a plasat în continuare pe o traiectorie descrescătoare; (iii) în afară de restrângerea achizițiilor de autovehicule efectuate de companii și instituții în sistem *leasing*, contracția severă suferită de această piață în trimestrul IV a fost atribuită și scăderii valorii contractelor imobiliare și a celor pentru cumpărări de echipamente.

În cazul resurselor obținute din exterior<sup>20</sup>, evoluția a fost mixtă. Pe de o parte, fluxul aferent creditelor externe nete pe termen mediu și lung contractate de sectorul neguvernamental nebancar și-a temperat dinamica până la mai puțin de 20 la sută. Pe de altă parte, intrările nete sub forma investițiilor străine directe ale nerezidenților s-au revigorat (+25 la sută, față de -14 la sută în trimestrul III), cea mai mare contribuție revenind participațiilor la capital – cu toate acestea, trebuie menționat faptul că deteriorarea climatului de afaceri intern și internațional și incertitudinea privind redresarea rapidă a acestuia au condus, în unele cazuri, la decizii de amânare a demarării proiectelor de investiții programate inițial.

Trendul nefavorabil al cererii de investiții în trimestrul IV s-a regăsit în inversările de semn suferite de dinamica reală a achizițiilor de bunuri de capital atât de pe piața autohtonă, cât și din import<sup>8</sup>.

### 1.1.3. Cererea externă netă

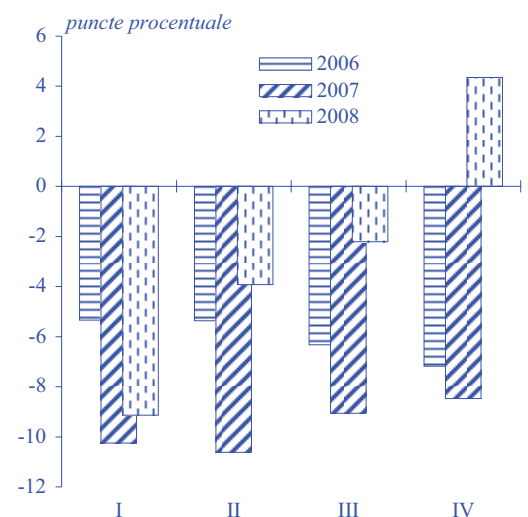
Trimestrul IV a consemnat o atenuare puternică a intensității schimburilor comerciale externe.

Pe partea exporturilor, datele de conturi naționale indică accentuarea traiectoriei descrescătoare a dinamicii anuale, astfel încât creșterea de volum a fost de numai 1,6 la sută, în condițiile în care restrângerea în continuare a cererii principalilor parteneri comerciali a anihilat avantajul creat de deprecierea monedei naționale.

Cu toate acestea, cererea externă netă a reprezentat în trimestrul IV un segment de susținere a creșterii PIB, cu o contribuție de +4,3 puncte procentuale, ca urmare a declinului puternic al importurilor de bunuri și servicii (cu 10,2 la sută), indus de restrângerea absorbției interne, de diminuarea necesarului de bunuri intermediare pentru fabricarea produselor destinate exportului, dar și de influența inhibitoare a deprecierei monedei naționale.

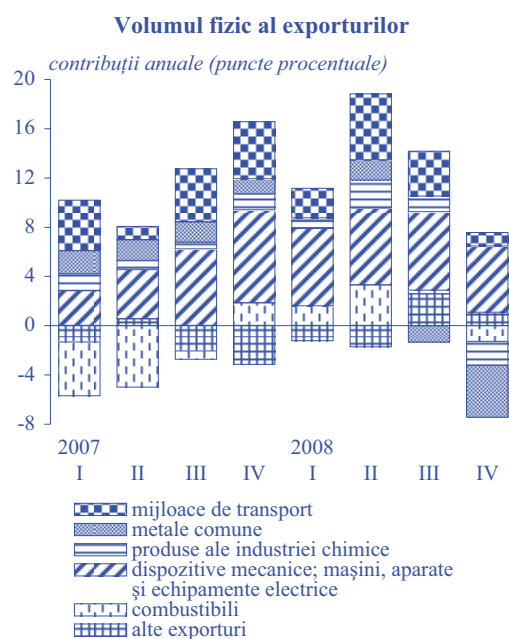
Concluzii similare privind traiectoria celor două componente ale balanței comerciale se obțin și în urma deflatații cu indicele valorii unitare în comerțul internațional (IVU) – volumul fizic al exporturilor a rămas practic la nivelul din trimestrul IV 2007, în timp ce rata reală de creștere a importurilor și-a inversat semnul față de intervalul precedent (-9,8 la sută).

Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB

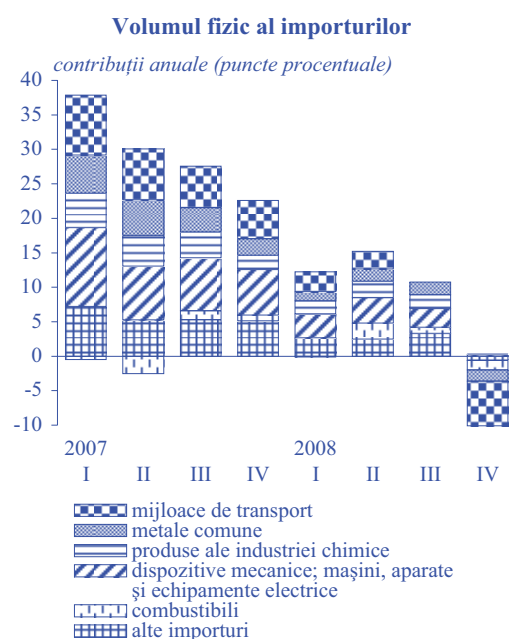


Sursa: INS, calcule BNR

<sup>20</sup> Calcule pe baza datelor din balanța de plăți; ritmuri medii pe ultimele patru trimestre (*rolling basis*).



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

În structură, impactul comprimării cererii externe asupra volumului exporturilor a fost resimțit îndeosebi la nivelul următoarelor grupe de mărfuri: (i) combustibili și produse ale industriei chimice, pentru care dinamica anuală a coborât sensibil sub zero, pentru prima oară în anul 2008; (ii) metale comune, care au consemnat o accentuare a curbei descendente comparativ cu trimestrul anterior, ceea ce a condus la adâncirea până la 4,2 puncte procentuale a contribuției negative a acestei categorii la creșterea exporturilor; (iii) mijloace de transport, a căror dinamică anuală s-a redus de aproape 4 ori față de trimestrul III. Cu toate acestea, nu poate fi ignorat faptul că ritmurile în continuare pozitive consemnate de volumul fizic al exporturilor de bunuri de capital (23,2 la sută în cazul grupei „mașini, aparate și echipamente electrice” și 8,5 la sută în cel al mijloacelor de transport) au permis consolidarea până la circa 41 la sută a ponderii produselor cu valoare adăugată ridicată în totalul livrărilor pe piața externă.

În ceea ce privește importurile, cea mai puternică influență negativă a fost exercitată de reducerea cu 45,6 la sută a volumului achizițiilor de mijloace de transport. În afară de această categorie de mărfuri, responsabilă pentru circa două treimi din contracția înregistrată de importuri pe ansamblu, în același sens au acționat grupele: „combustibili”, „metale comune” și „produse minerale”, care au înregistrat scăderi cuprinse între 12 și 15 la sută comparativ cu intervalul similar al anului anterior.

## 1.2. Oferta

Evoluții nesatisfăcătoare au consemnat toate sectoarele economice – scădere a valorii adăugate brute în industrie și decelerare de ritm în servicii, construcții și agricultură.

În industrie, diminuarea cu 7,7 la sută a valorii adăugate brute s-a datorat accentuării declinului producției în cazul unor ramuri importante (metalurgia, prelucrarea țițeiului, mașini și aparate electrice, industria ușoară), dar și inversării de semn al ritmului aferent industriei chimice și industriei mijloacelor de transport rutier. Scăderile de până la 39 la sută consemnate de aceste ramuri industriale au fost, totuși, parțial compensate de intensificarea dinamicii producției industriei alimentare.

Aportul cel mai consistent la creșterea PIB în trimestrul IV a revenit construcțiilor (+2,3 puncte procentuale). Fără a repeta performanțele din ultimii doi ani, valoarea adăugată brută din acest sector a continuat să înregistreze o creștere puternică (18,9 la sută). Analiza în funcție de tipul construcției relevă faptul că responsabile pentru această decelerare de ritm au fost lucrările rezidențiale și cele ingineresti, al căror volum și-a micșorat de 4 ori, respectiv de

2 ori viteza anuală de creștere, în contextul înăsprirea condițiilor economice și de finanțare, al incertitudinii privind situația viitoare și al blocării cererii de locuințe ca urmare a creșterii exagerate a prețurilor. Această influență a fost însă estompată de segmentul nerezidențial, care a continuat să se extindă rapid (circa 33 la sută).

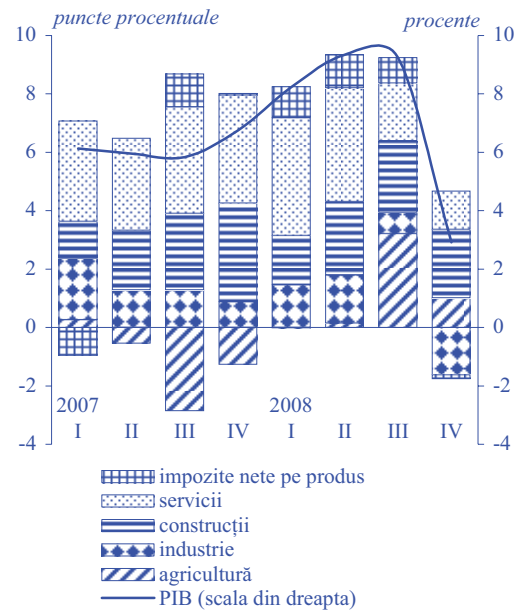
Un ritm anual ridicat, deși în scădere vizibilă comparativ cu trimestrul III, a cunoscut și valoarea adăugată brută din agricultură (18,2 la sută). În pofida rezultatelor bune obținute și în trimestrul IV pe segmentul vegetal (remarcabile fiind producțiile de porumb și floarea-soarelui), aportul acestuia la dinamica întregului sector agricol s-a redus comparativ cu intervalul anterior, dată fiind modificarea sezonieră a condițiilor climaterice. În plus, pe segmentul zootehnic s-au consemnat noi pierderi atât în cazul producției de carne, cât și în cel al cantității de lapte colectat de unitățile procesatoare.

Sectorul serviciilor a înregistrat cea mai modestă rată de creștere a valorii adăugate brute începând din anul 2001 (+2,6 la sută<sup>21</sup>), influența decisivă fiind exercitată de segmentul „tranzacții financiare și imobiliare” care și-a inversat traiectoria (-1,5 la sută în trimestrul IV față de +4,8 la sută în intervalul anterior). Dinamica anuală a valorii adăugate brute aferente activității comerciale și de prestări servicii de piață s-a diminuat ușor (până la 3,4 la sută), în timp ce serviciile publice și-au intensificat ritmul de creștere până la 4,4 la sută.

## 2. Piața muncii

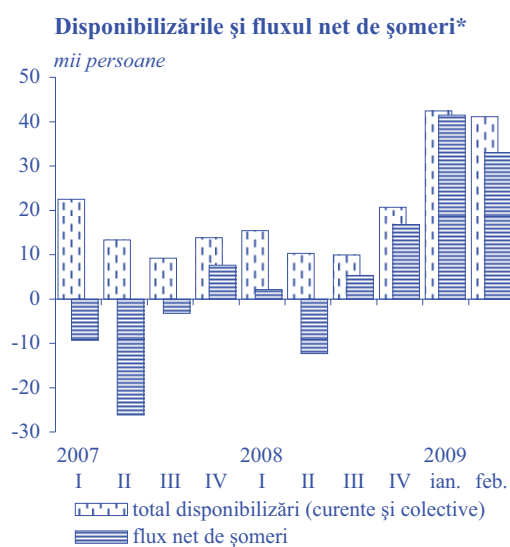
Scăderea vânzărilor și înrăutățirea perspectivelor în majoritatea sectoarelor economice au determinat în primele două luni ale anului 2009 modificări ale raportului cerere/ofertă pe piața muncii, fiind consemnată o pierdere a puterii de negociere a angajaților în favoarea angajatorilor. Semnalele privind ajustarea pachetelor salariale și reducerea nivelului salariilor oferite la angajare, deși insuficient reflectate de datele statistice, indică slăbirea susținerii furnizate de aceste venituri consumului populației. În industrie, în pofida măsurilor de diminuare a cheltuielilor cu forța de muncă, companiile nu au putut contracara impactul scăderii abrupte a producției asupra costurilor unitare, însă restrângerea cererii limitează, în prezent, transmiterea acestui șoc în prețurile de consum.

Contribuția componentelor  
ofertei la dinamica PIB



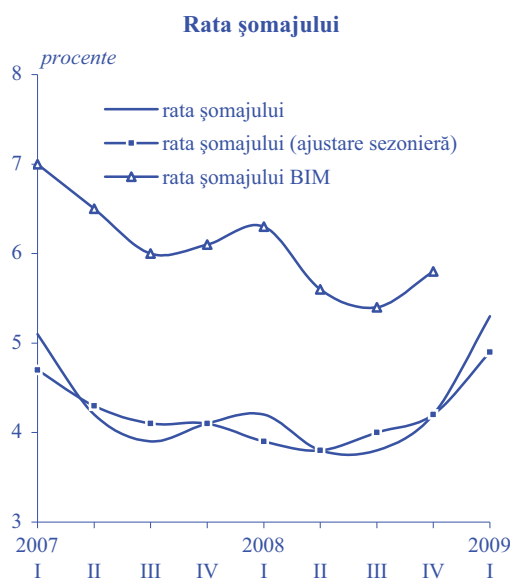
Sursa: INS, calcule BNR

<sup>21</sup> Dinamica VAB pentru servicii este o estimare a BNR întrucât, începând cu Buletinul lunar nr. 1/2008, INS nu mai publică date de conturi naționale la nivelul întregului sector, ci numai detaliat pe trei segmente, și anume: (i) comerț, reparații auto și articole casnice, *HoReCa*, transporturi și telecomunicații; (ii) activități financiare, imobiliare, închirieri și servicii pentru întreprinderi; (iii) alte servicii (administrație publică și apărare, învățământ, sănătate, asistență socială, alte servicii prestate populației).



\* calculat ca diferență dintre intrările în șomaj și ieșirile din rândul șomerilor

Sursa: ANOFM, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

## 2.1. Forța de muncă

Tendința de reducere a cererii de forță de muncă, semnalată din ultima parte a anului 2008, s-a accentuat în primele două luni ale anului 2009. Conform agențiilor de plasare de personal<sup>22</sup>, un număr tot mai ridicat de companii au renunțat la planurile de recrutare, iar altele au operat sau au anunțat disponibilizări. Astfel de decizii au fost luate de firme din industrie (îndeosebi din sectoarele: fabricarea autovehiculelor de transport rutier, confecții, metalurgie, construcții metalice, mobilier), construcții și servicii conexe acestora (transport și depozitare, tranzacții imobiliare, comerț). Cauzele se regăsesc în restrângerea volumului de comenzi interne și externe, amânarea unor proiecte investiționale și intensificarea incertitudinilor privind efectele crizei financiare asupra economiei naționale și a partenerilor externi. Deși, pe ansamblu, numărul locurilor de muncă vacante s-a redus semnificativ, angajări au continuat să fie înregistrate în domeniul IT, industria bunurilor de larg consum (cu precădere industria alimentară), industria farmaceutică.

Datele statistice referitoare la numărul salariaților și al șomerilor au surprins doar parțial și/sau cu o anumită întârziere schimbarea condițiilor pe piața muncii. Pe de o parte, unele firme au recurs la măsuri fără impact asupra numărului de salariați raportat (șomaj tehnic, renunțarea la angajați fără contracte formale de muncă) sau al căror efect va fi vizibil în perioada următoare (demararea formalităților în vederea disponibilizărilor colective/voluntare), astfel încât este de așteptat ca acest indicator să-și accentueze tendința de scădere manifestată în primele două luni ale anului 2009 (-1,2 la sută în termeni anuali). Pe de altă parte, nu toate persoanele disponibilizate s-au înregistrat imediat în evidențele ANOFM<sup>23</sup>, probabil mai ales în cazul în care au primit salarii compensatorii sau dacă nu sunt eligibili pentru indemnizația de șomaj. Prin urmare, rata șomajului înregistrat ajustată sezonier a consemnat doar creșteri ușoare în trimestrul IV 2008 (+0,2 puncte procentuale față de media trimestrului anterior), înscriindu-se pe o pantă clar ascendentă abia de la începutul anului 2009 (+0,7 puncte procentuale, până la 4,9 la sută în primele trei luni).

În fapt, agențiile de recrutare private remarcă o intensificare a concurenței între persoanele în căutarea unui loc de muncă, printre acestea numărându-se nu numai șomerii, ci și angajați care doresc un post mai sigur sau mai bine plătit, în condițiile în care diverse companii și-au ajustat pachetele salariale (prin reducerea salariilor de bază, modificarea raportului dintre salariul fix și cel variabil, renunțarea la prime, sporuri și alte beneficii).

<sup>22</sup> Date ANOFM și declarații ale reprezentanților agențiilor de recrutare private.

<sup>23</sup> Datele ANOFM relevă o discrepanță între numărul angajaților afectați de disponibilizări colective (conform anunțurilor companiilor) și cel al persoanelor intrate în șomaj ca urmare a acestor disponibilizări.

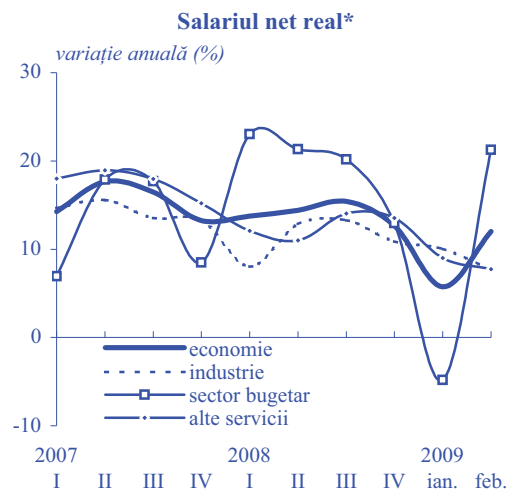


## 2.2. Venituri

Ajustarea câștigurilor salariale, semnalată deja de agențiile de recrutare, este dificil de decelat din datele statistice, având în vedere: (i) componenta inerțială semnificativă care afectează ratele anuale de creștere, inclusiv ca urmare a validității contractelor de muncă încheiate în primăvara anului trecut (negocierile salariale au loc preponderent în luna martie); (ii) efectele de bază de sens contrar în lunile ianuarie și februarie asociate modificării perioadei de acordare a celui de-al treisprezecelea salariu în sectorul bugetar; (iii) influența (chiar dacă limitată) a majorării salariului minim brut pe economie, de la 540 lei în perioada octombrie-decembrie 2008, la 600 lei începând cu 1 ianuarie 2009 și (iv) sumele compensatorii oferite de diverse companii angajaților disponibilizați.

Cu toate acestea, comparația câștigurilor salariale brute nominale înregistrate în luna februarie 2009 cu cele din noiembrie 2008 (datele din decembrie fiind afectate de acordarea de prime) evidențiază scăderi cu procente cuprinse între 1,5 la sută și 5,2 la sută în industrie, construcții, transporturi și depozitare, informații și comunicații, tranzacții imobiliare, hoteluri și restaurante. De asemenea, analizând dinamica anuală<sup>24</sup>, în perioada ianuarie-februarie 2009 se observă continuarea tendinței de decelerare manifestate începând din trimestrul IV 2008, chiar dacă ritmurile de creștere au continuat să fie consistente în toate sectoarele economice (relativ apropiate de media de 16,4 la sută).

Sub rezerva inadvertențelor existente în seriile de indici anuali, produse de schimbările de metodologie fără a se publica cifre revizuite pentru anul 2007<sup>25</sup>, și a distorsiunii induse asupra productivității muncii de apelul la șomaj tehnic<sup>26</sup>, datele statistice indică o deteriorare abruptă a costurilor unitare nominale cu forța de muncă în industrie în trimestrul IV 2008, urmată de o ușoară temperare a dinamicii acestora în perioada ianuarie-februarie 2009. În pofida indiciilor tot mai numeroase privind înrăutățirea perspectivelor economice și a condițiilor financiare<sup>27</sup>, creșterea anuală a costurilor unitare cu forța de muncă s-a menținut ridicată (22,8 la sută pe ansamblul industriei, 23,6 la sută în sectorul prelucrător), ca urmare a faptului că agenții economici nu au recurs încă la ajustări ample ale numărului salariaților și nivelului salariilor. Se estimează că această situație va caracteriza întreg trimestrul I, dat fiind că, în general, companiile reacționează la o



\* deflatat cu IPC

Notă: Trecerea la clasificarea CAEN Rev. 2 creează o discontinuitate a seriei de date la începutul anului 2009.

Sursa: INS, calcule BNR

<sup>24</sup> A cărei acuratețe este afectată de nepublicarea seriilor recalculat conform CAEN Rev. 2 aferente câștigurilor salariale din anul 2007.

<sup>25</sup> Schimbarea anului de bază (2005 în loc de 2000) și trecerea la clasificarea CAEN Rev. 2 (de exemplu, industria alimentară și a băuturilor a fost împărțită în cele două subramuri, din industria chimică a fost separată industria farmaceutică).

<sup>26</sup> După cum s-a explicat în *Raportul asupra inflației* anterior, scăderea productivității muncii este supraestimată de luarea în calcul a numărului total de salariați declarați de angajatori, care îi include pe cei aflați în șomaj tehnic.

<sup>27</sup> A se vedea și sondajele de conjunctură realizate de INS și BNR.

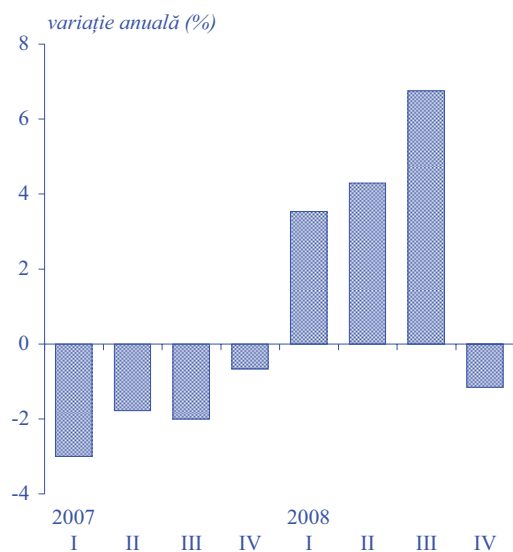
scădere puternică a producției doar după un interval de timp, atunci când percep această evoluție drept persistentă. Din perspectiva presiunilor inflaționiste, trebuie însă menționat că este probabil ca aceste pierderi de eficiență să fie suportate în mare măsură de producători, reducerea cererii populației limitând sensibil posibilitatea acestora de a transmite majorarea costurilor cu forța de muncă asupra prețurilor de consum.

Pe partea cererii, trimestrul IV 2008 a consemnat o ușoară atenuare a presiunilor exercitate asupra consumului de venitul disponibil real, a cărui dinamică anuală a fost de 15,6 la sută, în scădere cu 4 puncte procentuale față de perioada anterioară. Toate componentele indicatorului au înregistrat decelerări (de până la 5,6 puncte procentuale), ritmurile aferente veniturilor salariale și transferurilor sociale rămânând substanțiale (13,9 la sută, respectiv 23,4 la sută); de remarcat că remiterile din străinătate au continuat să fie superioare valorilor din intervalul similar al anului precedent (cu 4,1 la sută), în pofida extinderii crizei financiare la nivel global. În schimb, această componentă s-a comprimat cu circa 18 la sută în primele două luni ale anului 2009, ceea ce, alături de continuarea frânării dinamicii veniturilor din surse interne, a accentuat tendința de scădere a ritmului anual al veniturilor disponibil real (până la 6,6 la sută).

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

În trimestrul IV 2008, relaxarea presiunilor inflaționiste s-a datorat atât bunurilor importate, cât și celor industriale de proveniență internă; contribuția majoră a revenit reducerii cotațiilor materiilor prime pe piețele internaționale. În cazul prețurilor producției agricole, variația anuală negativă a fost imprimată exclusiv de componenta vegetală, în timp ce pe segmentul produselor animale s-au consemnat noi accelerări de ritm.

#### Valoarea unitară a importurilor



Sursa: INS, calcule BNR

#### 3.1. Prețurile de import

După trei perioade consecutive cu dinamică pozitivă, în trimestrul IV 2008 indicele anual al valorii unitare a importurilor a redevenit subunitar (98,8 la sută, în scădere de la 106,8 la sută în intervalul anterior), semnalând relaxarea presiunilor asupra prețurilor interne; o influență de sens contrar a exercitat însă accelerarea ritmului de depreciere a monedei naționale.

Aportul decisiv la inversarea de tendință consemnată de prețurile externe a revenit unor bunuri cu pondere ridicată în coșul de consum – uleiuri vegetale, combustibili și produse farmaceutice – în directă asociere cu reducerea cotațiilor materiilor prime agricole și ale țiteiului pe piețele internaționale; în ceea ce privește produsele farmaceutice, coborârea variațiilor anuale ale prețurilor externe

la -2 la sută (față de +8,8 la sută în trimestrul III) s-a datorat reducerii cererii și reorientării consumului către medicamente generice (sensibil mai ieftine decât cele originale), dar și modificărilor operate de Ministerul Sănătății în metoda de calcul al prețurilor medicamentelor din import<sup>28</sup>.

În cadrul bunurilor de consum, o mișcare de sens contrar s-a consemnat în cazul cărnii, rata anuală de creștere a valorii unitare a importurilor majorându-se la 19,3 la sută; analiza pe țări de proveniență releva presiuni atât în cazul importurilor din UE (+18,7 la sută), cât și al celor extracomunitare<sup>29</sup> (+27,3 la sută). În ambele cazuri explicația constă în influența nefavorabilă a scăderii efectivelor de animale asupra ofertei, dublată pe segmentul extracomunitar de aprecierea dolarului SUA față de euro.

Variații pozitive au înregistrat și prețurile externe ale mijloacelor de transport, care s-au majorat cu 4,4 la sută față de perioada similară a anului anterior, în corelație cu evoluția prețurilor producției industriale pentru export ale UE-15 pentru acest sector de activitate.

La nivelul bunurilor de capital au persistat ritmurile anuale negative, fiind chiar vizibilă o accentuare a tendinței de scădere a prețurilor (-6,1 la sută față de trimestrul IV 2007).

Datele disponibile pentru trimestrul I 2009 indică posibilitatea reapariției unor presiuni din partea prețurilor de import, în condițiile în care amplitudinea corecțiilor observate la nivelul prețurilor externe ale materiilor prime s-a atenuat comparativ cu intervalele precedente, iar deteriorarea poziției monedei naționale față de principalele valute a devenit și mai pronunțată.

## 3.2. Prețurile de producție

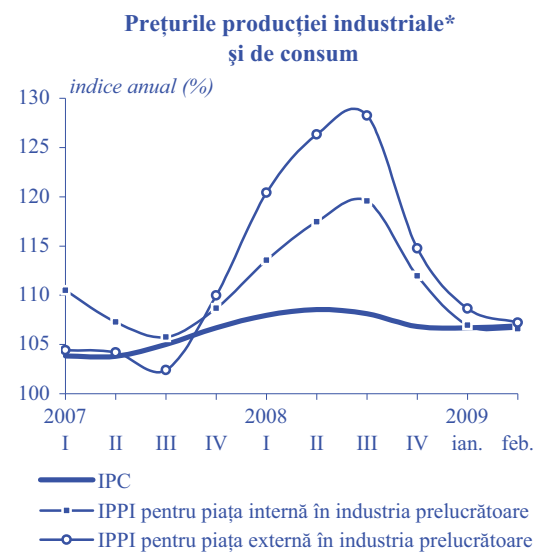
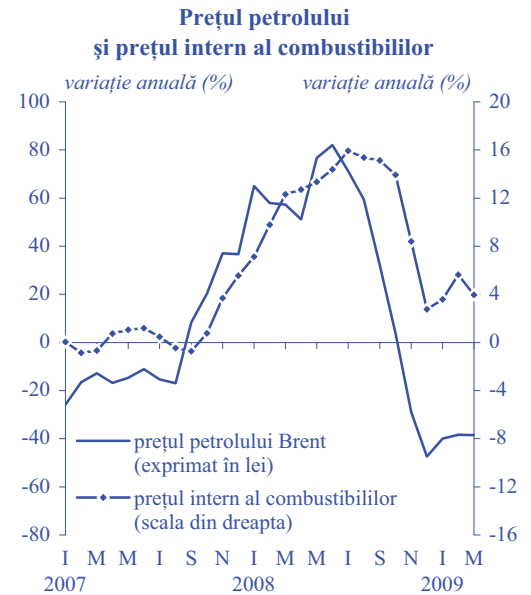
### 3.2.1. Prețurile producției industriale

În trimestrul IV 2008, rata anuală de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă s-a redus cu 5,9 puncte procentuale față de intervalul precedent (până la 10 la sută), aportul decisiv revenind diminuării costurilor cu materiile prime, în directă asociere cu evoluțiile de pe piețele externe. Atenuarea presiunilor a fost și mai evidentă la nivelul variațiilor trimestriale, care au consemnat o inversare de tendință (-1,7 la sută, față de +3,4 la sută în trimestrul III).

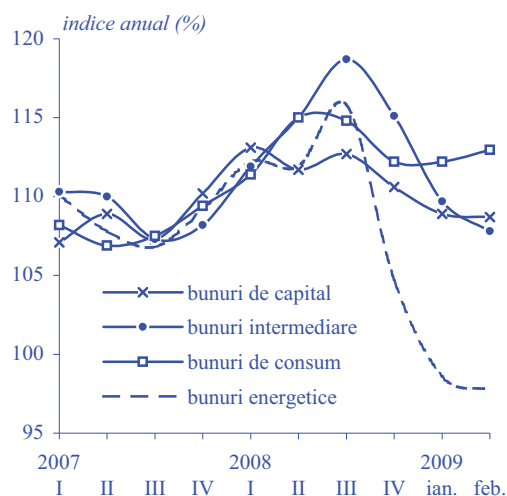
Cu intensități diferite, aceste mișcări s-au observat cu precădere la grupele de bunuri industriale cu grad redus de prelucrare

<sup>28</sup> Decizia viza trimestrul IV 2008, discuțiile cu producătorii și distribuitorii de medicamente urmând a fi reluate în anul 2009.

<sup>29</sup> Brazilia, Argentina.



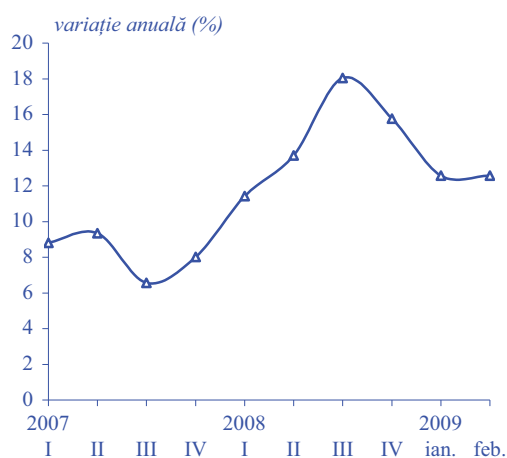
### Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale\*



\* date recalulate folosind seria cu bază fixă 2005

Sursa: INS

### Prețurile producției industriale pentru piața internă\* aferente comenzilor noi



\* din industria prelucrătoare care lucrează pe bază de comenzi

Sursa: Eurostat

(energetice și intermediare), ale căror prețuri de producție sunt mai puternic influențate de evoluția costurilor cu materiile prime. Dacă în cazul bunurilor energetice ritmul anual de creștere a prețurilor de producție s-a redus de peste trei ori comparativ cu intervalul precedent (până la 4,7 la sută), pe segmentul bunurilor intermediare prețurile de producție au manifestat o rigiditate ridicată (-3,6 puncte procentuale comparativ cu intervalul anterior, până la 15,1 la sută), imprimată de ramurile de prelucrare a metalelor<sup>30</sup>; în condițiile prăbușirii prețurilor externe ale metalelor, insuficienta ajustare a prețurilor de producție din metalurgie ar putea fi explicată de costurile cu forța de muncă, având în vedere politica de personal adoptată de majoritatea producătorilor (șomaj tehnic pe scară largă).

Din perspectiva IPC, o influență benefică a venitului reducerii cu 2,6 puncte procentuale a variației anuale a prețurilor de producție pentru piața internă în cazul bunurilor de consum (până la 12,2 la sută), dar spre deosebire de intervalele precedente, în trimestrul IV 2008 aceasta s-a datorat exclusiv industriei alimentare, rata anuală de creștere a prețurilor de producție pentru bunurile de consum din care se exclud alimentele, băuturile și tutunul<sup>31</sup> menținându-se la valoarea consemnată în intervalul anterior (8,2 la sută).

Trendul descendent al ritmurilor anuale de creștere a prețurilor producției industriale la nivel agregat a continuat și în primele două luni ale anului 2009 (până la 5,8 la sută în februarie), fiind vizibilă însă o aplatizare a traiectoriei comparativ cu perioada anterioară. Pe de o parte, evoluția reflectă atenuarea efectului favorabil asociat scăderii cotațiilor petrolului pe piața externă (dominant în trimestrul IV 2008) și acțiunea unor factori conjuncturali – obligația de implementare a standardelor Euro 5 pentru toate tipurile de carburanți comercializate sau majorarea semnificativă a prețurilor medicamentelor, ca urmare a actualizării cursului de schimb utilizat în calcularea acestora.

Pe de altă parte, tendința de aplatizare ilustrează posibilitatea/disponibilitatea limitată a producătorilor autohtoni de a redimensiona costurile de producție, în pofida conjuncturii nefavorabile. Explicații pentru reacția lentă a acestora la restrângerea progresivă a cererii furnizează: (i) cheltuielile generate de recurgerea încă la șomaj tehnic și de compensațiile acordate personalului disponibilizat; (ii) accelerarea ritmului de depreciere a monedei naționale, care a condus la reluarea pe scară largă a practicii de renegociere a contractelor; (iii) dificultățile întâmpinate în finanțarea activității de producție (extinderea arieratelor, acces mai dificil la credit, costuri asociate mai mari).

<sup>30</sup> Rata anuală de creștere a prețurilor de producție pentru piața internă în industria metalurgică a depășit 30 la sută în trimestrul IV 2008.

<sup>31</sup> Estimări Eurostat.

Pe termen scurt, procesul dezinflaționist va continua în sectorul industrial, ritmul anual al prețurilor aferente comenzilor noi<sup>32</sup> din lunile ianuarie-februarie 2009 (12,6 la sută) plasându-se cu 3,2 puncte procentuale sub media trimestrului IV.

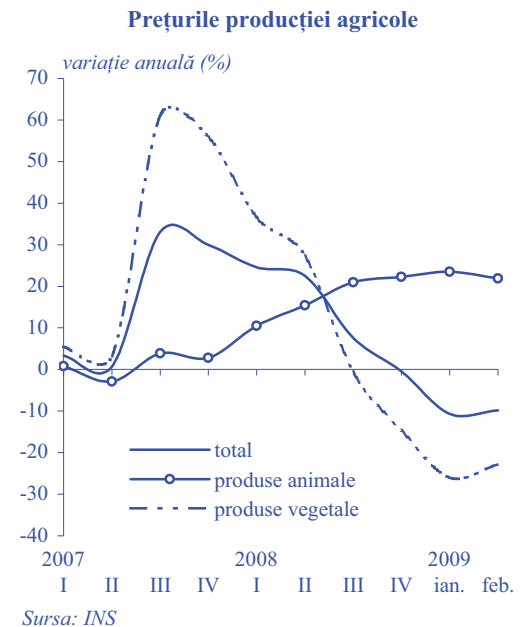
### 3.2.2. Prețurile producției agricole

În trimestrul IV 2008, rata anuală de creștere a prețurilor producției agricole a revenit la valori negative (-0,5 la sută, față de +7,6 la sută în trimestrul III), mișcarea datorându-se și de această dată exclusiv componentei vegetale. Pe acest segment, ritmurile anuale negative s-au accentuat până la -14,7 la sută, în condițiile în care oferta internă a depășit sensibil nivelurile din anul precedent la majoritatea grupelor de culturi. Aceasta a fost, de altfel, tendința consemnată la nivel global, în condițiile în care principalii furnizori mondiali de produse vegetale (SUA, Australia, UE) au raportat producții bune, iar cererea s-a atenuat comparativ cu perioada similară a anului anterior.

Presiuni importante, reflectate mai ales de evoluțiile curente, au continuat să se manifeste în cazul cartofilor, ale căror prețuri de producție s-au majorat cu 55,8 la sută față de trimestrul anterior, deși scăderea de producție comparativ cu anul 2007 a fost marginală (-1,7 la sută); mișcarea s-a datorat scumpirii importurilor în condițiile în care unii dintre principalii furnizori (Polonia, Turcia) au raportat scăderi ale producției, iar moneda națională și-a reluat deprecierea față de euro.

Prețurile de producție ale produselor animale au continuat să-și accelereze viteza de creștere (până la 22,3 la sută), contribuția decisivă revenind prețurilor la carnea de vită, a căror dinamică anuală s-a dublat comparativ cu trimestrul anterior (până la 50,1 la sută). Principalul factor explicativ îl reprezintă reducerea efectivelor de animale pe fondul scumpirii furajelor și al acumulării de pierderi de către producători; influența acestui factor a fost amplificată de majorarea prețurilor de import, în condițiile în care problema nu este singulară la nivelul statelor membre ale UE. Scăderi importante ale efectivelor s-au înregistrat și în cazul porcinelor, dar impactul asupra prețului a fost limitat de reticența generată în rândul consumatorilor de informațiile privind importurile de carne de porc contaminată cu dioxină.

La nivelul trimestrului I 2009, nu se anticipează modificări semnificative ale factorilor de influență a prețurilor producției agricole, fiind probabilă menținerea tendințelor observate în ultima parte a anului 2008.



<sup>32</sup> Estimări Eurostat. Sunt incluse doar ramurile din sectorul prelucrător ce lucrează pe bază de comenzi (dintre acestea nu fac parte industria alimentară și cea de prelucrare a țiteiului și de fabricare a produselor de cocserie).

## IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

---

### 1. Politica monetară

*În perioada februarie-martie, s-a inițiat un proces de relaxare prudentă a politicii monetare, Consiliul de administrație al BNR coborând cu 0,25 puncte procentuale rata dobânzii de politică monetară (de la 10,25 la 10,00 la sută) și hotărând reducerea, începând cu perioada de aplicare 24 mai – 23 iunie 2009, a ratei RMO aplicate pasivelor în valută cu scadența reziduală mai mare de doi ani ale instituțiilor de credit (de la 40 la sută la zero); ratele RMO aplicate pasivelor în lei și în valută cu scadența reziduală sub doi ani au fost însă menținute la nivelul de 18, respectiv 40 la sută. După ce s-a accelerat considerabil în ianuarie, deprecierea leului s-a încetinit ulterior și chiar s-a întrerupt spre finele trimestrului, pe fondul relativei creșteri a apetitului pentru risc la nivel global, dar și al ameliorării percepției asupra economiei naționale, în contextul finalizării consultărilor preliminare încheierii unui acord de împrumut cu FMI, UE și un grup de instituții financiare internaționale.*

Decizia de reducere cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 10,0 la sută, adoptată de Consiliul de administrație al BNR în ședința din 4 februarie, a fost justificată de ușoara glisare descendentă a traiectoriei ratei anuale prognozate a inflației pe parcursul anului 2009 în raport cu precedenta rundă de proiecție trimestrială a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu<sup>33</sup>. Relativa ameliorare a perspectivei inflației a fost rezultatul diminuării ritmului proiectat al creșterii economice, implicit a anticipării deschiderii mai rapide și mai ample a *gap*-ului negativ al PIB. Premisele apariției și amplificării pe termen scurt a deficitului de cerere agregată – evoluție reflectând în principal propagarea relativ rapidă a efectelor crizei economice globale – le-au constituit: (i) nivelul sub așteptări înregistrat de creșterea economică în trimestrul III 2008; (ii) scăderea amplă pe care a consemnat-o în ultima parte a anului 2008 dinamica anuală a unor indicatori relevanți ai cererii și ai ofertei; (iii) înăsprirea semnificativă a condițiilor de creditare (pe piața internațională, dar și pe cea internă); (iv) apariția fenomenului reducerilor de personal și creșterea implicită a șomajului și (v) prezumata întărire corectivă a politicii fiscale și a celei de venituri.

BNR a dimensionat cu maximă prudență pasul de ajustare a ratei dobânzii, în condițiile în care era de așteptat ca, în pofida încetinirii semnificative a creșterii economice, dezinflația să fie frânată în continuare de persistența inflației, precum și de prelungirea anticipațiilor

<sup>33</sup> Raportul asupra inflației din noiembrie 2008.

inflaționiste nefavorabile – alimentate mai ales de deprecierea leului și de menținerea volatilității accentuate a cursului de schimb.

Rata dobânzii de politică monetară a fost menținută la nivelul de 10,0 la sută în ședința Consiliul de administrație al BNR din 31 martie 2009, decizia având ca argumente reaccelerarea inflației în primele două luni ale anului 2009 și perspectiva deteriorării evoluției pe termen scurt a prețurilor de consum față de cea mai recentă prognoză pe termen mediu<sup>34</sup>. Analiza a relevat faptul că înrăutățirea traiectoriei ratei anuale a inflației se datora nu doar deprecierei mai rapide a leului și ajustării mai ample a unor prețuri administrate și accize, dar și naturii persistente a inflației CORE2. Aceasta s-a dovedit a fi deocamdată nereceptivă la foarte probabila deschidere a *gap*-ului negativ al PIB în trimestrul IV 2008 și la adâncirea previzibilă a acestuia în următoarele luni. Amplitudinea și viteza adâncirii deviației negative a PIB erau însă dificil de cuantificat, în condițiile în care extinderea și amplificarea crizei financiare și economice globale – manifestate în principal prin scăderea cererii externe și a tuturor surselor de finanțare a economiei – aveau ca efect atât contracția cererii agregate, cât și ajustarea descendentă semnificativă a PIB potențial.

În acest context, s-a considerat însă a fi cvasievidentă intrarea în teritoriul negativ a creșterii anuale a PIB în trimestrul I 2009, existând însă mari incertitudini în ceea ce privește amplitudinea dinamicii negative a PIB și magnitudinea scăderii principalelor componente ale cererii agregate, în condițiile prelungirii în primele luni ale anului 2009 a caracterului neomogen al evoluțiilor unor indicatori relevanți pentru dinamica investițiilor, dar mai ales a consumului. Astfel, datele aferente debutului de an au relevat relativa robustețe a dinamicii anuale a salariului mediu net real, majorarea cheltuielilor bugetare curente<sup>35</sup> (parțial asociată achitării unor obligații restante), precum și menținerea la valori pozitive a dinamicii anuale a cifrei de afaceri a sectorului comerț de mărfuri cu amănuntul pe segmentul alimentar și pe cel nealimentar. În același timp însă, s-au evidențiat accelerarea creșterii șomajului, amplificarea contracției importurilor, consolidarea declinului dinamicii anuale a cifrei de afaceri a sectorului comerț auto și a segmentului carburanți, o stopare a scăderii depozitelor populației și diminuarea drastică a fluxului creditelor noi acordate acestui segment<sup>36</sup>.

Cea din urmă s-a concretizat în scăderea până la 27,8 la sută a dinamicii anuale reale medii a creditelor acordate persoanelor fizice în perioada ianuarie-februarie (nivel situat cu 7,2 puncte procentuale sub cel mediu aferent trimestrului IV 2008); ajustarea

<sup>34</sup> Raportul asupra inflației din februarie 2009.

<sup>35</sup> A cărei consecință a fost înregistrarea unui deficit bugetar de 0,63 la sută din PIB la finele primelor două luni ale anului.

<sup>36</sup> Conform datelor CRB.

a fost superioară celei consemnate de creditele companiilor, care au consemnat o pierdere de dinamică de 5,4 puncte procentuale (până la 20,1 la sută). Pe partea ofertei, evoluția creditelor pentru populație a avut ca principal determinant creșterea semnificativă a prudenței instituțiilor de credit, motivată de înrăutățirea așteptărilor privind evoluțiile economice viitoare, de creșterea riscului de selecție adversă și de reevaluarea profilului de risc al clienților, precum și de recent conturata tendință de deteriorare a calității portofoliului de credite; băncile au continuat să îndeplinească standardele și termenii de creditare utilizați în relațiile cu persoanele fizice, manifestând totodată o preferință crescândă pentru plasamentele în titluri de stat – instrumente lichide cu grad de risc foarte scăzut. În sensul restricționării ofertei de credite au mai acționat relativa diminuare a volumului finanțării externe, precum și consolidarea valorii negative a lichidității nete din sistemul bancar.

La rândul ei, cererea de credite a fost frânată de deteriorarea perspectivei veniturilor populației, de majorarea costurilor împrumuturilor (deosebit de pregnantă în cazul celor în valută), precum și de creșterea incertitudinilor privind evoluția cursului de schimb al leului. Sub influența acestui cumul de factori, toate categoriile de credite ale populației au continuat să înregistreze ajustări descendente de ritm în perioada ianuarie-februarie, amplitudinea acestora fiind însă, de regulă, inferioară celei din trimestrul IV 2008. Dinamica anuală reală a creditelor de consum s-a redus până la un nivel mediu de 23,3 la sută (-6,6 puncte procentuale față de media lunilor octombrie-decembrie), declinul dinamicilor similare ale componentei în lei, respectiv valută<sup>37</sup>, fiind de 6,6, respectiv 5,6 puncte procentuale (până la un nivel mediu de 9,8, respectiv 29,6 la sută); rata medie de creștere anuală reală a creditelor pentru locuințe s-a micșorat până la 36,8 la sută în primele două luni ale anului curent (cu 5,6 puncte procentuale sub media trimestrului IV 2008), pierderi de ritm fiind consemnate atât de componenta în lei (-4,9 puncte procentuale, până la 3,5 la sută), cât și de cea în valută (-13,1 puncte procentuale, până la 30,0 la sută).

O relativă ameliorare a consemnat, contrar lunilor precedente, evoluția plasamentelor din bănci ale populației; rata anuală de creștere a acestora a continuat să se reducă (sub influența majorării serviciului datoriei aferente împrumuturilor bancare), însă mult mai lent, iar structura pe scadențe s-a îmbunătățit sensibil. Astfel, depozitele ON au consemnat în ianuarie și februarie o scădere rapidă a ratei anuale de creștere (până la 14,4, respectiv minus 1,2 la sută, nivelul mediu fiind inferior cu 37,3 puncte procentuale mediei trimestrului IV). În același timp, dinamica anuală reală a depozitelor la termen în lei și în valută ale populației s-a majorat puternic, atât în cazul celor cu scadența sub doi ani (+18,8 puncte procentuale față de media trimestrului IV, până la 29,3 la sută), cât și în cel al plasamentelor peste doi ani. Evoluția s-a produs

<sup>37</sup> Exprimată în euro.



în contextul creșterii relativ mai rapide a randamentelor oferite pentru plasamentele la termen și al excluderii acestora din sfera veniturilor impozabile, putând fi interpretată ca indiciu al unei potențiale schimbări favorabile a comportamentului de economisire al populației.

Un alt argument major în favoarea deciziei Consiliului de administrație al BNR referitoare la rata dobânzii de politică monetară l-a constituit riscul menținerii presiunilor de depreciere a leului, într-un context caracterizat prin condiții economice și financiare globale nefavorabile, dar mai ales prin înrăutățirea severă a percepției investitorilor asupra economiilor din Europa Centrală și de Est. Cea din urmă a fost alimentată de temerile referitoare la deteriorarea perspectivelor economice ale regiunii și la potențialele implicații adverse pe care aceasta le-ar avea asupra sistemelor bancare locale, implicit asupra celor din unele state dezvoltate din Uniunea Europeană (a se vedea subsecțiunea 2.2. *Cursul de schimb și fluxurile de capital*). În acest context, s-a considerat că o anumită ajustare a cursului de schimb al leului este inevitabil asociată actualei corecții a deficitului extern către niveluri sustenabile pe termen mediu, dar că o depreciere excesivă a monedei naționale, potențial generatoare de derapaje mari ale cursului de schimb față de evoluția fundamentelor economice, ar periclita atingerea țintei de inflație (prin intermediul prețurilor bunurilor și serviciilor importate și al celor indexate la cursul de schimb, precum și al anticipațiilor inflaționiste) și ar avea repercusiuni majore asupra stabilității financiare.

Din această perspectivă, s-a considerat a fi necesară evitarea creșterii excesive a volatilității cursului de schimb al leului, prin adaptarea la acest context a manierei de gestionare a lichidității de pe piața monetară de către banca centrală; în același timp însă, s-a avut în vedere și cerința de a se asigura funcționarea fluentă a pieței monetare interbancare și implicit condițiile necesare continuării procesului de intermediere financiară. Astfel, pe parcursul trimestrului I, BNR a realizat un control adecvat al lichidității, acomodând treptat cererea de rezerve a băncilor prin utilizarea activă a operațiunilor de piață monetară – în special tranzacții *repo*. Pe fondul amplificării puternice a valorii negative a lichidității nete a băncilor, volumul injecțiilor astfel efectuate de banca centrală a sporit substanțial în raport cu trimestrul IV 2008; pe parcursul perioadei, băncile au atras lichiditate și prin apelarea facilității de creditare, însă sumele astfel procurate și-au redus vizibil ponderea în totalul resurselor atrase de la BNR față de lunile anterioare. Sporadic, BNR a recurs și la operațiuni *reverse repo*, prin care a drenat surplusul temporar de rezerve din sistem; volumul acestora a fost însă net inferior operațiunilor de injecție monetară.

Tot în cadrul ședinței sale din martie, Consiliul de administrație al BNR a decis să reducă rata rezervelor minime obligatorii pentru

pasivele în valută cu scadență reziduală mai mare de doi ani<sup>38</sup> ale instituțiilor de credit de la 40 la sută la zero, începând cu perioada de aplicare 24 mai – 23 iunie 2009. Măsura a avut ca scop continuarea armonizării mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele în materie ale BCE, precum și crearea condițiilor revitalizării unei creditări sustenabile a economiei, în special a sectoarelor cu potențial de dezvoltare pe termen mai îndelungat.

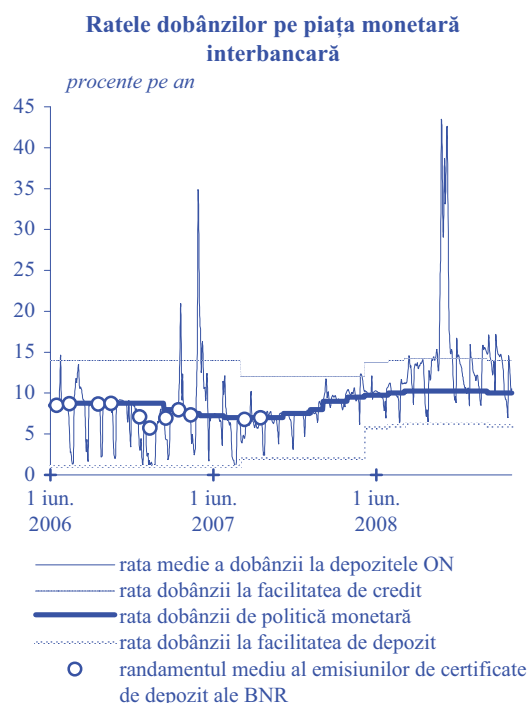
## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

*Ratele dobânzilor pieței monetare interbancare s-au redus în prima parte a anului, în principal ca urmare a disipării influențelor nefavorabile exercitate anterior de criza financiară internațională asupra acestui segment al pieței financiare, precum și a schimbării manierei de gestionare a lichidității de către BNR. Traiectoria cursului de schimb și-a accentuat însă în ianuarie panta crescătoare, pentru ca ulterior aceasta să consemneze o tendință de relativă stabilizare. Lichiditatea din economie a continuat să-și diminueze dinamica anuală, pe fondul prelungirii declinului ratei de creștere a creditului acordat sectorului privat.*

### 2.1. Ratele dobânzilor

În trimestrul I, ratele dobânzilor pieței monetare interbancare au continuat procesul de ajustare descendentă început în ultima parte a trimestrului precedent, randamentele pe termen foarte scurt ajungând astfel să evolueze în ultima parte a perioadei în jurul ratei dobânzii de politică monetară. Prin urmare, media trimestrială a ratelor dobânzilor depozitelor interbancare a coborât cu 2,4 puncte procentuale comparativ cu intervalul anterior, până la un nivel de 12,7 la sută.

În debutul trimestrului I, pe fondul unui relativ echilibru al condițiilor lichidității, ratele dobânzilor ON au urmat o tendință descendentă, plasându-se în ultima săptămână a perioadei de constituire a RMO din ianuarie la valori apropiate ratei dobânzii de politică monetară. Traiectoria descrescătoare a acestora a fost atenuată totuși într-o anumită măsură de sporirea cererii de lichiditate pe termen scurt a Trezoreriei. Ulterior însă, relativa înăsprire temporară a condițiilor lichidității<sup>39</sup> a condus la poziționarea randamentelor pe termen foarte scurt la niveluri relativ mai înalte, acestea oscilând până la finele primei decade a lunii martie în partea superioară sau chiar



<sup>38</sup> De la finele perioadei de observare și care nu prevăd clauze contractuale referitoare la rambursări, retrageri, transferări anticipate.

<sup>39</sup> Reflectată inclusiv de intensificarea apelului băncilor la facilitatea de creditare.

ușor peste plafonul coridorului delimitat de ratele dobânzilor aferente facilităților permanente.

Corecția descendentă ce a urmat a fost relativ rapidă, în condițiile în care cererea de rezerve a băncilor a fost acoperită într-o măsură extinsă prin intermediul operațiunilor *repo* efectuate de BNR. În consecință, ratele dobânzilor ON au revenit în apropierea ratei dobânzii de politică monetară, iar abaterile în ambele sensuri de la acest nivel au fost doar sporadice (localizându-se la finele perioadei de constituire a RMO din martie și în debutul perioadei următoare) și mai reduse ca amplitudine.

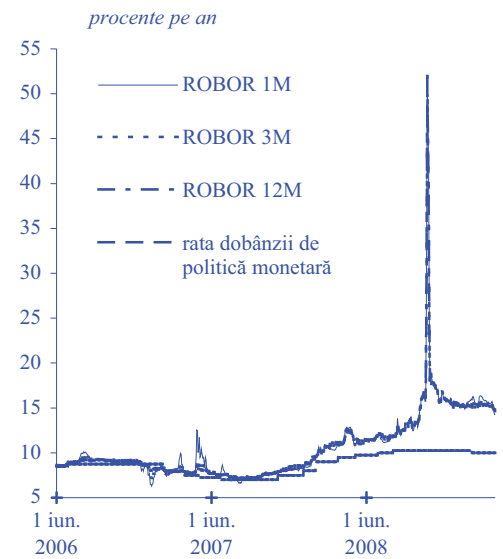
În acest context, volatilitatea ratelor dobânzilor interbancare s-a redus sensibil comparativ cu intervalul anterior, continuând totuși să fie relativ ridicată în raport cu trimestrele precedente. În același timp, volumul de tranzacționare s-a stabilizat la valori obișnuite, după scăderea consemnată în prima parte a trimestrului IV 2008.

Reflectând persistența incertitudinii privind evoluția situației lichidității, cotațiile ROBOR s-au menținut până la jumătatea lunii martie la un nivel situat cu aproximativ un punct procentual peste rata dobânzii la facilitatea de creditare; temporar, randamentele aferente scadențelor scurte (1M) au consemnat în acest interval creșteri însemnate, fiind mai sensibile la modificările survenite în condițiile lichidității. Ulterior însă, pe fondul atenuării acestor influențe, cotațiile întregului spectru de maturități au urmat un trend descendent, ce s-a accentuat în ultima săptămână a lunii martie. Ca urmare, valoarea medie a ratelor ROBOR (1M-12M) a scăzut în ultima lună a trimestrului cu 0,3 puncte procentuale față de decembrie 2008.

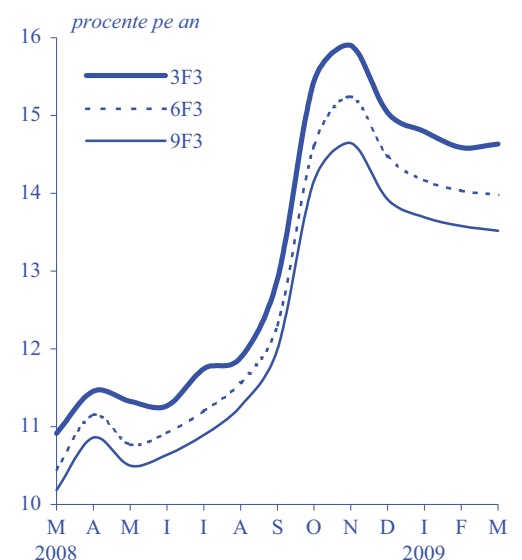
Ratele *forward* implicite (calculate pornind de la cotațiile medii din martie) au continuat să indice anticiparea unei tendințe descendente a cotațiilor ROBOR 3M pe parcursul următoarelor trimestre, acestea fiind așteptate să coboare la niveluri medii de 14,6 la sută în luna iunie, 14,0 la sută în septembrie și 13,5 la sută în decembrie.

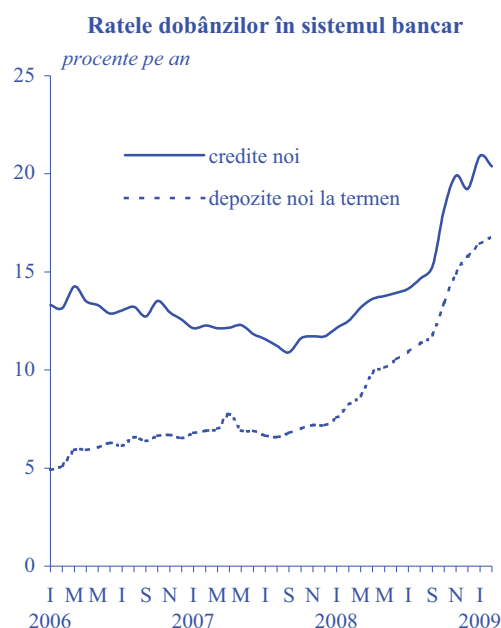
Ratele dobânzilor titlurilor de stat și-au inversat tendința de evoluție în trimestrul I, randamentele maxime acceptate de MFP reducându-se semnificativ pentru toate categoriile de înscrișuri. În cazul certificatelor de trezorerie, scăderile au fost de 2,75 puncte procentuale pe toate maturitățile, până la un nivel de 11,5 la sută, în timp ce pentru obligațiunile de stat de tip *benchmark* cu maturități de 3 și 5 ani, randamentele maxime s-au diminuat cu 1,5 puncte procentuale, acestea coborând de asemenea la nivelul de 11,5 la sută. În primul trimestru al anului, volumul emisiunilor de titluri de stat a sporit substanțial, valoarea cumulată atinsă, de

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



**Rate forward implicite**

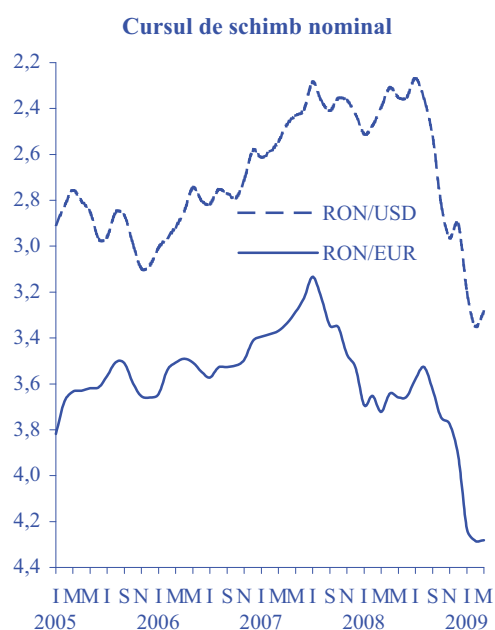




20,3 miliarde lei, fiind superioară sumei anunțate (18,9 miliarde lei). Acesta a fost constituit în cvasitotalitate din titluri pe termen scurt, în condițiile accentuării preferinței instituțiilor de credit pentru acest tip de plasamente.

În schimb, rulajul trimestrial al pieței secundare a titlurilor de stat (exclusiv BNR) s-a restrâns comparativ cu trimestrul precedent, situându-se la un nivel de 5,8 miliarde lei. Cele mai tranzacționate au fost titlurile cu scadența reziduală sub 1 an, respectiv de 3 ani, ale căror randamente au avut o tendință descrescătoare pe parcursul trimestrului, situându-se la valori medii de aproximativ 11, respectiv 10 la sută.

La rândul lor, ratele medii ale dobânzilor la creditele noi și la depozitele la termen noi și-au încetinit creșterea în perioada decembrie 2008 – februarie 2009. Astfel, randamentul mediu al depozitelor la termen noi a avansat cu 1,88 puncte procentuale (până la 17,12 la sută) pe segmentul societăților nefinanciare și cu 2,18 puncte procentuale (până la 16,31 la sută) pe cel al populației. Ritmurile cumulate de creștere au fost însă mai reduse în cazul ratelor dobânzilor aferente creditelor noi, acestea consemnând în perioada analizată variații lunare în ambele sensuri sub influența exercitată, printre altele, de: (i) extinderea practicii de revizuire periodică (trimestrială/bianuală) a acestor rate în funcție de cotațiile interbancare, precum și de (ii) sporirea marjei acestora față de ratele luate drept referință, justificată de creșterea riscului perceput de bănci și/sau de tentativa acestora de a conserva ecartul față de ratele dobânzilor oferite la depozite. În aceste condiții, nivelul atins de rata medie a dobânzii împrumuturilor noi în lei în februarie a fost mai mare comparativ cu cel din noiembrie atât în cazul societăților financiare (+0,19 puncte procentuale, până la 20,68 la sută), cât și în cel al populației (+1,17 puncte procentuale, până la 18,63 la sută).



## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Trendul ascendent al cursului de schimb leu/euro s-a accentuat în prima parte a trimestrului I, pe fondul înrăutățirii evoluțiilor din economiile emergente și al deteriorării severe a percepției investitorilor financiare privind perspectivele acestora. Ulterior, cursul de schimb și-a încetinit creșterea și chiar s-a stabilizat la finele perioadei, într-un context în care sentimentul piețelor s-a ameliorat pe plan global, iar investitorii și-au diminuat pesimismul așteptărilor privind evoluția viitoare a economiei românești; concomitent, și volatilitatea cursului de schimb leu/euro s-a diminuat substanțial.

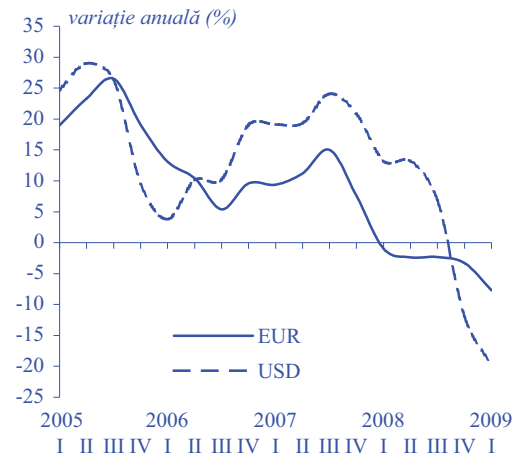
Deprecierea acumulată de leu în raport cu euro în intervalul ianuarie-martie (8,6 la sută în termeni nominali și de 6,2 la sută în termeni reali) a depășit-o, totuși, pe cea consemnată în trimestrul IV (7,2 la sută și, respectiv, 6,0 la sută); în raport cu dolarul, deprecierea leului a fost însă ușor mai redusă comparativ cu trimestrul anterior (11,6 la sută în termeni nominali și 9,3 la sută în termeni reali). Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul I, leul și-a consolidat deprecierea nominală atât în raport cu euro (13,5 la sută), cât și în raport cu dolarul SUA (24,9 la sută).

Corelându-se cu evoluția ratelor principalelor monede din regiune, mișcarea ascendentă a cursului de schimb leu/euro s-a accentuat în prima jumătate a lunii ianuarie ca urmare a deteriorării severe a percepției investitorilor financiari asupra perspectivelor economiilor emergente din zonă, în condițiile în care: (i) datele statistice publicate în acest interval au indicat înrăutățirea principalilor lor indicatori macroeconomici, dar și adâncirea recesiunii la nivelul economiei globale<sup>40</sup>, iar (ii) conflictul politic dintre Ucraina și Rusia pe tema aprovizionării cu gaze a fost considerat un factor suplimentar de risc pentru evoluția economiilor din zonă. Acestui context extern regional nefavorabil i s-au adăugat și incertitudinile privind capacitatea noului guvern de a adopta și, respectiv, de a implementa măsurile necesare corectării ordonate a dezechilibrelor macroeconomice și evitării intrării abrupte în teritoriul negativ al creșterii economice, precum și efectul semnalelor negative date de revizuirea în scădere de către Comisia Europeană și BERD a prognozei de creștere a economiei românești în anul 2009. În acest context, pasivele externe ale sistemului bancar și-au amplificat scăderea (în principal pe seama depozitelor și a împrumuturilor financiare pe termen mediu și lung), iar tranzacțiile cu caracter speculativ de pe piața valutară interbancară au înregistrat o relativă creștere. Drept consecință, presiunile în direcția deprecierei leului s-au intensificat, astfel încât raportul leu/euro a consemnat maxime istorice succesive, vârful fiind atins în data de 21 ianuarie (4,3127)<sup>41</sup>; concomitent, volatilitatea cursului de schimb leu/euro s-a accentuat, valoarea lui rămânând însă inferioară parametrului similar al cursurilor principalelor monede din regiune.

<sup>40</sup> Datele statistice publicate au indicat înrăutățirea evoluțiilor economiilor SUA, UE, Chinei și Japoniei. Acestor evoluții nefavorabile li s-a adăugat și diminuarea de către principalele agenții de evaluare financiară a ratingului de țară al Irlandei, Noii Zeelande, Greciei, Spaniei și Portugaliei.

<sup>41</sup> Totodată, valoarea medie a cursului leu/euro a atins în ianuarie un nivel record, deprecierea acumulată de moneda națională în acest interval (7,5 la sută) fiind superioară celor înregistrate de principalele monede din regiune.

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

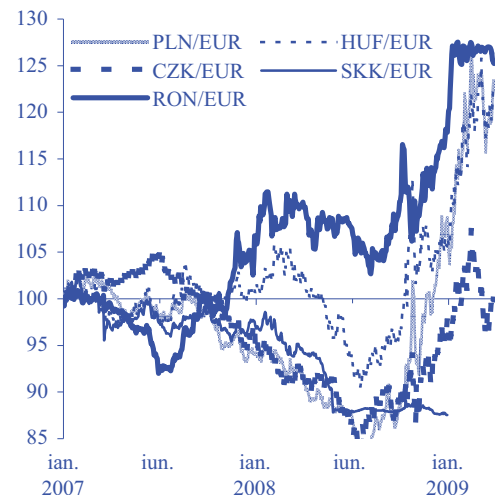


\*) apreciere (+), depreciere (-); deflatat cu IPC

Sursa: INS, BNR

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

indici; 31 decembrie 2006 = 100



Sursa: BNR, BCE

Presiunile în sensul deprecierei monedelor din regiune au crescut în luna februarie ca urmare a continuării înrăutățirii nediferențiate a sentimentului față de economiile din această zonă a Europei. Temerile investitorilor străini au fost amplificate de tendința de deteriorare rapidă a indiciilor privind perspectivele regiunii<sup>42</sup>, precum și de exacerbarea de către unii analiști a semnalelor de alarmă privind potențialele efecte adverse exercitate de evoluția viitoare a acestor economii asupra sistemelor bancare și a economiilor statelor dezvoltate<sup>43</sup>. Pe acest fond, monedele din regiune au consemnat depreciere ample în raport cu euro – unele fiind doar parțial justificate de evoluția fundamentelor economice. Ca răspuns la acest context, autoritățile din aceste țări au recurs inclusiv la instrumentul intervențiilor verbale în scopul descurajării presiunilor excesive exercitate asupra cursurilor monedelor lor naționale; mai mult, în premieră, în data de 23 februarie, băncile centrale din România, Republica Cehă, Ungaria și Polonia au efectuat o asemenea intervenție concertată, organizând simultan în acest scop conferințe de presă. Evoluția cursului de schimb leu/euro s-a detașat parțial de cea a cursurilor principalelor monede din regiune, inclusiv datorită menținerii restrictivității politicii monetare și restrângerii lichidității pieței valutare interbancare; astfel, în luna februarie, pierderea acumulată de leu în raport cu euro (1,2 la sută) a fost net inferioară celor consemnate de principalele monede din regiune.

Ulterior, cursul de schimb al leului și-a încetinit și mai mult creșterea, spre finalul lunii martie el reîncepând chiar să scadă ușor, determinanții principali ai acestei evoluții fiind relativa creștere a apetitului pentru risc a investitorilor financiari, și, implicit, slăbirea presiunilor exercitate asupra monedelor din economiile emergente. Acestora li s-a adăugat și impactul pozitiv exercitat de: (i) publicarea datelor privind balanța de plăți, care au indicat o evoluție favorabilă a balanței comerciale și a investițiilor directe în ianuarie; (ii) inițierea discuțiilor și, ulterior, anunțul referitor la finalizarea negocierilor dintre autoritățile române și delegația FMI-UE-IFI privind încheierea unui acord *stand-by* – parte a unui pachet de sprijin financiar multilateral – și de (iii) confirmarea de către agenția de evaluare financiară *Moody's* a ratingului de țară al României. Ca efect, cursul mediu de schimb leu/euro și-a menținut relativ neschimbată valoarea în luna martie, iar volatilitatea sa s-a diminuat considerabil, revenind la cel mai redus nivel din august 2006.

#### Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2008 2 luni	2009 2 luni
<b>Contul financiar</b>	<b>2 419</b>	<b>514</b>
<b>Investiții directe</b>	<b>1 093</b>	<b>1 436</b>
rezidenți în străinătate	98	62
nerezidenți în România	995	1 374
<b>Investiții de portofoliu și derivate financiare</b>	<b>377</b>	<b>-133</b>
rezidenți în străinătate	105	-18
nerezidenți în România	272	-115
<b>Alte investiții de capital</b>	<b>931</b>	<b>-2 128</b>
pe termen mediu și lung	666	-29
pe termen scurt	-137	-801
numerar și depozite pe termen scurt	110	-1 353
altele	292	55
<b>Active de rezervă ale BNR (net)</b>		
("-" creștere/"+"scădere)	<b>18</b>	<b>1 339</b>

<sup>42</sup> Evoluția sub așteptări a PIB (Ungaria), soldul balanței comerciale (Ungaria, Polonia), piața forței de muncă și producția industrială (Republica Cehă).

<sup>43</sup> În acest interval agențiile de evaluare financiară *Moody's* și *Standard & Poor's* au avertizat că țările est-europene și-ar putea adânci recesiunea în 2009, iar ratingul unor importante bănci europene ar putea fi diminuat ca urmare a expunerii ridicate față de acestea.

## 2.3. Moneda și creditul

### Moneda

În perioada decembrie 2008 – februarie 2009, viteza de creștere<sup>44</sup> a masei monetare (M3) și-a prelungit declinul început în trimestrul III 2008 (-6,8 puncte procentuale, până la 10,8 la sută – nivel comparabil cu cel din anul 2004), evoluția sa reflectând în principal încetinirea activității economice și înăsprirea condițiilor de finanțare.

Structura M3 s-a modificat sensibil, în contextul în care activele monetare au fost masiv realocate dinspre componentele mai lichide înspre plasamentele la termen; viteza de creștere a masei monetare în sens restrâns (M1) s-a redus astfel de șapte ori (devenind negativă în luna februarie), iar cea a depozitelor la termen sub doi ani s-a dublat față de intervalul precedent (atingând în februarie un maxim istoric). Dintre componentele M1, depozitele *overnight* au fost cele care au consemnat cea mai pregnantă accentuare a declinului de ritm; acestea au fost afectate, pe de o parte, de scăderea cererii de bani pentru tranzacții curente și, pe de altă parte, de majorarea ratelor dobânzilor la depozitele noi la termen și de extinderea, din ianuarie 2009, a măsurii de neimpozitare a veniturilor sub formă de dobânzi aferente depozitelor la termen și/sau instrumentelor de economisire<sup>45</sup>. În cazul populației, migrarea dinspre depozitele *overnight* spre cele cu scadențe superioare a caracterizat deopotrivă componenta în lei și pe cea în devize, în timp ce în cazul companiilor, ea s-a localizat la nivelul depozitelor în devize.

Cu toate acestea, pe ambele segmente – populație și companii – depozitele totale incluse în M3 și-au redus viteza de creștere, indicând accentuarea constrângerilor de lichiditate ale acestora, în condițiile restrângerii surselor proprii de finanțare<sup>46</sup> și a celor împrumutate (interne și externe), precum și ale creșterii serviciului datoriei aferent creditelor.

Analiza structurii pe monede a masei monetare relevă o creștere a ponderii medii a depozitelor în valută – până la maximum ultimilor trei ani și jumătate (32,2 la sută) –, datorată dinamicii superioare a acestora comparativ cu cea a depozitelor în lei (tendență imprimată de comportamentul companiilor), precum și deprecierei leului.

<sup>44</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada decembrie 2008 – februarie 2009, exprimate în termeni reali. Pentru perioada anterioară lunii decembrie 2005 s-au folosit variațiile anuale ale indicatorilor monetari calculați conform vechii metodologii statistice.

<sup>45</sup> Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 200/2008 pentru modificarea și completarea Legii nr. 571/2003 privind Codul fiscal.

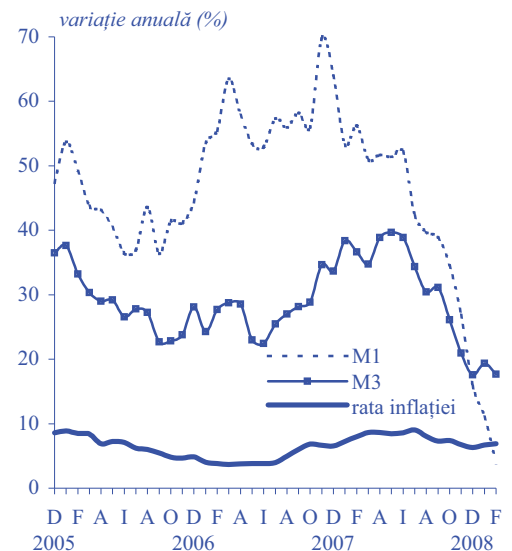
<sup>46</sup> Un potențial indiciu îl constituie scăderea mai rapidă în termeni reali a încasărilor din impozitul pe profit în perioada decembrie 2008 – februarie 2009.

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

	variație procentuală în termeni reali							
	2008				2009			
	I	II	III	IV	ian.		feb.	
	ritm mediu al trimestrului							
M3	26,5	28,2	22,1	13,8	11,9	10,1		
M1	42,2	39,8	29,7	17,7	4,1	-2,8		
Numerar în circulație	38,0	30,2	19,4	18,2	12,7	9,8		
Depozite overnight	43,7	43,6	33,8	17,6	1,0	-7,2		
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	12,6	16,7	13,7	8,9	20,5	25,1		

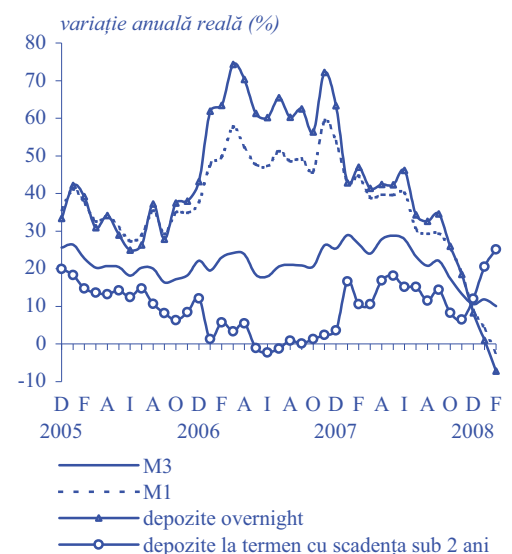
Sursa: INS, BNR

### Masa monetară și rata inflației



Sursa: INS, BNR

### Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

Din perspectiva contrapartidelor M3, slăbirea creditării sectorului privat s-a menținut drept principal determinant al scăderii dinamicii lichidității din economie, acestea adăugându-i-se temperarea descreșterii depozitelor administrației publice centrale. Efectul contracționist al acestor factori a surclasat impactul exercitat de majorarea mult mai rapidă a creditului acordat sectorului public, de scăderea ritmului de creștere a pasivelor financiare pe termen lung și de atenuarea reducerii activelor externe nete ale sistemului bancar.

## Creditul

În intervalul decembrie 2008 – februarie 2009, rata de creștere<sup>47</sup> a creditului acordat sectorului privat (24,5 la sută) a consemnat cea mai amplă reducere din ultimii nouă ani (-10,4 puncte procentuale); aceasta s-a înjumătățit în raport cu valorile maxime pe care le atinsese în trimestrul I 2008, ajungând la un nivel comparabil cu cel din prima parte a anului 2005.

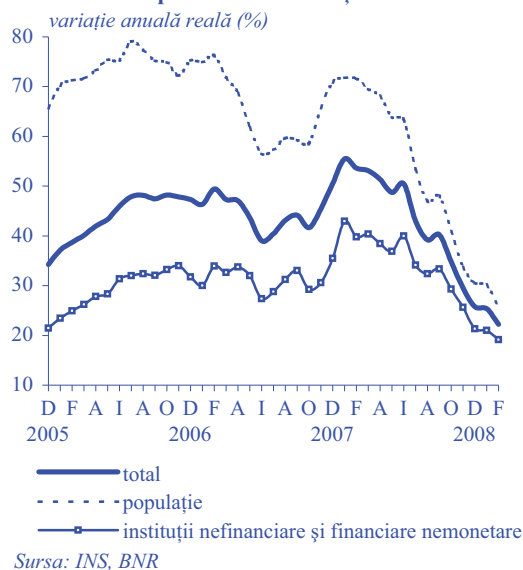
Descreșterea de ritm a fost mai pronunțată în cazul împrumuturilor în lei, astfel încât ponderea medie a creditelor în devize în totalul împrumuturilor acordate sectorului privat a continuat să se majoreze, atingând cea mai mare valoare din ultimii trei ani și jumătate (58,9 la sută)<sup>48</sup>. În această perioadă, oferta de credite a continuat să fie restricționată de: (i) sporirea prudenței instituțiilor de credit, în condițiile înrăutățirii așteptărilor privind condițiile economice, ale accentuării riscului de selecție adversă și ale scăderii gradului de eligibilitate a clienților; (ii) creșterea, în consecință, a restrictivității standardelor și a majorității termenilor de creditare a populației și a societăților nefinanciare<sup>49</sup>; (iii) restrângerea finanțării externe a instituțiilor de credit; (iv) comprimarea excedentului structural de lichiditate din sistemul bancar și (v) creșterea interesului instituțiilor de credit pentru plasamentele în titluri de stat. În cazul cererii de credite, principalii factori constrângători au fost reprezentați de: (i) încetinirea activității economice și deteriorarea perspectivelor privind veniturile companiilor și ale populației; (ii) majorarea ratelor dobânzilor la creditele noi în lei și în euro ale populației, precum și menținerea la niveluri foarte înalte pentru ultimii patru ani a ratelor dobânzilor la împrumuturile noi în lei ale societăților nefinanciare și (iii) deprecierea monedei naționale și sporirea incertitudinilor legate de evoluția cursului de schimb.

<sup>47</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada decembrie 2008, exprimate în termeni reali la finele lunii. Pentru perioada precedentă lunii decembrie 2005 s-au folosit variațiile anuale ale indicatorilor monetari calculați conform vechii metodologii statistice.

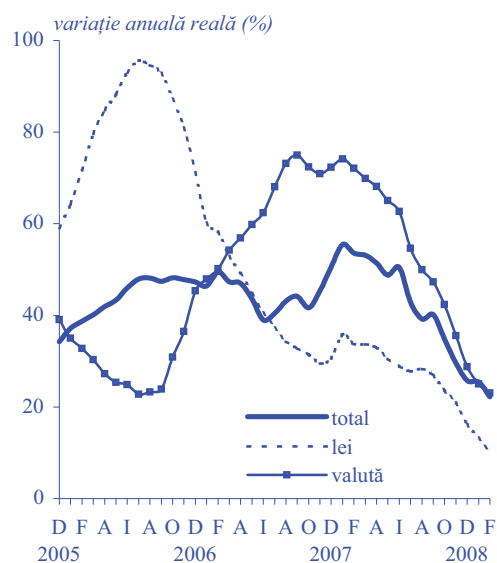
<sup>48</sup> La această evoluție a contribuit și efectul contabil exercitat de deprecierea leului (al cărei ritm lunar a atins în ianuarie cel mai ridicat nivel din ultimii opt ani). În ianuarie și februarie, acesta a fost unicul factor explicativ al măririi vitezei de creștere lunară a creditului.

<sup>49</sup> Conform *Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației*, publicat în ianuarie 2009.

**Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale**



**Creditul acordat sectorului privat pe monede**





Atât împrumuturile populației, cât și cele ale companiilor și-au redus cu aproape o treime ritmul de creștere față de perioada precedentă, toate categoriile de credite consemnând scăderi ale dinamicii; evoluția a fost susținută, îndeosebi în cazul populației, de scăderea volumului împrumuturilor noi acordate în acest interval<sup>50</sup>. Creditarea companiilor pare însă să fi consemnat o ameliorare ușoară în februarie, dinamica anuală a creditelor în devize cu maturitatea sub cinci ani și a celor în lei cu scadența sub un an stopându-și, cel puțin temporar, declinul; evoluția celor din urmă ar putea reflecta o relativă creștere a cererii de resurse necesare finanțării activității curente (după cum sugerează majorarea ponderii creditelor acordate pe descoperit de cont).

În schimb, creditul net acordat administrației publice centrale și-a majorat efectul expansionist exercitat asupra agregatului M3, valoarea sa devenind, pentru prima oară în ultimii cinci ani și jumătate, pozitivă. Evoluția s-a datorat exclusiv creșterii soldului creditelor acordate acestui sector, stocul de titluri de stat deținute de bănci dublându-se în raport cu intervalul anterior.

---

<sup>50</sup> Conform datelor CRB.

## V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

---

*În primul trimestru al anului 2009, economia națională a continuat să resimtă efectele negative propagate ale crizei financiare și economice globale. Similar proiecției anterioare, incertitudinile substanțiale legate de durata și intensitatea crizei creează dificultăți de previzionare a impactului acesteia pe termen scurt și mediu asupra evoluțiilor macroeconomice pe plan intern.*

*Sub rezerva incertitudinii caracteristice acestei perioade, scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației la sfârșitul anului 2009 la 4,4 la sută, valoare apropiată celei prognozate în Raportul asupra inflației din luna februarie 2009 (4,5 la sută). Pentru sfârșitul anului 2010 se prevede reducerea ratei inflației la 2,8 la sută, nivel situat atât sub cel al țintei centrale (3,5 la sută), cât și sub valoarea prognozată anterior (3,2 la sută).*

*Proiectarea, pentru 2009, a unei rate a inflației puțin diferite de cea din Raportul asupra inflației anterior se datorează cu precădere reevaluării influențelor dinamicilor cursului de schimb al leului și a cererii agregate, prevăzute a se compensa parțial pe parcursul anului curent. Continuarea deprecierei monedei naționale în trimestrul I 2009 cu un ritm mai accentuat decât cel prevăzut în proiecția anterioară a indus efecte nefavorabile asupra prețurilor importurilor, a celor ale combustibililor și a celor administrate. Aceste efecte sunt augmentate de inerția anticipațiilor inflaționiste în prima parte a intervalului de prognoză. În schimb, încetinirea substanțială a creșterii economice din ultimele două trimestre sub impactul contracției cererii externe a condus la proiectarea unui deficit de cerere mai accentuat, comparativ cu runda anterioară, pe întreg intervalul de referință. Presiunile dezinflaționiste astfel exercitate la nivelul inflației de bază CORE2 compensează influențele de sens contrar asupra dinamicii proiectate a prețurilor de consum în anul 2009. Pentru anul 2010, efectele persistente ale deficitului de cerere, precum și consolidarea tendinței descendente a anticipațiilor privind inflația, reprezintă factorii explicativi dominanți pentru proiectarea unei rate a inflației IPC cu 0,4 puncte procentuale sub cea prezentată în luna februarie.*

*Proiecția prevede reintrarea ratei inflației în intervalul de variație din jurul țintei în ultimul trimestru al anului 2009. BNR va urmări asigurarea ansamblului condițiilor monetare reale compatibile cu menținerea sustenabilă a ratei inflației în coordonatele proiectate. Atingerea acestui obiectiv este condiționată de evoluții viitoare ale factorilor exogeni care să nu se abată substanțial de la coordonatele scenariului de bază și de cooperarea adecvată acordată politicii monetare din partea celorlalte politici macroeconomice. În același timp, sustenabilitatea unei rate mai scăzute a inflației*

presupune realizarea acesteia în condiții de ajustare controlată a dezechilibrelor macroeconomice și menținere a stabilității financiare.

Întrucât evoluția cursului de schimb și cea a cererii agregate sunt principalii factori explicativi ai inflației proiectate, cele mai relevante riscuri asociate prognozei actuale sunt generate de posibilele dinamici viitoare ale acestora. Manifestarea efectelor crizei globale cu intensitate diferită de cea presupusă în scenariul de bază ar implica abateri ale cursului de schimb și creșterii economice de la valorile proiectate. Pe termen scurt, datorită reacției tipice investitorilor în economii emergente, efecte mai severe ale crizei s-ar manifesta printr-o depreciere mai mare a leului și o creștere a PIB mai mică, în timp ce relansarea mai rapidă a activității economice (sau o comprimare a activității economice de mai mică amploare față de cea prognozată) ar produce abateri de sens opus de la scenariul de bază. Pentru runda actuală de prognoză, balanța riscurilor la adresa inflației este în mare parte echilibrată, ea implicând, totuși, o probabilitate moderat mai ridicată a unor abateri în jos față de traiectoria proiectată a acesteia din scenariul de bază, comparativ cu cea a unor deviații în sens opus.

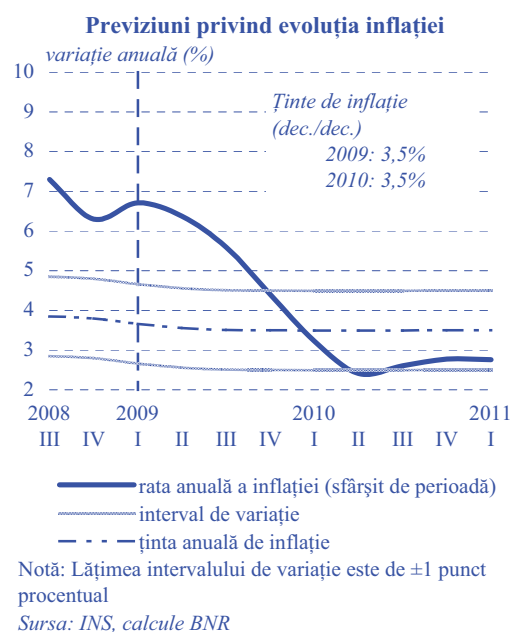
Riscurile unor evoluții mai puțin favorabile decât cele proiectate pot fi generate cu precădere de șocuri externe care ar perturba ajustarea ordonată a dezechilibrelor macroeconomice. Aceste cauze externe, condiționate de evoluția viitoare a crizei globale, ar putea fi amplificate de evoluții interne, precum insuficiența coerență și consecvență în timp a politicilor macroeconomice și persistența rigidităților pe piața muncii, precum și în comportamentul de stabilire a prețurilor. Cu toate acestea, riscurile menționate apar drept semnificativ atenuate comparativ cu runda anterioară de prognoză.

Riscurile în mod obișnuit asociate evoluțiilor prețurilor petrolului și ale altor materii prime, ale prețurilor administrate și ale celor volatile ale mărfurilor alimentare sunt considerate a fi relativ simetric distribuite în jurul traiectoriei proiectate a inflației IPC din scenariul de bază.

## 1. Scenariul de bază

### 1.1. Perspectivele inflației

Conform scenariului de bază al proiecției macroeconomice, rata anuală a inflației IPC va fi în 2009 de 4,4 la sută, marginal mai redusă (cu 0,1 puncte procentuale) comparativ cu valoarea corespunzătoare publicată în februarie. Pentru 2010, rata anuală a inflației este proiectată să atingă 2,8 la sută, inferioară atât țintei centrale de inflație (3,5 la sută), cât și valorii proiectate anterior (3,2 la sută). Pe fondul incertitudinii substanțiale, balanța



riscurilor la adresa inflației este în mare parte echilibrată, ea implicând, totuși, o probabilitate moderat mai ridicată de abatere în jos față de traiectoria acesteia din scenariul de bază. Principalul suport al acestei evaluări este posibilitatea realizării unei atenuări a volatilității cursului de schimb ce s-ar putea manifesta într-un orizont de timp mai scurt comparativ cu ipotezele scenariului de bază.

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

procente

Perioada	T2 2009	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010	T4 2010	T1 2011
Țintă			3,5				3,5	
Proiectată	6,4	5,6	4,4	3,2	2,4	2,6	2,8	2,8

Menținerea ratei proiectate a inflației IPC pentru 2009 la valori apropiate celor proiectate anterior are loc în pofida reconfigurării substanțiale a coordonatelor unora dintre ipotezele utilizate în proiecția precedentă:

- *revizuirea substanțială (în sens descendent) a presiunilor inflaționiste provenind din partea cererii agregate; efectele negative ale crizei financiare globale, reflectate în decelerarea substanțială a activității economice din trimestrul IV 2008, sunt de așteptat să persiste pe tot parcursul orizontului de opt trimestre al proiecției, oferind suport ipotezei unei anumite diminuări a creșterii economice, inclusiv a ritmului de creștere a PIB potențial<sup>51</sup>. Chiar și în aceste condiții, față de runda anterioară, deviația PIB de la nivelul potențial înregistrează valori mai negative pe întregul interval relevant<sup>52</sup>;*
- *manifestarea unor impulsuri inflaționiste de mai mare amploare atribuite dinamicii cursului de schimb al leului; comparativ cu runda anterioară de proiecție, persistența aversiunii față de risc a investitorilor din perioadele recente, cu efecte nefavorabile asupra traiectoriei proiectate a monedei naționale în prima parte a anului curent, a condus la revizuirea în sens ascendent a dinamicii componentelor coșului de consum direct dependente de evoluția acestuia (prețuri ale combustibililor, prețuri de import, prețuri administrate)<sup>53</sup>.*

<sup>51</sup> Pentru mai multe detalii, a se vedea subsecțiunea 1.3.1. *Presiuni ale cererii în perioada curentă.*

<sup>52</sup> Ca urmare, efectele dezinflaționiste din partea cererii agregate sunt anticipate a exercita efecte mai pronunțate comparativ cu cele prognozate în februarie, fiind de așteptat să se manifeste cu intensitate sporită și în a doua parte a intervalului de prognoză.

<sup>53</sup> Conform evaluărilor din scenariul de bază, pe măsura atenuării proiectate a volatilității cursului de schimb, efectele inflaționiste menționate sunt de așteptat să se disipeze relativ rapid.

Conform scenariului de bază, rata anuală a inflației IPC este preconizată să decelereze pe parcursul următoarelor opt trimestre. Principalul resort al acestui proces este de așteptat să fie dinamica inflației CORE2, pe fondul anticipării unei încetiniri substanțiale a activității economice<sup>54</sup> (de exemplu, pentru anul curent, inflația CORE2 este singura componentă a coșului bunurilor de consum proiectată a se plasa la valori anuale<sup>55</sup> inferioare celor publicate în Raportul din februarie). În sens contrar, de atenuare a presiunilor dezinflaționiste ale cererii agregate, acționează cursul mai depreciat al leului din trimestrele IV 2008 și I 2009<sup>56</sup>, cu efecte propagate asupra dinamicii celorlalte componente ale coșului IPC<sup>57</sup>, cu excepția celor volatile ale alimentelor. Efectul net al acestor evoluții este atingerea în decembrie 2009 a unei rate anuale a inflației IPC plasată marginal (4,4 la sută) sub limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale (de 3,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual).

Pe măsura eliminării proiectate a volatilității excesive a cursului de schimb și a reînscriserii treptate a dinamicii acestuia pe o traiectorie determinată precumpănitor de factorii fundamentali<sup>58</sup>, prețurile de consum ar urma să reflecte cu precădere continuarea ajustării componentelor cererii agregate interne. Astfel, pe parcursul anului 2010, principalul resort dezinflaționist este de așteptat să fie rata inflației CORE2, singura componentă pentru care sunt proiectate valori inferioare celei a întregului coș IPC. La polul opus se plasează prețurile combustibililor, a căror ajustare prevăzută reflectă atât ipoteza unei creșteri treptate a prețului petrolului, cât și pe cea a unei ușoare întăriri a monedei euro față de dolarul SUA. Comparativ cu proiecția anterioară, nivelul mai redus al ratei inflației proiectat pentru decembrie 2010 (cu 0,4 puncte procentuale) poate

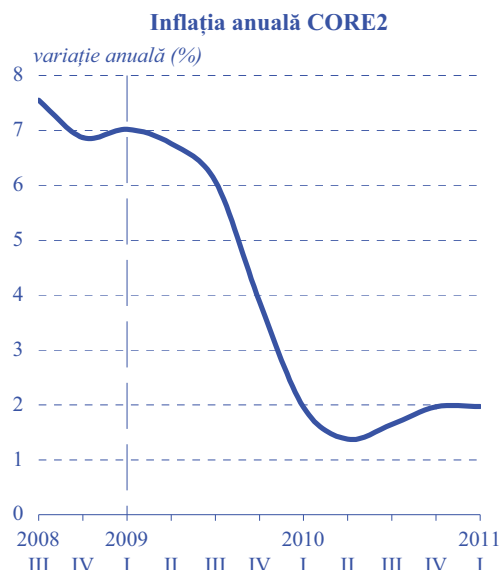
<sup>54</sup> Costurile marginale cu factorii interni de producție sunt proiectate să scadă substanțial în condițiile decelerării volumului producției (pe fondul anticipării unei temperări semnificative a dinamicii cererii agregate interne). Pornind de la aceste considerente, prețurile finale de desfacere ale bunurilor ar urma, *ceteris paribus*, să fie ajustate în același sens (această concluzie este strict condiționată de menținerea unei dinamici a cursului de schimb a leului similare celei proiectate în scenariul de bază).

<sup>55</sup> Inflație anuală la sfârșitul anului 2009.

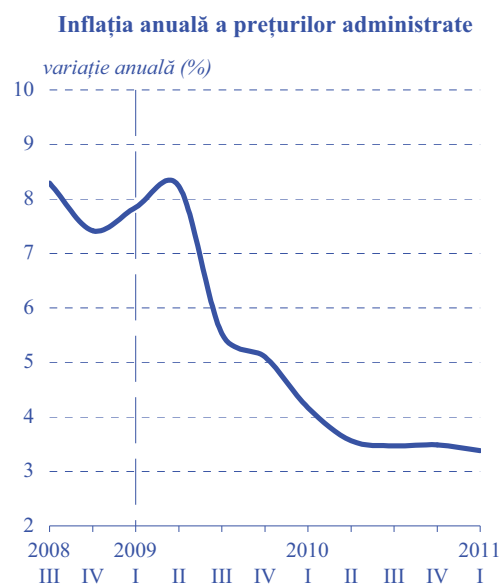
<sup>56</sup> Un efect mai persistent al deprecierei monedei naționale din perioadele anterioare asupra comportamentului viitor de stabilire a prețurilor a fost stipulat ca ipoteză de lucru având ca suport și volatilitatea cursului leului din ultimele luni (perioade de depreciere s-au succedat rapid perioadelor de apreciere). În condițiile diluării conținutului informațional oferit de cursul de schimb, unii producători ar putea prefera să își stabilească prețurile pornind de la un nivel mai depreciat al monedei naționale, considerat „acoperitor” la adresa plajei plauzibile de valori viitoare ale acestuia.

<sup>57</sup> O parte a dinamicii inflației CORE2 este rezultatul ajustărilor preconizate ale accizelor la țigarete, precum și al evoluției prețurilor de import, ambele fiind dependente de evoluția proiectată a cursului de schimb al leului.

<sup>58</sup> Scenariul de bază al proiecției prevede o corecție semnificativă a dezechilibrului extern al economiei în 2009, creând premisele unei îmbunătățiri a percepției de risc a investitorilor și eliminând povara realizării acestor ajustări precumpănitor prin intermediul cursului de schimb.



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

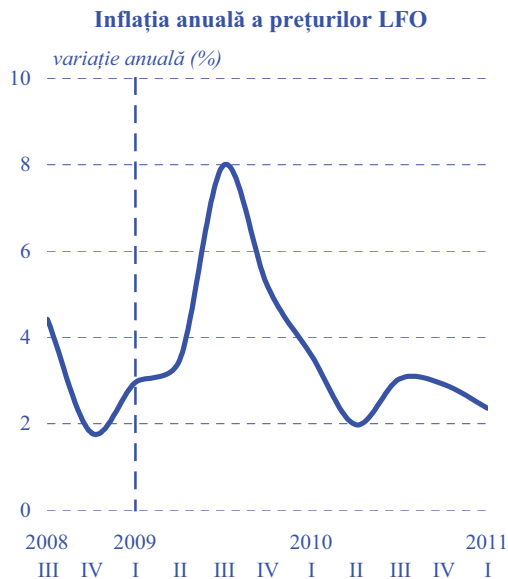
fi atribuit preponderent revizuirii scenariului curent de evoluție a activității economice.

## 1.2. Presiuni exogene asupra inflației

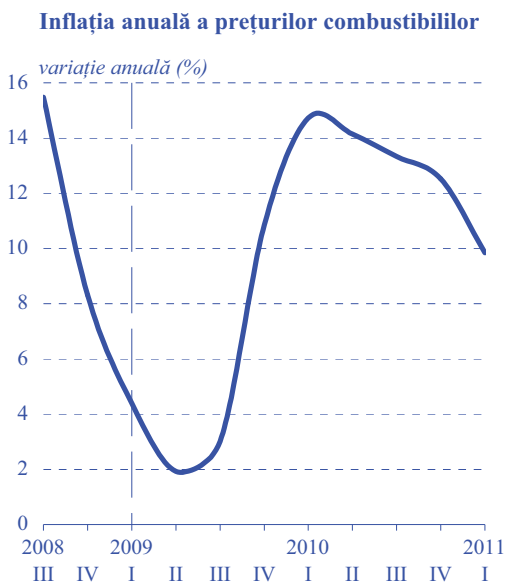
Față de proiecția anterioară, inflația prețurilor administrate și cea a prețurilor volatile ale legumelor, fructelor și ouălor (LFO) au o contribuție mai puțin favorabilă la inflația IPC. Astfel, inflația anuală a prețurilor administrate este mai mare pe tot orizontul proiecției, contribuind cu 0,9 puncte procentuale în 2009 și cu 0,6 puncte procentuale în 2010 la inflația totală. În mod asemănător, inflația prețurilor volatile ale alimentelor este ușor mai ridicată pe întregul orizont de proiecție, având o contribuție în creștere la inflația IPC față de proiecția anterioară.

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

		procente			
		Prețuri administrate		Prețuri volatile ale alimentelor	
		2009	2010	2009	2010
Proiecția curentă	Variație anuală	5,1	3,5	5,2	2,9
	contribuție la inflația IPC (pp)	0,9	0,6	0,4	0,2
Proiecția anterioară	Variație anuală	3,2	3,0	4,6	0,4
	contribuție la inflația IPC (pp)	0,7	0,6	0,3	0,0



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

Prețurile la energie electrică și gaze naturale dețin cea mai mare pondere, de peste 40 la sută, în cadrul întregii grupe a prețurilor administrate. Scenariul de bază al proiecției curente încorporează ipoteza menținerii constante la nivelul actual a prețului energiei electrice<sup>59</sup> și a celui al gazelor naturale în 2009, dar o creștere a acestora începând cu ianuarie 2010.

**Tabelul nr. 5.3. Scenariul privind evoluția prețurilor energetice**

	procente, variație anuală					
	Energie electrică		Energie termică		Gaze naturale	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Proiecția curentă	0,2	3,0	8,6	5,2	0,0	3,0
Proiecția anterioară	0,0	3,0	8,2	3,6	0,0	3,0

Ajustările accizei la țigarete sunt proiectate să exercite presiuni inflaționiste mai ample comparativ cu evaluările prezentate în Raportul din februarie. Reconsiderarea contribuției inflaționiste a accizei la tutun este în principal rezultatul devansării calendarului

<sup>59</sup> Excluzând majorările operate în luna ianuarie anul curent.

de ajustare a accizelor prevăzut inițial<sup>60</sup>, efectele cele mai ample ale acestei modificări fiind localizate în anul curent.

Pe parcursul orizontului de proiecție, componentele coșului de consum sunt afectate în proporții diferite de dinamica variabilelor *externe*. Astfel, ipoteza unui preț al petrolului în creștere<sup>61</sup> pe piețele internaționale va avea, *ceteris paribus*, efecte nefavorabile asupra prețurilor interne ale combustibililor. În schimb, anticiparea unei rate mai scăzute a inflației din zona euro va influența în mod favorabil prețurile de import și, astfel, inflația de bază CORE2. Prognozele indică o rată a inflației (IAPC) de doar 0,8 la sută în 2009, pe fondul unei contracții economice în zona euro estimate la 2,7 la sută. Totuși, este de așteptat ca reducerile ratei dobânzii de referință operate de Banca Centrală Europeană în ultimele luni să contribuie treptat la redresarea activității economice și asigurarea stabilității prețurilor pe termen mediu. Pentru anul 2010 este anticipată o ușoară revenire a principalilor indicatori macroeconomici ai zonei euro – după cum se poate vedea și din tabelul 5.4.

**Tabelul nr. 5.4. Evoluția așteptată a variabilelor externe**

*valori medii anuale*

	2009	2010
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (%)	1,6	1,8
Prețul petrolului (dolar/baril)	52,8	66,0
Cursul euro/dolar	1,29	1,30
Inflația anuală din zona euro (%)*	0,8	1,2
Creștere economică în zona euro (%)	-2,7	0,0

\* valoare în trimestrul IV

### 1.3. Presiuni din partea cererii agregate

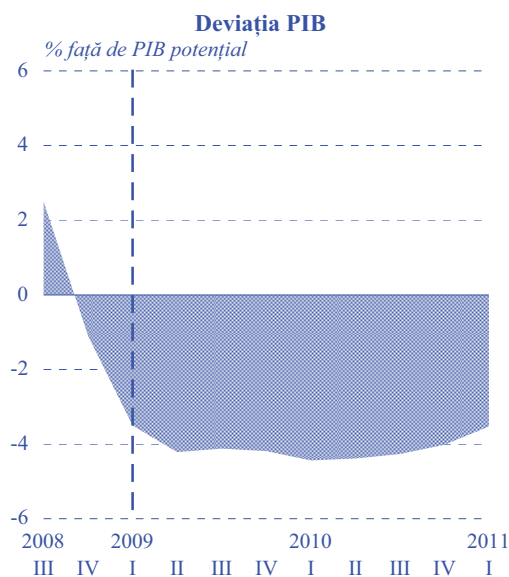
#### 1.3.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

Adâncirea efectelor crizei financiare și economice globale asupra mediului economic din România amplifică gradul de incertitudine asociat în mod obișnuit proiecțiilor variabilelor macroeconomice pe termen mediu. O dimensiune importantă a incertitudinii privește magnitudinea efectelor nefavorabile ale crizei asupra dinamicii cererii agregate și a PIB potențial, creând dificultăți de evaluare a amplitudinii deficitului de cerere și, ca urmare, a intensității presiunilor dezinflaționiste exercitate de acesta.

<sup>60</sup> În calendarul prevăzut inițial, acciza totală urma să fie majorată într-o singură tranșă, la 1 iulie 2009, de la 50 la 61,2 euro/1 000 țigarete. Conform calendarului modificat, acciza s-a majorat de la 50 la 57 euro/1 000 țigarete încă de la 1 aprilie 2009. De asemenea, se presupune că la 1 septembrie 2009 va avea loc o altă majorare, de la 57 la 64 euro/1 000 țigarete. Pentru anul 2010, calendarul a rămas neschimbat, acciza totală urmând a ajunge la 74 euro/1 000 țigarete.

<sup>61</sup> Similar proiecției anterioare, prețul internațional al petrolului este anticipat să crească treptat, ajungând la 70 USD/baril în trimestrul IV 2010.

Dinamica medie anuală a PIB real în 2008, comunicată de Institutul Național de Statistică, a fost de 7,1 la sută, valoare inferioară celor anticipate anterior. Contribuția majoră la diminuarea peste așteptări a acesteia a avut-o rata anuală de creștere înregistrată în trimestrul IV 2008, respectiv 2,9 la sută, aceasta reflectând manifestarea efectelor crizei financiare globale asupra economiei românești cu o intensitate superioară celei anticipate. Pe plan internațional a avut loc o reducere substanțială a lichidității cu efect asupra restrângerii fluxurilor financiare destinate economiilor emergente și astfel a activității de creditare (atât pe latura cererii, cât și a ofertei). Se apreciază că propagarea efectelor menționate va continua și în trimestrul I 2009, afectând negativ activitatea economică și implicit ritmul de creștere a PIB potențial prin redimensionarea semnificativă, începută încă din trimestrul IV 2008, a activității investiționale. În aceste condiții, pentru trimestrul IV 2008 deviația PIB de la potențial a fost revizuită la o valoare negativă, fiind anticipată persistența deficitului de cerere și în trimestrul I 2009, ceea ce implică acumularea unor presiuni dezinflaționiste din partea cererii agregate curente.



Sursa: INS, calcule BNR

Consumul final al populației, principala componentă a PIB, este preconizat a continua în trimestrul I 2009 traiectoria descendentă începută în trimestrul IV 2008. Evoluția consumului final al populației din trimestrul IV 2008 contrastează puternic cu cea din primele trei trimestre ale anului, datele statistice indicând o reducere de 3,7 la sută comparativ cu aceeași perioadă a anului trecut, scăderea fiind atribuită diminuării înregistrate de cheltuielile pentru consumul final al gospodăriilor populației<sup>62</sup>. Dinamica anticipat descendentă a consumului în trimestrul I 2009 reflectă continuarea preconizată a reducerii ritmului de creștere a resurselor aflate la dispoziția populației pe termen scurt<sup>63</sup>. La dinamica acestora din urmă a contribuit substanțial scăderea bruscă a fluxului de credite noi acordate persoanelor fizice<sup>64</sup>, generată atât de factori de natura ofertei (majorarea costurilor de finanțare a băncilor comerciale, creșterea aversiunii la risc a acestora în relațiile cu clienții nebancari), cât și de factori asociați cererii (pe fondul revizuirii în scădere a perspectivelor privind veniturile viitoare ca urmare a incertitudinii generate de criza economică). În plus, salariul net real a continuat în lunile ianuarie și februarie să înregistreze o reducere a ritmului anual de creștere comparativ

<sup>62</sup> Acestea au scăzut cu 4,7 la sută comparativ cu trimestrul IV 2007.

<sup>63</sup> În plus, dinamica anuală a volumului cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul de mărfuri (cu excepția comerțului cu autovehicule și motocicletele) în lunile ianuarie și februarie 2009 a înregistrat o reducere de 5,7 la sută comparativ cu media trimestrului I 2008.

<sup>64</sup> Fluxul de credite noi acordate gospodăriilor populației în lei și valută în trimestrul I 2009 a scăzut cu aproximativ 75 la sută față de media trimestrului I 2008. În plus, rata anuală de creștere în termeni reali a stocului de credite pentru consum a continuat să se diminueze și în trimestrul I 2009 până la 20,8 la sută, comparativ cu valori de peste 40 la sută în trimestrul III 2008.



cu media trimestrului I 2008 până la aproximativ 9 la sută (față de un ritm anual mediu de aproximativ 14 la sută pe parcursul anului 2008), menținându-se totuși peste tendința pe termen mediu. În plus, la nivel agregat, resursele disponibile ale populației se vor diminua și datorită dinamicii așteptat descendente a numărului de angajați din economie<sup>65</sup>.

Consumul public este prevăzut să înregistreze o variație trimestrială negativă în trimestrul I 2009<sup>66</sup>, situându-se sub nivelul de trend, comparativ cu anul 2008, când deviația sa de la trend a fost apreciată ca fiind pozitivă.

În trimestrul IV 2008, formarea brută de capital fix a înregistrat o comprimare severă comparativ cu nivelul înregistrat în trimestrul anterior, ratele anuale de creștere diminuându-se la rândul lor semnificativ (2,8 la sută în trimestrul IV 2008). Încetinirea este atribuită evoluției înregistrate la nivelul componentelor investițiilor din trimestrul IV 2008: rata de creștere anuală a construcțiilor noi a fost de 7,3 la sută, scăzând cu aproximativ 20 puncte procentuale față de cea din trimestrul III 2008, iar totalul utilajelor, inclusiv mijloacele de transport, din aceeași perioadă, înregistrează o rată anuală de creștere de numai 3,6 la sută, comparativ cu 15,1 la sută în trimestrul precedent.

În trimestrul I 2009, este anticipată deteriorarea în continuare a nivelului formării brute a capitalului fix și apariția în acest context a unor capacități de producție temporar redundante. Evaluările indică situarea formării brute a capitalului fix sub tendința pe termen mediu pentru al doilea trimestru consecutiv. Această evoluție, sugerată și de ritmurile trimestriale negative de creștere a importurilor de bunuri de capital și producției industriale de bunuri de capital<sup>67</sup>, este cauzată de o reducere a surselor de finanțare a proiectelor de investiții, precum și de o deteriorare a așteptărilor agenților economici privind perspectivele economice viitoare, reflectată în dinamica anticipată a cererii pentru produsele acestora. În plus, ratele dobânzilor la creditele acordate agenților economici se situează la niveluri ridicate, reflectând atât încorporarea costurilor suplimentare de finanțare la nivelul sectorului bancar, precum și creșterea aversiunii la risc a acestuia în relațiile cu clienții nebancari. Astfel, are loc diminuarea semnificativă a ritmului de creștere a

<sup>65</sup> În trimestrul I 2009 rata șomajului s-a majorat până la un nivel mediu de 4,9 la sută, comparativ cu 4,1 la sută în perioada anterioară și 3,9 la sută în trimestrul I 2008 (date ajustate sezonier).

<sup>66</sup> Considerând datele ajustate sezonier la nivelul respectivei componente.

<sup>67</sup> Producția industrială de bunuri de capital s-a redus în primele două luni ale trimestrului I 2009 cu aproximativ 18 la sută comparativ cu media trimestrului I 2008, iar importurile de bunuri de capital s-au diminuat în trimestrul IV 2008 cu aproximativ 24 la sută față de media aceluiași trimestru al anului anterior (datele referitoare la importurile de bunuri de capital sunt exprimate în euro și ajustate sezonier).

creditului pe termen mediu și lung destinat agenților economici<sup>68</sup>, considerat ca sursă de finanțare a investițiilor, cu efect restrictiv asupra activității investiționale din perioadele recente.

În trimestrul IV 2008 contribuția exportului net la dinamica PIB a fost pozitivă, ca rezultat al unei scăderi puternice, în termeni anuali, a importurilor și al unei modeste creșteri a exporturilor. Ajustarea începută la nivelul exporturilor nete pe parcursul trimestrului IV 2008 este de așteptat să continue și pe parcursul trimestrului I 2009. Astfel, în cazul exporturilor, efectul potențial stimulat al deprecierei monedei naționale din ultimul trimestru al anului anterior este contrabalansat de cel exercitat de restrângerea activității economice din țările partenere<sup>69</sup>, ceea ce a condus la diminuarea cererii externe pentru produsele românești. Comprimarea cererii externe a influențat negativ dinamica producției industriale care continuă și în trimestrul I 2009 să înregistreze rate anuale de creștere negative<sup>70</sup>. Reducerea cererii interne, pe fondul încetinerii expansiunii resurselor disponibile la nivelul populației și al agenților economici<sup>71</sup>, precum și deprecierea leului din ultimul trimestru al anului 2008 reprezintă factorii principali ai restrângerii substanțiale anticipate la nivelul importurilor.

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

Moneda națională s-a depreciat semnificativ în termeni nominali față de moneda euro în primele săptămâni ale lunii ianuarie 2009 comparativ cu media ultimului trimestru al anului 2008, cursul de schimb menținându-se la un nivel relativ stabil în restul trimestrului I. În această perioadă leul a fost supus unor presiuni de depreciere ce se încadrează celor manifestate la nivelul economiilor emergente, în contextul unui mediu extern în continuă deteriorare și al reevaluării riscului asociat de investitorii financiari plasamentelor în activele acestor state. Principalii factori interni care indicau vulnerabilitatea economiei românești cel puțin în ultimul trimestru al anului precedent au fost persistența deficitului ridicat de cont curent, dependența sistemului bancar de finanțarea

<sup>68</sup> Stocul de credite pe termen mediu și lung destinat agenților economici și-a încetinit ritmul de creștere în trimestrul I 2009 până la 16,3 la sută, comparativ cu 26,4 la sută în trimestrul anterior.

<sup>69</sup> Țările din zona euro reprezintă principalii parteneri comerciali ai României. Rata de creștere anuală a PIB în zona euro (ca aproximare pentru cererea externă pentru bunurile românești) a fost în trimestrul IV 2008 de -1,6 la sută (date neajustate sezonier).

<sup>70</sup> În lunile ianuarie și februarie 2009 producția industrială a înregistrat un ritm anual de creștere de aproximativ -14 la sută comparativ cu media trimestrului I 2008.

<sup>71</sup> Ritmul anual de creștere al soldului creditului neguvernamental a continuat și în trimestrul I 2009 tendința de încetinire începută în trimestrul II 2008 până la 20,9 la sută (în comparație cu trimestrul II).

externă, anticiparea scăderii pronunțate a dinamicii PIB pentru anul 2009, politica bugetară prociclică. Aceste elemente au contribuit la creșterea primei de risc asociate României și, astfel, la o accentuare a presiunilor de depreciere a monedei naționale pe parcursul trimestrului I 2009. Această evoluție a avut loc în contextul ignorării fundamentelor economice favorabile referitoare la datoria publică totală redusă, la moderarea relativă a transmiterii impactului crizei economice globale prin canalul exporturilor nete și cel al creditului, la soliditatea sistemului bancar etc. Apelul la împrumutul extern sub coordonarea FMI-UE, în vederea compensării proactive a unei eventuale reduceri a rezervelor oficiale prin restrângerea intrărilor de capital privat, a condus la reducerea percepției negative a investitorilor financiari, cu impact direct asupra scăderii presiunilor de depreciere a cursului de schimb al leului în a doua parte a lunii martie a anului curent.

Deprecierea accentuată a monedei naționale din primul trimestru al anului 2009 este de natură să contribuie, alături de scăderea cererii interne, la reducerea în continuare a deficitului de cont curent, atenuând într-o anumită măsură impactul scăderii cererii externe. Astfel, cursul de schimb al leului transmite, prin canalul exportului net (cu precădere prin transferul cererii de importuri asupra producției interne), un efect stimulat în creștere față de trimestrul anterior asupra cererii agregate viitoare. Pe de altă parte, prin intermediul efectelor de avuție și bilanț, impactul deprecierei leului asupra cererii agregate este de sens contrar celui transmis prin canalul exportului net, având astfel un puternic caracter restrictiv datorat majorării costurilor rambursării creditelor contractate în valută. Pe termen scurt, deprecierea leului are impact pozitiv direct asupra evoluției prețurilor bunurilor importate și a prețurilor indexate la cursul de schimb, cu influență nefavorabilă asupra inflației IPC, chiar dacă coeficientul de transmisie este așteptat să se modereze în termeni relativi pe măsura restrângerii cererii agregate.

Pe termen mediu, pe fondul menținerii aversiunii față de risc la niveluri relativ ridicate și a unui grad redus de lichiditate pe piețele internaționale, se apreciază că tendința de evoluție a monedei naționale se va situa pe o traiectorie compatibilă cu ajustarea treptată a deficitului de cont curent către niveluri sustenabile, ajustare care însă nu trebuie să aibă loc exclusiv pe seama cursului de schimb. Contractarea pachetului de finanțare externă va permite o ajustare graduală a dezechilibrelor existente, fiind astfel evitate efectele negative substanțial mai accentuate ale unei corecții abrupte.

BNR a acomodat cererea de lichiditate existentă pe piața monetară interbancară concomitent cu o reducere progresivă a ratelor dobânzilor la operațiunile de injecție de lichiditate, consolidându-și în trimestrul I poziția de creditor față de sistemul bancar. Menținerea la niveluri relativ ridicate a ratelor dobânzilor interbancare

și competiția acerbă din sistemul bancar pentru atragerea de resurse interne în contextul accesului dificil la sursele externe de finanțare au determinat continuarea majorării semnificative, comparativ cu perioada anterioară, a ratelor dobânzilor la depozite. Incorporarea costurilor suplimentare de finanțare a instituțiilor bancare și creșterea aversiunii la risc a acestora în relațiile cu clienții nebancari au determinat și majorarea ratelor nominale ale dobânzilor la credite. În acest context, creșterea pe parcursul trimestrului I 2009 a ratelor nominale ale dobânzilor practicate de băncile comerciale în relație cu clienții nebancari, în condițiile unei reduceri moderate a anticipațiilor inflaționiste, implică o creștere substanțială a restrictivității acestora asupra cererii agregate din perioadele viitoare.

În trimestrul I 2009 impactul cumulat exercitat de cursul de schimb al leului și de ratele dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relație cu clienții nebancari asupra activității economice viitoare devine relativ mai stimulatив comparativ cu trimestrul anterior.

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

De la *Raportul asupra inflației* din luna februarie a.c., incertitudinile cu privire la perspectivele de evoluție a mediului macroeconomic și financiar din România au sporit considerabil, pe fondul intensificării efectelor crizei financiare și economice internaționale<sup>72</sup>. În aceste condiții, proiecția curentă este fundamentată pornind de la o deviație a PIB de la trend revizuită substanțial în jos în punctul de pornire<sup>73</sup>. Ulterior, pe parcursul orizontului de proiecție, traiectoria prognozată a deviației PIB este condiționată de ipotezele adoptate cu privire la creșterea economică din zona euro<sup>74</sup> și la evoluția preconizată a factorilor fundamentali ai deviației PIB: condițiile monetare reale în sens larg, creditarea internă, cererea externă de bunuri și servicii produse intern și *mix*-ul politicilor macroeconomice.

Luând în considerare întregul set de determinanți, dinamica deviației PIB de la trend pe parcursul orizontului de prognoză se plasează în scenariul de bază la valori ce implică o reducere mai accentuată, *ceteris paribus*, a presiunilor inflaționiste generate de cererea agregată atât în 2009, cât și în 2010<sup>75</sup>.

Unul dintre canalele importante de propagare a efectelor crizei financiare în România este cel financiar, în condițiile în care o

<sup>72</sup> Ca indicator sintetic, creșterea economică a PIB comunicată de INS pentru trimestrul IV 2008 s-a plasat sub nivelul proiecției *benchmark* formulate în luna februarie.

<sup>73</sup> Trimestrul II 2009.

<sup>74</sup> Principalul partener comercial al României, dinamica PIB din această zonă fiind utilizată pentru a aproxima cererea de exporturi adresată producătorilor interni.

<sup>75</sup> Pentru evaluarea unor elemente de incertitudine cu privire la impactul reducerii activității economice asupra ritmului de creștere a prețurilor de consum, a se vedea subsecțiunea 1.4. *Riscuri asociate proiecției*.

pondere apreciabilă a liniilor private de finanțare au fost extinse beneficiind de suportul fondurilor abundente oferite băncilor locale de către băncile-mamă. În plus, creditul denominat în valută are o pondere importantă în totalul creditului acordat sectorului privat<sup>76</sup>. Prin urmare, deprecierea recentă a monedei naționale este proiectată să exercite pe termen scurt un efect de contracție a cererii interne, ca urmare a creșterii serviciului datoriei – exprimat în lei – asociat creditelor în valută contractate anterior, efect mai pregnant la nivelul populației, în pofida ansamblului de măsuri de limitare a ponderii creditului în valută adoptate de BNR de-a lungul timpului<sup>77</sup>. Pe măsura eliminării proiectate a volatilității recente excesive a cursului de schimb<sup>78</sup>, dinamica acestuia se va reînscris treptat sub acțiunea precumpănitoare a factorilor de natură fundamentală<sup>79</sup>. Astfel, efectul restrictiv al acestui canal asupra dinamicii PIB urmează să se disipeze treptat.

Comparativ cu efectele de avuție și bilanț ale cursului de schimb, este de așteptat ca dinamica volumului creditelor acordate sectorului privat să exercite efecte mai persistente asupra evoluției componentelor cererii agregate. În aceste condiții, efectele adverse asupra sectoarelor de activitate dependente de finanțare din credite bancare sunt preconizate a fi mai ample și mai îndelungate decât se anticipase anterior<sup>80</sup>.

Reevaluarea de către instituțiile financiare a riscurilor asociate activității de creditare (reconsiderarea ratelor dobânzilor aferente operațiunilor active ale acestora), precum și amplificarea competiției din sistemul bancar pentru atragerea de resurse financiare interne au condus la majorarea ratelor dobânzilor bancare, chiar din trimestrul I 2009, peste nivelurile anticipate anterior. În aceste condiții, proiecția prevede pe întregul interval de referință un caracter mai restrictiv, comparativ cu runda anterioară, al ratelor reale ale dobânzilor bancare. Aceasta implică, pe de-o parte, majorarea serviciului

<sup>76</sup> În martie 2009, 59 la sută din stocul total de credite era denominat în valută, în timp ce din volumul creditelor noi 49 la sută erau acordate în valută (evaluările au la bază RON).

<sup>77</sup> Având în vedere comprimarea rapidă a dinamicii salariului real din ultimele luni, efectul bilanțier asociat unui curs de schimb mai depreciat diminuează resursele disponibile de consum ale agenților economici. Pentru stocul existent de credite, scenariul de bază al proiecției prevede însă o compensare parțială a acestui efect bilanțier, ca urmare a proiectării unei diminuări treptate (mai ales pe parcursul anului 2009) a ratei dobânzii EURIBOR și a reducerii treptate a primei suverane de risc.

<sup>78</sup> La aceasta urmează să contribuie și atenuarea preconizată a percepției negative a investitorilor financiarți cu privire la riscul general atribuit României, în contextul împrumutului extern contractat de România sub coordonarea FMI-UE-IFI și al sustenabilității sporite a resurselor de finanțare externe asigurate de acesta.

<sup>79</sup> Scenariul de bază al proiecției stipulează o corecție semnificativă a dezechilibrului extern al economiei în 2009, creând premisele unei îmbunătățiri a percepției față de risc a investitorilor și eliminând povara realizării acestor ajustări preponderent prin intermediul cursului de schimb.

<sup>80</sup> Sondajul privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației din ianuarie 2009 indică o accentuare a restrictivității condițiilor de creditare atât în cazul populației, cât și al persoanelor juridice.

datoriei corespunzător creditelor contractate anterior, iar pe de altă parte, temperarea cererii de credite, în condițiile unor costuri mai ridicate suportate de agenții economici.

Comprimarea mai puternică decât cea anticipată în Raportul anterior a activității din zona euro, având drept consecință deteriorarea perspectivelor legate de evoluția cererii de bunuri de import a zonei, afectează negativ dinamica exporturilor românești. În aceste condiții, proiectarea menținerii pe parcursul orizontului de prognoză a cursului real de schimb peste nivelul său de trend<sup>81</sup> este preconizată să acționeze cu precădere în sensul scumpirii importurilor, încurajând, alături de stimularea economisirii, și reorientarea unei părți a cererii interne către producătorii interni. În același timp, efectul stimulat al cursului de schimb asupra exporturilor urmează a avea o magnitudine sensibil mai redusă comparativ cu runda anterioară de proiecție, fiind preponderent condiționat de evoluția nefavorabilă a cererii de pe piețele externe. Rezultatul net al celor doi factori cu influențe contradictorii – contracția cererii externe și deprecierea reală a monedei naționale – este proiectat să fie stimulat la adresa cererii agregate, contribuind la configurarea unui scenariu de ajustare rapidă, dar controlată a dezechilibrului extern al balanței comerciale. Înscriserea evoluțiilor viitoare în coordonatele proiectate ar asigura condițiile evitării unui scenariu alternativ ce ar presupune o comprimare mai accentuată a componentelor interne ale cererii agregate.

Conduita politicii monetare va rămâne, pe întreg orizontul proiecției, consecventă obiectivului său fundamental, de asigurare a stabilității prețurilor pe termen mediu și lung. În același timp, pe fondul agravării efectelor crizei globale asupra sectorului financiar și al persistenței ridicate a aversiunii la risc a investitorilor internaționali, banca centrală va acorda atenție sporită ajustării controlate a dezechilibrelor macroeconomice, în condițiile asigurării stabilității sistemului financiar. Gestionarea adecvată a lichidității de pe piața interbancară este proiectată să contrabalanseze o parte a efectelor restrictive induse la nivelul activității economice de traiectoria proiectată a ratelor dobânzilor bancare, fără a contribui la sporirea volatilității cursului de schimb al monedei naționale.

Coordonatele politicii fiscale au fost fundamentate utilizând cele mai recente informații disponibile, ele fiind sprijinite de elementele convenite în acordul încheiat sub coordonarea FMI și a UE. Există însă rezerva unor incertitudini asociate elasticității veniturilor colectate față de restrângerea activității economice, precum și în ceea ce privește eficacitatea măsurilor destinate reducerii cheltuielilor bugetare ce vor fi luate pe parcursul anului 2009, având în vedere existența stabilizatorilor automați. Luând în considerare măsurile

<sup>81</sup> Pentru mai multe detalii, a se vedea subsecțiunea 1.3.2. *Implicații ale evoluțiilor recente ale cursului de schimb al leului și ale ratelor dobânzilor asupra activității economice.*

de politică fiscală adoptate până în prezent, dar și anticiparea unei decelerări mai puternice a PIB și a componentelor sale, proiecția fiscală plasează soldul efectiv al deficitului bugetar, atât pentru anul 2009, cât și pentru 2010, la un nivel mai ridicat față de Raportul anterior. Efectul anticipat al impulsului fiscal va fi mai restrictiv începând cu a doua jumătate a anului 2009<sup>82</sup>. În aceste condiții, politica fiscală discreționară are o orientare ușor prociclică la adresa activității economice de pe parcursul următoarelor opt trimestre.

#### 1.4. Riscuri asociate proiecției

Scenariul de bază al proiecției este supus unei multitudini de elemente de incertitudine. Din rândul evenimentelor posibile, analiza din această secțiune se concentrează asupra celor apreciate ca având asociate probabilități mai ridicate de manifestare pe parcursul următoarelor opt trimestre. În sinteză, balanța riscurilor la adresa ratei inflației, deși se prezintă în mare parte drept echilibrată, implică o probabilitate moderat mai ridicată a unor abateri în jos față de traiectoria proiectată a acesteia din scenariul de bază, comparativ cu cea a unor deviații în sens opus. Evaluarea are la bază posibilitatea unei atenuări a volatilității cursului de schimb al monedei naționale ce s-ar putea manifesta într-un orizont de timp mai scurt comparativ cu ipotezele scenariului de bază.

Pentru runda actuală, incertitudinile privind durata și efectele crizei financiare asupra dinamicii variabilelor macroeconomice reprezintă riscul cu cel mai important impact asupra distribuției intervalului de valori probabile ale ratei inflației IPC. Este posibil ca efectele crizei financiare să se manifeste mai profund și pe o perioadă mai îndelungată de timp decât se presupune în scenariul de bază. Aceasta poate determina o contracție mai amplă a creșterii economice, o utilizare mai redusă a resurselor disponibile la nivelul economiei și drept urmare înregistrarea unei rate a inflației mai scăzute decât cea presupusă în scenariul de bază. Pe de altă parte, în contextul unui eventual reviriment al activității economice internaționale într-un interval de timp mai scurt și al manifestării mai eficiente pe plan intern a efectelor *mix*-ului de politici macroeconomice întreprinse, este posibilă o redresare mai rapidă a activității economice decât cea presupusă în scenariul de bază al proiecției.

Unul dintre riscurile relevante la adresa coordonatelor scenariului de bază se referă la natura ajustării dezechilibrelor externe (în principal, deficitul balanței comerciale și cel de cont curent) și interne (asociate revenirii ratei inflației în apropierea valorilor intervalului țintit de banca centrală) de pe parcursul intervalului de proiecție. Față de proiecția anterioară deficitul bugetar a fost revizuit substanțial la valori mai negative atât pentru 2009, cât și pentru 2010. În aceste condiții, o decelerare mai rapidă decât

<sup>82</sup> Relația dintre impulsul fiscal și deficitul structural este prezentată în *Caseta 1 din Raportul asupra inflației* din noiembrie 2008.

în scenariul de bază a activității economice ar implica o corecție mai accentuată a dezechilibrelor menționate anterior și s-ar putea dovedi ambițioasă în termenii capacității sectorului privat de a suporta cea mai mare parte a poverii acestor ajustări. Dificultatea de a asigura sustenabilitatea acestui proces ar putea genera presiuni suplimentare de depreciere a monedei naționale, cu potențiale implicații negative atât asupra procesului dezinflaționist asumat, cât și la nivelul serviciului datoriei în valută a populației și firmelor.

Pentru runda curentă de prognoză, există un grad ridicat de incertitudine în ceea ce privește perioada de timp necesară relansării activității economice. În condițiile menținerii sau chiar agravării efectelor adverse ale crizei financiare internaționale, invalidarea ipotezelor adoptate în scenariul de bază cu privire la evoluția creditării pe parcursul orizontului de proiecție ar putea avea ca efect o contracție mai puternică a activității economice în principalele sectoare ale economiei, sincronizată cu evoluțiile similare din alte țări. Riscurile la adresa unei decelerări și mai ample a prețurilor bunurilor de consum s-ar amplifica astfel în mod corespunzător.

Evoluțiile recente, divergente, ale activității economice (în sensul scăderii), respectiv ale inflației CORE2 (în sensul creșterii) semnaleză riscul manifestării unor rigidități structurale care ar putea întârzia eliminarea dezechilibrului intern. De exemplu, confrunțați cu o reducere a volumului vânzărilor și cu dificultatea operării unei ajustări rapide a numărului de angajați și/sau a salariilor, unii agenți economici ar putea prefera inițial să compenseze o deteriorare a profitabilității lor prin menținerea unor prețuri ridicate sau chiar prin creșterea lor. Ulterior, din cauza imposibilității de a-și vinde produsele și de a realiza veniturile propuse, pot apărea blocaje la nivelul plăților către furnizori, salariați sau chiar către bugetul de stat. Astfel s-ar putea ajunge la o situație în care contracția activității economice ar putea fi însoțită temporar de o rată a inflației mai înaltă.

Dinamica fluxurilor financiare externe (împrumuturi externe private și publice, investiții străine directe) constituie o sursă importantă de risc cu privire la evoluția viitoare a cursului de schimb și menținerea funcționării în condiții normale a economiei. În strânsă legătură cu evoluția incertă a fluxurilor financiare externe se află și modul în care se va realiza finanțarea deficitului de cont curent. În condițiile decelerării preconizate a activității economice interne și a tendinței de reconsiderare de către investitorii străini a riscurilor asociate plasamentelor realizate în economiile emergente, este posibilă în viitor o diminuare de mai mare amploare a intrărilor de investiții străine directe, element neconfirmat până în prezent de datele statistice disponibile. Aceasta ar impune realizarea unei corecții mai substanțiale a deficitului de cont curent, până la nivelul care ar asigura finanțarea sustenabilă pe termen mediu a acestuia.



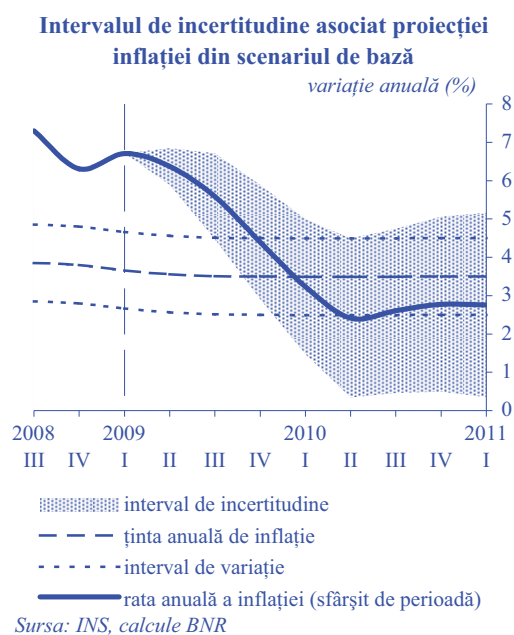
În pofida revizuirii notabile către valori mai negative a deficitului bugetar în cadrul scenariului de bază, riscurile unei deviații și mai ample comparativ cu coordonatele proiecției anterioare nu sunt lipsite de relevanță. Astfel, în situația unei decelerări mai accentuate a activității economice comparativ cu cea presupusă în scenariul de bază, acțiunea stabilizatorilor automați și probabilitatea unei elasticități ridicate a colectării veniturilor fiscale ar putea conduce, în absența adoptării de măsuri compensatorii corespunzătoare la o majorare a deficitului bugetar. În contextul crizei financiare și al diminuării în mod autonom a resurselor financiare disponibile, un necesar mai ridicat de finanțare din partea sectorului bugetar ar putea conduce la o insuficiență a surselor de finanțare necesare desfășurării activității în sectorul privat (*crowding-out*), întârziindu-se astfel momentul relansării creșterii economice, chiar dacă dinamica creditului guvernamental ar compensa parțial contracția preconizată a creditului acordat sectorului privat. În plus, dezechilibrarea inerentă a *mix*-ului de politici macroeconomice ar putea conduce la o amplificare a volatilității activității economice. Efectele s-ar răsfrânge asupra perioadei de timp necesare revenirii economiei la o traiectorie de creștere economică sustenabilă pe termen mediu.

În privința componentelor coșului de consum, pentru runda curentă, riscurile cele mai semnificative vizează traiectoria proiectată a prețurilor combustibililor. Conform scenariului de bază, prețul petrolului este prevăzut să crească cu aproximativ 32 la sută în următoarele opt trimestre<sup>83</sup>. Riscul abaterii traiectoriei acestuia de la cea menționată anterior nu poate fi exclus. El ar deveni relevant în condițiile unei persistențe mai ample sau ale unor efecte mai puternice decât cele anticipate ale crizei financiare asupra activității economice de la nivel mondial (și, astfel, a diminuării substanțiale a cererii globale de petrol). Deși ponderea prețurilor combustibililor în coșul de consum este relativ redusă, efectele proiectate ar acționa în sensul reducerii *ceteris paribus* a ratei inflației IPC.

Distribuția intervalului de incertitudine în jurul proiecției centrale a inflației din scenariul de bază este ilustrată în graficul alăturat. Informația pe care o furnizează intervalul de incertitudine privește mărimea medie cu care proiecția de inflație poate să devieze în ambele sensuri de la traiectoria inflației din scenariul de bază, ca efect al unor factori necuantificați explicit, aceasta fiind însă prevăzută a rămâne pozitivă. Impactul acestor factori este aproximat de o medie a erorilor de proiecție din perioadele anterioare<sup>84</sup>.

<sup>83</sup> Fundamentarea acestei traiectorii a luat în calcul și nivelul redus înregistrat de prețul acestei materii prime în perioadele recente.

<sup>84</sup> Intervalul de incertitudine este distribuit simetric în jurul traiectoriei proiectate a ratei inflației din scenariul de bază. Acesta ilustrează incertitudinea generală medie asociată proiecției inflației și nu pe cea particulară, asociată factorilor de risc specifici proiecției curente.



## 2. Evaluarea de politică monetară

În perioada parcursă de la precedentul exercițiu trimestrial de prognoză a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu, Consiliul de administrație al BNR a întreprins demersurile necesare fundamentării și stabilirii țintei de inflație pentru anul 2010. În urma evaluării scenariilor de proiecție, precum și a riscurilor și incertitudinilor asociate prognozei actualizate a indicatorilor macroeconomici, s-a optat pentru menținerea țintei de inflație pentru anul 2010 la nivelul de 3,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, confirmându-se astfel ipoteza de lucru enunțată anterior.

Argumentul prioritar al acestei opțiuni îl constituie stringența atingerii obiectivului de inflație stabilit pentru 2010 – esențială pentru prezervarea credibilității băncii centrale, în condițiile în care, sub impactul multiplelor și amplelor șocuri inflaționiste exogene produse succesiv sau simultan, ratele anuale ale inflației s-au plasat în ultimii doi ani la niveluri superioare țintelor stabilite. Un argument complementar este cel al dificultății atingerii sustenabile a unei ținte mai ambițioase de inflație în anul 2010, date fiind perspectiva persistenței efectelor adverse ale procesului de ajustare a dezechilibrului extern al economiei și existența unor incertitudini substanțiale privind durata și adâncimea restrângerii activității economice.

În favoarea unei abordări prudente în ceea ce privește stabilirea țintei de inflație pentru 2010 mai pledează previzibila continuare a manifestării în următorii ani a efectelor inflaționiste directe exercitate de factori aflați în afara sferei de influență a băncii centrale, cei mai importanți fiind: (i) ajustarea prețurilor administrate și impozitelor indirecte; (ii) reluarea proceselor de convergență economică, inclusiv a convergenței nivelului prețurilor după încheierea perioadei de contracție economică sincronizată; (iii) menținerea unor rigidități nominale asimetrice.

În același timp, se consideră că această țintă de inflație continuă să satisfacă cerința de a se consolida de o manieră sustenabilă dezinflația și de a se atinge, în concordanță cu calendarul existent prevăzut pentru adoptarea euro, un nivel al ratei inflației compatibil cu criteriul de inflație al Tratatului de la Maastricht, precum și cu definiția cantitativă a stabilității prețurilor adoptată de Banca Centrală Europeană.

Din perspectiva conducerii politicii monetare, atingerea acestor obiective este complicată de atenția ce trebuie acordată – cel puțin pe termen scurt – susținerii procesului de ajustare ordonată a dezechilibrelor macroeconomice aflat deja în derulare, precum și menținerii stabilității financiare; o asemenea abordare este justificată de necesitatea prevenirii producerii unei contracții

masive și de durată a activității economice și a puterii de cumpărare a monedei naționale, de natură să afecteze advers potențialul de creștere a economiei românești pe termen mediu și lung.

Pornind de la aceste cerințe, ce implică o anumită configurație a politicii monetare, dar și de la evoluțiile recente și de la ipotezele cu probabilitate mai mare de materializare în viitorul apropiat, scenariul de prognoză actualizat relevă o relativă înrăutățire față de proiecția precedentă a perspectivei inflației în primul sfert al orizontului de prognoză, succedată însă de o ameliorare mai alertă și mai consistentă a acesteia în trimestrele următoare. Astfel, se anticipează că atât revenirea ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei, cât mai ales coborârea ei în jumătatea inferioară a acestui interval se vor produce în devans, comparativ cu previziunile anterioare (în trimestrul IV 2009, respectiv, în trimestrul I 2010).

Resortul major al accelerării dezinflației îl constituie previzibila amplificare a *gap*-ului negativ al PIB, decurgând din contracția pe care o va consemna în 2009 economia românească sub impactul extinderii și adâncirii crizei economice și financiare globale. Se apreciază că intrarea în teritoriul negativ a creșterii economice a avut loc deja în primul trimestru al anului, indiciile și premisele producerii acestei inflexiuni fiind: (i) amplitudinea peste așteptări a declinului înregistrat de dinamica anuală a PIB în trimestrul IV 2008 și caracterul inerțial al acestei evoluții; (ii) glisarea/ menținerea în teritoriul negativ în primele luni ale anului 2009 a dinamicii anuale a unor indicatori relevanți ai cererii de consum și de investiții, precum și ai ofertei; (iii) accentuarea trendului de deteriorare a evoluțiilor economice în țările membre UE cu impact contracționist semnificativ asupra economiei naționale; (iv) continuarea înăspririi condițiilor de creditare, în special pe piața financiară internă, asociată cu slăbirea semnificativă a creditării, în pofida apropierei nivelului dobânzilor interbancare de cel al ratei dobânzii de politică monetară și a continuării preconizate a convergenței acestora; (v) accelerarea creșterii șomajului în primul trimestru al anului 2009.

Preocupant pentru BNR în acest context este ritmul prea lent ce caracterizează, pe termen scurt, decelerarea inflației prognozate, în pofida anticipației adânciri în următoarele trimestre a deficitului de cerere agregată. Identificarea de către banca centrală, în actualul context, a surselor persistenței accentuate a inflației este pe cât de dificilă, pe atât de importantă, ea fiind esențială pentru calibrarea adecvată a reacției politicii monetare, implicit pentru realizarea ancorării solide a anticipațiilor inflaționiste și asigurarea sustenabilității dezinflației.

Astfel, temporara decorelare ce pare a surveni între evoluția economiei reale și cea a indicelui prețurilor de consum este doar parțial explicabilă prin intensificarea în prima parte a anului 2009 a presiunii inflaționiste exercitate de ajustările substanțiale de prețuri administrate și de accize, potențate de deprecierea consemnată de leu în raport cu principalele monede. În consecință, un rol esențial în frânarea dezinflației îl deține în lunile următoare inflația de bază (CORE2 ajustat), a cărei rigiditate în coborâre pare să excedă valorile justificabile prin *lag*-ul inerent al transmiterii efectelor începerii și ulterior ale adâncirii declinului economiei. În aceste condiții, pe lângă efectul direct exercitat asupra sa de slăbirea recentă a leului, decelerarea excesiv de lentă a componentei de bază a inflației reflectă cel mai probabil gradul înalt de persistență a acesteia și anticipațiile inflaționiste nefavorabile, alimentate consistent de volatilitatea accentuată a cursului de schimb al monedei naționale și de creșterea impredictibilității acestuia. Un alt efect posibil în acest plan poate fi cel al stimulului – posibil de natură temporară - acordat producției interne ca substitut al importurilor prin reorientarea cererii (*expenditure switching*), precum și cel oferit de o contracție de mai mică amploare pe termen scurt a cererii agregate în raport cu evoluțiile descrise de prognozele independente.

Caracterul persistent al inflației CORE2 ajustat pare a-și avea originea nu doar în puternicul *pass-through* al cursului de schimb al leului – rezultantă inclusiv a ponderii ridicate deținute direct sau indirect de produsele importate în coșul de consum – dar și foarte probabil în comportamentul de stabilire a prețurilor al unor agenți economici din sectorul comerțului cu amănuntul (reflectând anumite deficiențe structurale ale economiei) și în insuficienta ancorare a anticipațiilor inflaționiste.

Un oarecare rol în receptarea întârziată la nivelul prețurilor de consum a impactului deschiderii *gap*-ului negativ al PIB par să-l aibă, de asemenea, creșterile semnificative ale costului unitar cu forța de muncă acumulate anterior de unii agenți economici, coroborate cu scăderi semnificative ale producției și productivității muncii în anumite sectoare economice. Acestora li se alătură probabil prevalența anticipațiilor adaptative în cazul unor agenți economici – în special a celor legate de caracterul politicii fiscale și a politicii de venituri ce urmează a fi implementate de autorități – și/sau menținerea pe anumite segmente a unor așteptări prea optimiste privind durata și profunzimea reculului economiei românești.

Este de așteptat, însă, ca pe măsura consolidării evidențelor contracției economiei și a propagării efectelor ei adverse asupra pieței muncii, comportamentul de stabilire a prețurilor cu amănuntul

să cunoască în viitor o corecție semnificativă, de natură să accelereze dezinflația într-un orizont comprimat de timp. Aceasta ar putea fi suplimentar impulsionată de o posibilă scădere peste așteptări a PIB – ipoteză plauzibilă în condițiile gradului încă ridicat de incertitudine ce marchează actuala prognoză a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu la nivel european și global.

Creșterea severității contracției economiei naționale ar putea fi indusă în principal de: (i) posibila adâncire și prelungire a reculului comerțului internațional având ca impact o scădere mai abruptă a exporturilor românești, precum și de (ii) continuarea înăsprii condițiilor de finanțare externă și internă în ipoteza menținerii gradului ridicat de aversiune globală față de risc, precum și a extinderii procesului de dezintermediere financiară pe plan mondial.

Este de așteptat ca pe termen scurt „efectul de volum” exercitat asupra exporturilor de restrângerea mai amplă a cererii externe să continue să anihileze impactul potențialului câștig de competitivitate rezultat din deprecierea acumulată relativ recent de leu în raport cu principalele monede. În același timp, însă, dată fiind elasticitatea specifică, declinul dinamicii exporturilor va continua cel mai probabil să fie însoțit de reculul mai rapid al dinamicii importurilor – posibil accentuat cu un anumit *lag* de fenomenul reorientării cheltuielilor spre bunuri și servicii produse pe plan intern, generat de evoluția cursului monedei naționale.

Posibila întârziere a refacerii încrederii mediului financiar internațional în perspectivele economiei reale globale, materializată în continuarea restrângerii finanțării externe de care ar dispune economia românească, ar avea ca efect prioritar adâncirea declinului componente interne a cererii agregate. Impactul restrictiv al acestui canal, exercitat în principal prin intermediul slăbirii creditării interne, ar putea însă infirma așteptările nefavorabile, în ipoteza în care băncile-mamă – care dețin cea mai mare parte din pasivele externe ale sistemului bancar românesc – își vor reînnoi cvasiintegral plasamentele pe piața internă ce ajung la scadență în perioada următoare; probabilitatea unui asemenea comportament a fost consolidată recent de acordul încheiat de autoritățile române cu FMI-UE-IFI – parte a unui pachet de sprijin financiar multilateral – ce are atașat angajamentul formal al băncilor respective de a-și menține expunerile globale față de piața românească.

În aceste condiții, principalii potențiali factori de restricționare viitoare a creditării vor fi, pe de o parte, persistența neîncrederii băncilor în perspectivele pe termen scurt ale economiei și a percepției deteriorate a acestora asupra riscului asociat creditelor acordate companiilor și populației, și pe de altă parte, menținerea

cererii scăzute de credite, ca efect al înrăutățirii așteptărilor privind veniturile viitoare ale potențialilor beneficiari de împrumuturi și al creșterii costurilor aferente creditelor, inclusiv datorită deprecierei anterioare a leului. Previziunile nefavorabile privind parametrii ofertei, dar și cei ai cererii de credite ar putea fi, însă, la rândul lor parțial infirmate în condițiile în care, în pofida scăderii graduale a stocului creditului în lei și a celui în valută<sup>85</sup> consemnate în primul trimestru al anului 2009, în luna februarie dar mai ales în martie fluxul de credite noi<sup>86</sup> acordate companiilor și populației a înregistrat creșteri, deși durabilitatea acestei evoluții este incertă; totodată, trendul crescător al ratelor dobânzilor aplicate creditelor a fost stopat, unele bănci inițiind recent reducerea acestora. Pe deasupra, ușoara relaxare indusă astfel condițiilor de creditare ar putea fi accentuată de către instituțiile de credit în următoarele luni ca urmare a intrării în vigoare începând cu perioada de aplicare 24 mai – 23 iunie 2009 a măsurii de reducere de la 40 la sută la zero la sută a ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele bancare în valută cu scadența reziduală mai mare de doi ani.

Este însă de așteptat ca, cel puțin pe termen scurt, procesul creditării să rămână anemic, în special pe segmentul creditelor acordate populației, și să catalizeze astfel scăderea înclinației spre consum ce pare a se fi inițiat de curând. Producerea unei asemenea schimbări la nivelul comportamentului de consum este sugerată de reducerea neașteptat de abruptă consemnată de cererea de consum, necorelată cu evoluția recentă a ritmului anual de creștere a venitului disponibil – care s-a menținut relativ înalt – și cu ponderea deținută de credite în sursele de finanțare ale populației; un alt indiciu îl reprezintă creșterea consecventă a depozitelor bancare ale persoanelor fizice, în pofida semnificativei amplificări a serviciului datoriei bancare al acestora. În aceste condiții, ajustarea drastică a consumului ar putea fi pusă, mai degrabă, pe seama creșterii puternice a temerilor populației privind evoluția veniturilor viitoare și capacitatea acesteia de a-și rambursa creditele anterior contractate – afectată semnificativ de majorarea ratelor dobânzilor și de deprecierea leului.

Continuarea pe acest fond a contracției consumului, precum și manifestarea efectelor de bilanț ale ratelor dobânzilor și ale slăbirii monedei naționale vor afecta și activitatea curentă și investițională a companiilor, dar posibil, în mod indirect, și situația sistemului bancar. Astfel, probabilitatea ca serviciul datoriei bancare să excedă capacitatea de plată a unor debitori – persoane fizice dar posibil și companii – este în creștere, ceea ce induce riscuri semnificative la adresa calității portofoliului de credite al unor bănci.

---

<sup>85</sup> Exprimat în euro.

<sup>86</sup> Conform datelor CRB.

Perspectiva dinamicii investițiilor este totuși deosebit de incertă, în condițiile în care, pe de o parte, ritmul activității de construcții este în descreștere, cererea de consum internă și externă continuă să se restrângă, ca de altfel și resursele de finanțare proprii și împrumutate, iar, pe de altă parte, dinamica investițiilor străine directe s-a menținut ridicată în primele două luni ale anului, iar autoritățile și-au asumat prin rectificarea bugetară recent aprobată sporirea substanțială a cheltuielilor cu investițiile publice și creșterea volumului fondurilor europene absorbite. Îngrijorător este faptul că o continuare a scăderii rapide a investițiilor ce s-ar putea produce pe termen scurt ca urmare a dominanței acțiunii factorilor contracționiști ar avea drept consecință reducerea potențialului de creștere a economiei în următorii ani.

În acest context, o altă sursă de risc o reprezintă constrângerile pe care le-ar putea exercita asupra implementării programelor de investiții publice potențiala insuficientă întărire a politicii cheltuielilor bugetare cu salariile și achizițiile de bunuri și servicii. Riscul a fost însă semnificativ diminuat de angajamentele asumate recent de autorități în cadrul acordului încheiat cu FMI-UE-IFI. Sporirea, inclusiv din această perspectivă, a restrictivității consumului guvernamental și a politicii salariilor din sectorul bugetar, care să se concretizeze într-o reducere a deficitului bugetar, dar mai ales a deficitului dintre economisire și investiții, este esențială pentru refacerea încrederii mediului internațional în perspectivele economiei românești și implicit pentru minimizarea costurilor economice și sociale interne ale severei și prelungitei crize economice și financiare globale.

De asemenea, prin inițierea în acest an a corecției fiscale s-ar preveni creșteri ulterioare ale magnitudinii, duratei și implicit ale costurilor procesului de ajustare macroeconomică, în condițiile în care aceasta ar contribui la sustenabilitatea politicii fiscale și implicit la ameliorarea perspectivelor economiei românești; în plus, astfel s-ar amplifica șansele României de a adopta euro conform calendarului asumat de autorități. Și consecințele imediate ale unei asemenea acțiuni ar fi favorabile, constând în slăbirea persistenței inflației de bază, ameliorarea așteptărilor privind evoluția prețurilor, reducerea costurilor finanțării deficitului bugetar, precum și în relativa stabilizare a cursului de schimb, de natură să susțină procesul dezinflației și stabilitatea financiară; o reamplificare temporară a presiunilor în sensul deprecierei monedei naționale nu este însă exclusă în ipoteza – totuși mai puțin probabilă – a repetării unor episoade de deteriorare a apetitului global pentru risc și a percepției investitorilor asupra perspectivelor economiei naționale sau a economiilor din regiune.

Având în vedere ameliorarea prognozei inflației pe termen mediu, precum și perspectiva continuării ajustării ordonate a dezechilibrului extern în condițiile implementării măsurilor de politică economică convenite prin acordul încheiat cu FMI-UE-IFI, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 6 mai 2009 reducerea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 9,50 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea utilizării active a operațiunilor de piață monetară în vederea gestionării adecvate a lichidității din sistemul bancar. În același timp, s-a decis menținerea nivelului ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și al celei aplicabile celorlalte pasive în valută ale instituțiilor de credit, în condițiile în care, potrivit deciziei Consiliului de administrație al BNR din 31 martie 2009, începând cu perioada de aplicare 24 mai – 23 iunie 2009, rata rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută cu scadență reziduală mai mare de doi ani va fi zero. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reiterat faptul că asigurarea consolidării dezinflației și a stabilității financiare reclamă implementarea fermă și consecventă a *mix*-ului de politici economice – monetară, fiscală, de venituri –, precum și a reformelor structurale convenite.