



**Banca Națională a României**

# **RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI**

**Noiembrie 2011**

**Anul VII, nr. 26**

**Serie nouă**

## **NOTĂ**

*Unele dintre datele statistice au caracter provizoriu, urmând a fi revizuite în publicațiile ulterioare.*

*Sursa datelor statistice utilizate la realizarea graficelor și a tabelelor a fost indicată numai atunci când acestea au fost furnizate de alte instituții.*

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

*Banca Națională a României*

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

## ***Cuvânt înainte***

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

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

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

*Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 2 noiembrie 2011 și include informațiile disponibile până la data de 26 octombrie 2011.*

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

## Lista abrevierilor

<b>ACIS</b>	Autoritatea pentru Coordonarea Instrumentelor Structurale
<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>CE</b>	Comisia Europeană
<b>CNP</b>	Comisia Națională de Prognoză
<b>COICOP</b>	clasificarea consumului individual pe destinații
<b>CRB</b>	Centrala Riscurilor Bancare
<b>DAE</b>	dobânda anuală efectivă
<b>DG ECFIN</b>	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
<b>Eurostat</b>	Oficiul de Statistică al Comunităților Europene
<b>IAPC</b>	indicele armonizat al prețurilor de consum
<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>MADR</b>	Ministerul Agriculturii și Dezvoltării Rurale
<b>MFP</b>	Ministerul Finanțelor Publice
<b>ON</b>	<i>overnight</i>
<b>PIB</b>	Produsul Intern Brut
<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>UE</b>	Uniunea Europeană
<b>VAB</b>	valoarea adăugată brută
<b>1W</b>	o săptămână
<b>1M</b>	1 lună
<b>3M</b>	3 luni
<b>6M</b>	6 luni
<b>12M</b>	12 luni

# *Cuprins*

<b>I. SINTEZĂ .....</b>	<b>7</b>
<b>II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI .....</b>	<b>11</b>
<b>III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE.....</b>	<b>15</b>
<b>1. Cererea și oferta .....</b>	<b>15</b>
1.1. Cererea .....	16
1.2. Oferta .....	19
<b>2. Piața muncii .....</b>	<b>20</b>
<b>3. Prețurile de import și prețurile de producție.....</b>	<b>22</b>
<b>IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE .....</b>	<b>25</b>
<b>1. Politica monetară.....</b>	<b>25</b>
<b>2. Piețe financiare și evoluții monetare .....</b>	<b>28</b>
2.1. Ratele dobânzilor .....	28
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital.....	30
2.3. Moneda și creditul .....	31
<b>V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI.....</b>	<b>33</b>
<b>1. Scenariul de bază.....</b>	<b>35</b>
1.1. Ipoteze externe.....	35
1.2. Perspectivele inflației.....	35
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție .....	37
1.4. Riscuri asociate proiecției.....	42
<b>2. Evaluarea de politică monetară .....</b>	<b>43</b>



## I. SINTEZĂ

---

### *Evoluția inflației și cauzele acesteia*

Rata anuală a inflației IPC a revenit la sfârșitul trimestrului III 2011 în interiorul intervalului de variație din jurul țintei centrale, situându-se la nivelul de 3,45 la sută, cu 4,5 puncte procentuale sub cel atins la sfârșitul trimestrului II și cu 1,3 puncte procentuale sub nivelul prognozat în Raportul asupra inflației din luna august 2011. Reducerea substanțială a ratei anuale a inflației în trimestrul III a fost cu precădere rezultatul a doi factori, a căror acțiune a fost susținută de menținerea unui ansamblu adecvat al condițiilor monetare reale în sens larg. Primul factor, anticipat de BNR și inclus în scenariile de bază ale proiecțiilor anterioare, a fost epuizarea în mare parte a efectului de runda întâi al majorării la 1 iulie 2010 a cotei TVA. Al doilea factor, ale cărui intensitate și durată de manifestare au fost mai pronunțate decât se anticipase, l-a reprezentat deflația înregistrată în lunile iunie-septembrie pe segmentul produselor alimentare cu prețuri volatile (LFO).

Oferta abundentă de produse alimentare neprelucrate datorată producției agricole bogate, suprapusă persistenței deficitului de cerere, a creat circumstanțe deosebit de favorabile dezinflației la nivelul prețurilor de consum în cursul trimestrului III, corectând astfel creșterile de prețuri ale produselor alimentare ce au afectat negativ perspectivele inflației în prima jumătate a anului curent. Declinul mai rapid decât cel anticipat al prețurilor LFO a fost principala sursă a abaterii ratei inflației de la valoarea prognozată cu un trimestru în urmă. Efectele induse de oferta agricolă abundentă au început să se manifeste și asupra evoluției prețurilor alimentelor procesate incluse în indicele CORE2 ajustat<sup>1</sup>, a căror corecție, așteptată să continue, a fost însă temperată de unele majorări ale costurilor de producție ale producătorilor industriali (gaze naturale).

În ceea ce privește prețurile administrate, cele ale combustibililor și respectiv ale produselor din tutun, dezinflația observată la nivelul ratelor anuale a fost determinată preponderent de efectul de bază asociat majorării cotei TVA, chiar dacă și variațiile trimestriale indică o ușoară temperare a presiunilor inflaționiste generate de aceste componente ale IPC.

La sfârșitul trimestrului III, rata anuală a inflației CORE2 ajustat s-a situat cu 2 puncte procentuale sub nivelul consemnat în luna iunie (2,7 la sută față de 4,7 la sută), aceasta rămânând însă superioară nivelului inflației de bază înregistrat înaintea majorării cotei TVA. Disiparea în mare parte a efectelor de runda întâi ale majorării cotei TVA, șocul favorabil de ofertă de pe piața produselor alimentare și persistența situației cererii agregate sub nivelul PIB potențial au contribuit la această reducere. În același sens a acționat și ajustarea în jos a anticipațiilor privind inflația, însă într-o măsură limitată de caracterul predominant adaptiv al acestora, implicând înglobarea încă incompletă a informațiilor privind șocurile favorabile de ofertă din acest interval.

Conform datelor aferente perioadei iulie-august 2011, pe parcursul trimestrului III salariile brute în industrie au avut o dinamică anuală mai rapidă decât cea a productivității muncii, conducând la creșterea în această perioadă a costurilor unitare cu forța de muncă. Volatilitatea ridicată a producției din ultimele luni face însă dificilă evaluarea măsurii în care aceste evoluții au afectat corelația dintre dinamica productivității muncii și cea a costurilor salariale, a cărei respectare este o condiție necesară pentru evitarea acumulării unor presiuni inflaționiste din partea costurilor.

---

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

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

În ședința din 3 august 2011, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an. Decizia a vizat asigurarea în continuare a unui ansamblu al condițiilor monetare reale în sens larg adecvat consolidării convergenței ratei inflației către țintele stabilite pe termen mediu. Consiliul de administrație a subliniat necesitatea ancorării ferme a anticipațiilor inflaționiste în contextul riscurilor semnificative la adresa inflației asociate incertitudinilor privind perspectivele crizei datoriilor suverane, prețurilor internaționale ale materiilor prime și prețurilor administrate.

Ulterior deciziei de politică monetară din data de 3 august, certificarea statistică a începerii disipării efectului de runda întâi al creșterii cotei TVA și consolidarea perspectivelor unei recolte agricole deosebite au confirmat existența premiselor favorabile pe termen scurt pentru revenirea ratei inflației în interiorul intervalului de variație din jurul țintei centrale. Pe de altă parte, dincolo de orizontul apropiat, riscurile asociate potențialelor șocuri adverse de natura ofertei, din surse externe sau interne, persistau, iar amânarea repetată a conturării unei soluții consensuale în ceea ce privește criza datoriilor suverane a continuat să implice posibilitatea unui scenariu nefavorabil extrem.

Evaluând balanța riscurilor asociate perspectivei pe termen mediu a inflației ca fiind înclinată semnificativ în sensul unor evoluții nefavorabile, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 29 septembrie 2011 să păstreze rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an.

### ***Perspectivile inflației***

Proiecția actualizată prevede menținerea ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație din jurul țintei centrale (stabilită la 3 la sută pentru 2011 și 2012 și la 2,5 la sută începând din 2013) pe cvasitotalitatea intervalului de referință.

În trimestrul II 2011, majorarea în termeni anuali a PIB real a continuat într-un ritm ușor decelerat. Proiecția BNR anticipează o creștere economică temporară mai rapidă în termeni trimestriali și anuali în trimestrul III, datorită aportului substanțial al sectorului agricol, urmată de revenirea la ritmuri moderate. O accelerare modestă în 2012 comparativ cu 2011 este prevăzută pe seama creșterii cererii interne de consum și investiții, în timp ce contribuția cererii externe este de așteptat a fi mai redusă decât în anul curent. Această configurație a factorilor creșterii PIB implică o majorare moderată a deficitului de cont curent al balanței de plăți până la sfârșitul perioadei de referință, anticipată a nu genera presiuni inflaționiste semnificative din perspectiva cursului de schimb al monedei naționale. Presiunile dezinflaționiste exercitate de persistența deficitului de cerere se vor diminua treptat, fără a se epuiza însă până la orizontul proiecției.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2011 la nivelul de 3,3 la sută, cu 1,3 puncte procentuale sub cel anticipat în Raportul asupra inflației din luna august 2011. Pentru sfârșitul anului 2012 se prevede o rată a inflației situată la nivelul țintei centrale, de 3 la sută, cu 0,5 puncte procentuale sub valoarea proiectată anterior.

Proiecția prevede continuarea reducerii ratei anuale a inflației IPC, după scăderea substanțială înregistrată în trimestrul III 2011, cu atingerea minimului pe intervalul de prognoză în trimestrul I 2012. După consumarea unui efect statistic de bază nefavorabil în trimestrul III 2012, se anticipează menținerea, până la orizontul proiecției, a ratei anuale a inflației IPC la valori situate



în jurul nivelului de 3 la sută. Pentru rata inflației CORE2 ajustat se anticipează o tendință de relativă stabilizare, la niveluri apropiate de 2 la sută, începând cu trimestrul I 2012.

Revizuirea substanțială în jos a prognozei ratei anuale a inflației IPC pentru sfârșitul anului 2011 se datorează în principal contribuției mult mai favorabile decât cea proiectată anterior a dinamicii prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare (legume și fructe), pe seama șocului pozitiv de ofertă agricolă din acest an. La aceasta se adaugă influența favorabilă de mai mică amploare datorată proiecției componente CORE2 ajustat a indicelui IPC, în sens contrar contribuind ajustarea în sus a scenariului de creștere a prețurilor administrate. Revizuirea ratei proiectate a inflației IPC la sfârșitul anului 2012 a fost determinată în primul rând de reducerea mai rapidă decât cea prevăzută în raportul din luna august a inflației CORE2 ajustat.

Proiecția curentă plasează traiectoria inflației CORE2 ajustat în întregime sub cea din proiecția precedentă. Aceasta se datorează proiectării, pe întregul interval de referință, a unor anticipații privind inflația mai reduse și a unui deficit de cerere mai accentuat în termeni relativi, în principal pe fondul evoluțiilor adverse ale mediului extern. Dinamica anticipată a prețurilor de import este, comparativ cu proiecția anterioară, mai puțin favorabilă dezinflației în prima parte a perioadei de referință și mai favorabilă în cea de-a doua parte.

Banca centrală va urmări calibrarea traiectoriei ratei dobânzii de politică monetară pentru ajustarea condițiilor monetare reale în sens larg în scopul consolidării perspectivelor de menținere durabilă a ratei inflației în interiorul intervalului-țintă și al redresării sustenabile a procesului de creditare a economiei.

Pe termen scurt, balanța riscurilor la adresa ratei proiectate a inflației din scenariul de bază apare a fi relativ echilibrată. Pe termen mediu însă, deși într-o măsură atenuată față de runda anterioară, balanța generală a riscurilor se menține încă sensibil înclinată în sensul unor abateri nefavorabile de la scenariul de bază. Sursele potențiale ale acestora sunt evoluțiile mediului extern, conduita politicii fiscale și ajustările prețurilor administrate.

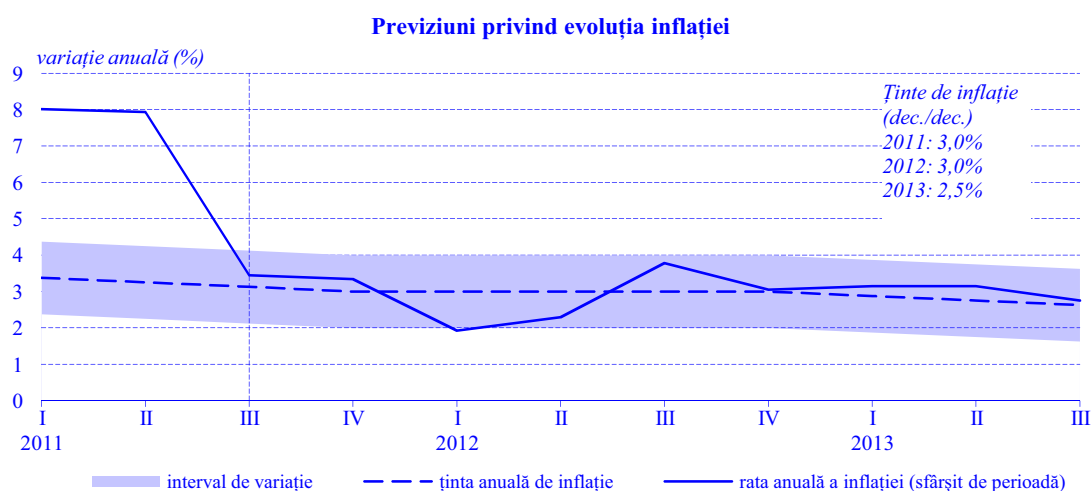
Principalele riscuri externe sunt asociate unei posibile accentuări a tensiunilor create pe piețele financiare internaționale de întârzierea soluționării crizei datorilor suverane. Un asemenea scenariu nu poate fi exclus în totalitate, în pofida suplimentării recente, în cadrul *summit*-ului zonei euro<sup>2</sup>, a pachetului de asistență financiară pus la dispoziția țărilor care manifestă asemenea vulnerabilități. Astfel, amplificarea nervozității și a aversiunii față de risc a investitorilor ar putea conduce la creșterea costurilor și reducerea accesului la surse de finanțare inclusiv pentru economiile europene din afara zonei euro, precum România. Manifestarea acestor efecte ar implica dificultăți de finanțare a deficitului bugetar, dar și a sectorului privat, reflectate în dobânzi mai înalte, precum și în presiuni asupra cursului de schimb al monedei naționale.

Un risc important de proveniență internă îl reprezintă potențialele abateri, din perspectiva calendarului electoral încărcat din anul următor, de la programul de consolidare fiscală asumat de guvern, mai ales în condițiile unei posibile modificări a corelației dintre productivitatea muncii și câștigurile salariale. Riscul unui deficit bugetar peste cel stabilit drept țintă implică apariția unor dificultăți de finanțare considerabile, cu consecințe similare celor deja menționate. Asociat acestor dificultăți de finanțare este riscul unor creșteri de prețuri administrate mai mari decât cele prevăzute în scenariul de bază.

<sup>2</sup> Desfășurat în data de 26 octombrie a.c. sub auspiciile Consiliului European.

Materializarea riscurilor menționate ar conduce la concretizarea unor scenarii macroeconomice care ar genera cu probabilitate ridicată abateri semnificative, în sus, ale ratei inflației de la traiectoria prevăzută în scenariul de bază.

În contextul macroeconomic actual, marcat de persistența unor riscuri semnificative, asigurarea echilibrului intern și extern ale economiei naționale este strict condiționată de cooperarea cu politica monetară a celorlalte componente ale setului de politici macroeconomice, prin aplicarea consecventă a programului economic de consolidare fiscală și reforme structurale stabilit în cadrul acordurilor convenite cu UE, FMI și Banca Mondială.



### Decizia de politică monetară

Date fiind perspectiva sensibil ameliorată a inflației, ce comportă menținerea ratei anuale prognozate a inflației în interiorul intervalului de variație din jurul punctului central de 3 la sută al țintelor de inflație de-a lungul anilor 2011 și 2012, dar și persistența asimetriei balanței riscurilor pe termen mediu la adresa acesteia, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 2 noiembrie 2011 reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 6,0 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

Atitudinea judicioasă a băncii centrale vizează asigurarea în permanență a unor condiții monetare reale în sens larg adecvate ancorării eficace a anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici și menținerii durabile a ratei inflației în interiorul intervalului de variație, alături de menținerea stabilității financiare – elemente care, coroborate cu aplicarea angajamentelor privind consolidarea fiscală și a reformelor structurale asumate de autoritățile din România în cadrul acordurilor de finanțare convenite cu instituțiile internaționale, sunt esențiale pentru asigurarea unei redresări sustenabile a economiei românești.

## II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

Pe parcursul trimestrului III 2011, rata anuală a inflației s-a înscris pe o traiectorie pronunțat descendentă, revenind în interiorul benzii de variație de  $\pm 1$  punct procentual corespunzătoare țintei stabilite pentru anul în curs (3 la sută), similar perioadei anterioare majorării taxei pe valoarea adăugată în luna iulie 2010. Valoarea înregistrată la sfârșitul intervalului analizat (3,45 la sută) reprezintă cel mai scăzut nivel de la începutul anilor '90, reducerea amplă față de finele trimestrului anterior (4,5 puncte procentuale) datorându-se atât disipării efectului de runda întâi al creșterii cotei TVA, cât și reflectării în prețurile de consum a rezultatelor peste medie obținute la producția vegetală. O ajustare descendentă, dar de mai mică amploare, a avut loc și la nivelul inflației măsurate pe baza indicelui CORE2 ajustat, în condițiile persistenței deficitului de cerere și ale atenuării șocurilor adverse de ofertă (materii prime non-energetice).

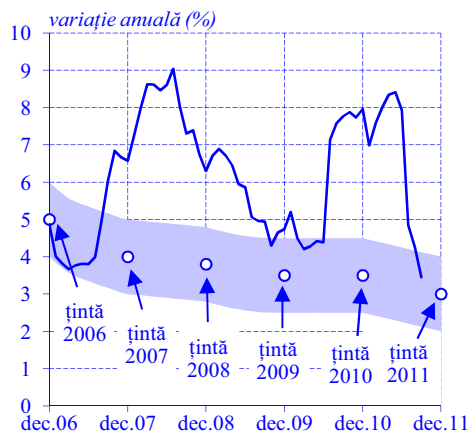
Principala sursă de temperare a presiunilor inflaționiste au continuat să o reprezinte prețurile volatile alimentare, a căror dinamică anuală a intrat în teritoriu negativ (-10,7 la sută), pe fondul unei oferte abundente pe piața autohtonă. Corecțiile majore înregistrate pe parcursul intervalului analizat au determinat eliminarea completă a avansului acumulat de la debutul celui mai recent episod inflaționist, prețurile volatile alimentare ajungând la niveluri inferioare celor din vara anului trecut. În schimb, prețul combustibililor – cealaltă componentă a grupeii prețurilor volatile – a continuat să se majoreze, reflectând deprecierea monedei naționale față de dolarul SUA (-6,3 la sută, septembrie față de iunie 2011), care a compensat influența traiectoriei predominant descendente a cotațiilor petrolului pe plan internațional<sup>3</sup>. Astfel, dinamica anuală aferentă acestei componente s-a menținut alertă (12,5 la sută), contribuind cu 1 punct procentual la rata inflației.

Un sfert din rata anuală a inflației înregistrată la finele trimestrului III 2011 se datorează variației anuale a prețurilor administrate (5,2 la sută), determinată în principal de ajustările anterioare ale tarifelor energiei electrice și termice<sup>4</sup> și de creșterea tarifelor serviciilor comunale în perioada analizată (9 la sută în septembrie față de iunie 2011); chiar dacă în luna august s-a produs și o majorare semnificativă a tarifelor la transportul feroviar de călători (18 la sută) și la transportul cu metroul (16 la sută, în medie), cu scopul de a echilibra situația financiară a companiilor prestatoare

<sup>3</sup> Prețul petrolului Brent a scăzut la 110,9 dolari SUA pe baril în luna septembrie 2011 de la 113,9 dolari SUA pe baril în luna iunie, în principal ca urmare înrăutățirii perspectivelor de creștere economică globală.

<sup>4</sup> Rata anuală a inflației în cazul energiei termice încorporează încă efectul de runda întâi al creșterii cotei TVA, întrucât furnizarea serviciilor a început în luna octombrie 2010.

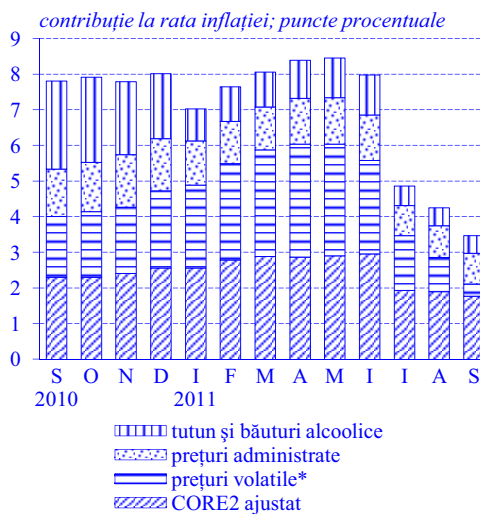
**Evoluția inflației**



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

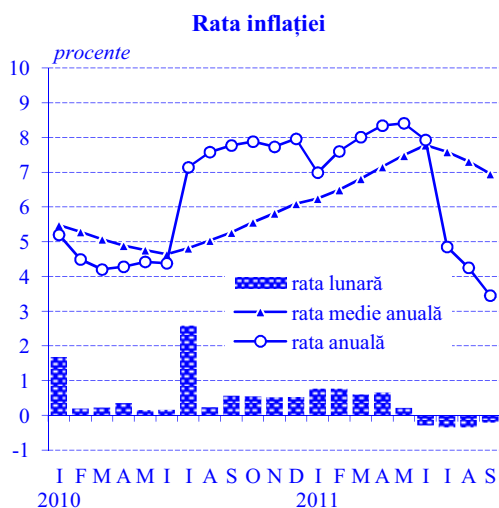
Sursa: INS, calcule BNR

**Rata anuală a inflației**

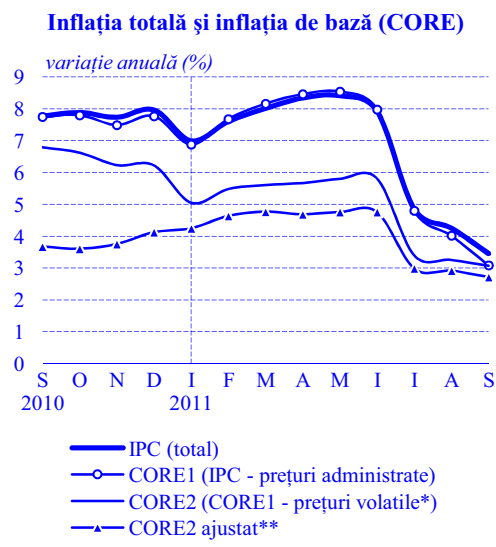


\*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

Sursa: INS, calcule BNR



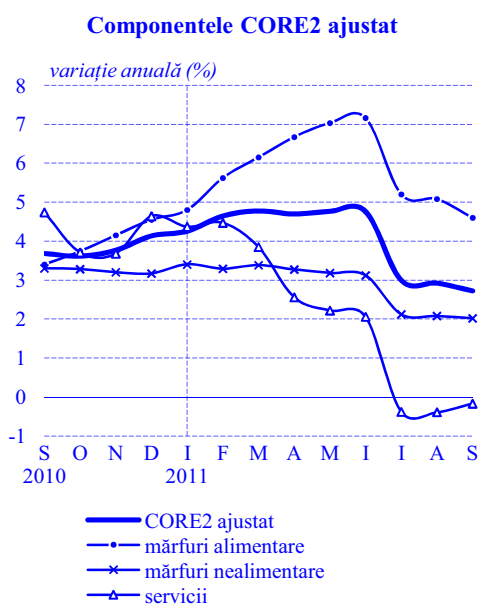
Sursa: INS



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

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

Sursa: INS



Sursa: INS, calcule BNR

de astfel de servicii, impactul acestei măsuri asupra ratei anuale a inflației a fost minor.

Variația anuală a prețurilor produselor din tutun a coborât la 6,4 la sută în septembrie față de 15,2 la sută în iunie, exclusiv pe seama efectului de bază asociat majorării cotei TVA, amplificat de creșterea implicită a nivelului accizelor<sup>5</sup>. În trimestrul III 2011, influența nefavorabilă a modificării sistemului de accizare a țigaretelor invocată de producători a fost ulterior parțial compensată de reduceri de preț operate în vederea menținerii cotei de piață.

Analiza evoluției prețurilor din perspectiva sferei de influență a politicii monetare se axează în continuare pe inflația calculată pe baza indicelui CORE2 ajustat. Această măsură s-a diminuat până la 2,7 la sută în termeni anuali, valoare ce o depășește însă pe cea înregistrată anterior modificării cotei TVA. Explicația rezidă în menținerea dinamicii prețurilor mărfurilor alimentare peste cea din vara anului trecut (ca urmare a șocurilor adverse de ofertă din perioada august 2010 – mai 2011, generate de condițiile climatice nefavorabile și de creșterea cotațiilor materiilor prime agroalimentare pe piețele internaționale), în timp ce pe segmentul mărfurilor nealimentare și pe cel al serviciilor relația de ordine este inversă.

În intervalul analizat, temperarea presiunilor inflaționiste a fost vizibilă la nivelul tuturor componentelor indicelui CORE2 ajustat, determinantă fiind trenarea cererii de consum<sup>6</sup> (reflectată în persistența deviației negative a PIB față de potențial). În cazul mărfurilor alimentare, în același sens a acționat și majorarea ofertei de produse agroalimentare atât pe piața autohtonă, cât și la nivelul producătorilor relevanți pe plan internațional. Influența celor doi factori a compensat deocamdată, în mare parte, impactul asupra costurilor de producție ale unor alimente procesate exercitat de majorarea tarifului la gazele naturale pentru producătorii industriali la 1 iulie 2011.

În mod asemănător, acțiunea factorilor de natura ofertei a fost divergentă și la nivelul prețurilor mărfurilor nealimentare incluse în măsura CORE2 ajustat. Pe de o parte, în perioada iulie-august a fost vizibilă o diminuare a ritmului anual de creștere a prețurilor interne de producție ale bunurilor de consum, cât și a celui corespunzător prețurilor externe pentru mărfuri intermediare<sup>7</sup>, în contextul detensionării piețelor externe ale principalelor materii prime. Pe de altă parte, o ușoară influență negativă asupra

<sup>5</sup> Acciza *ad valorem* se aplică prețului maxim de vânzare cu amănuntul.

<sup>6</sup> În pofida unei creșteri modice a volumului încasărilor din comerțul cu amănuntul exclusiv autovehicule și motocicletă în intervalul iulie-august 2011 față de trimestrul anterior (date ajustate sezonier), variația anuală a acestuia s-a menținut negativă (la -3,9 la sută în august 2011).

<sup>7</sup> Aproximate prin prețurile producției industriale ale UE-15 pentru piața externă.

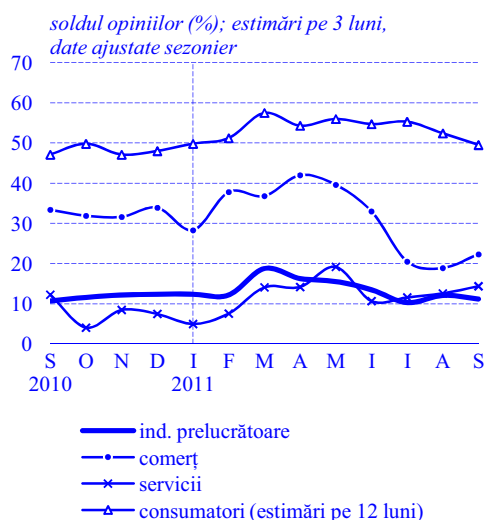
prețurilor de import a avut evoluția în termeni anuali a monedei naționale față de euro (depreciere de 0,4 la sută în luna septembrie față de o apreciere de 1,1 la sută în iunie 2011). Cu toate că deprecierea leului din ultima perioadă s-a resimțit și la nivelul prețurilor serviciilor libere în termeni lunari, în special în cazul tarifelor de telefonie și al chiriilor, această grupă a înregistrat deflație în termeni anuali pe parcursul întregului interval analizat, ca urmare a trenării cererii și pe acest segment.

Odată cu înscrierea ratei anuale a inflației pe un trend pronunțat descendent, anticipațiile inflaționiste ale consumatorilor și ale operatorilor din industria prelucrătoare, comerț și servicii<sup>8</sup> au scăzut sub nivelul înregistrat în trimestrul anterior. La nivel agregat, însă, anticipațiile inflaționiste au rămas superioare celor formulate anterior modificării cotei TVA, rigiditatea manifestată reflectând prevalența componentei adaptive în formarea acestora, dar și incertitudinea indusă de contextul economic internațional.

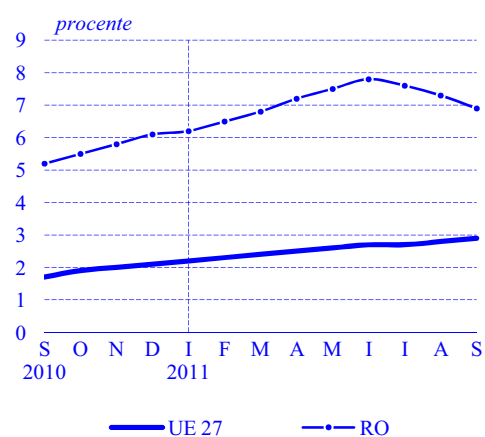
Din perspectiva criteriului privind rata inflației prevăzut de Tratatul de la Maastricht, rata medie anuală a IAPC (6,9 la sută) înregistrează în continuare un decalaj pozitiv substanțial, datorat șocurilor adverse de ofertă (modificările survenite în regimul impozitelor indirecte, evoluția cotațiilor materiilor prime și cea a prețurilor administrate). Comparativ cu luna iunie, acest ecart s-a restrâns cu 1,1 puncte procentuale, exclusiv ca urmare a evoluțiilor interne, care au contribuit în aceeași măsură și la diminuarea decalajului față de inflația medie din Uniunea Europeană (până la 4 puncte procentuale).

În luna septembrie 2011, rata anuală efectivă a inflației a fost cu 1,3 puncte procentuale inferioară proiecției prezentate în Raportul asupra inflației din luna august. Deviația față de prognoză s-a datorat în principal corecțiilor ample ale prețurilor legumelor și fructelor, pe fondul majorării ofertei de produse alimentare în contextul unui an agricol peste așteptări.

### Așteptările inflaționiste ale operatorilor economici



### Rata medie anuală a IAPC



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

## Casetă

## Impactul efectelor de bază asupra ratei anuale a inflației

Una dintre cele mai frecvent utilizate măsuri statistice pentru analiza evoluției prețurilor este reprezentată de rata anuală a inflației, folosită și de Banca Națională a României în formularea obiectivului de inflație. Prin modul de calcul, acest indicator cumulează ratele lunare ale inflației din ultimele 12 luni, ceea ce implică faptul că traiectoria acestuia este determinată atât de evoluțiile curente, cât și de cele survenite cu un an în urmă. Impactul modificărilor atipice ale prețurilor din anul precedent asupra ratei anuale a inflației poartă denumirea de „efect de bază”.

Rata anuală a inflației la un anumit moment  $t$  ( $\pi_t$ ) reprezintă modificarea procentuală a indicelui de preț cu bază fixă în momentul  $t$  ( $P_t$ ) raportat la momentul  $t - 12$ , ceea ce poate fi aproximat prin:

$$\pi_t = \left( \frac{P_t - P_{t-12}}{P_{t-12}} \right) \cdot 100 \approx [\ln(P_t) - \ln(P_{t-12})] \cdot 100$$

Modificarea ratei anuale a inflației în luna curentă față de luna anterioară este aproximativ egală cu diferența dintre rata lunară a inflației în perioada curentă și rata lunară a inflației în urmă cu 12 luni, astfel:

$$\pi_t - \pi_{t-1} \approx [\ln(P_t) - \ln(P_{t-1})] \cdot 100 - [\ln(P_{t-12}) - \ln(P_{t-13})] \cdot 100$$

Cu toate că efectele de bază se referă la contribuția modificării prețurilor în perioada de bază, în urmă cu 12 luni ( $[\ln(P_{t-12}) - \ln(P_{t-13})]$ ), la modificarea ratei anuale a inflației, identificarea acestora în practică este relativ dificilă deoarece trebuie luate în considerare doar evoluțiile atipice ale prețurilor din anul anterior. În mod uzual, se consideră atipice modificările prețurilor care deviază semnificativ de la tiparul observat pe o anumită perioadă și reflectat de media istorică, la care se adaugă influența factorilor sezonieri, precum și trendul ascendent/descendent (dacă este cazul).

Un exemplu de efect de bază favorabil este cel asociat creșterii de 13,9 la sută a prețurilor produselor din tutun în luna ianuarie 2010 ca urmare a majorării accizelor. Acesta a determinat scăderea ratei anuale a inflației pe acest segment de la 26,3 la sută în luna decembrie 2010 la 11,9 la sută în luna ianuarie 2011, în pofida creșterii prețurilor în ianuarie 2011 față de luna precedentă.

## IPC pentru produsele din tutun

variație lunară, procente

ian.10	feb.10	mar.10	apr.10	mai.10	iun.10	iul.10	aug.10	sep.10	oct.10	nov.10	dec.10	ian.11
13,87	0,6	0,01	0,04	0,02	0,02	9,47	0,52	0,02	0,02	0,01	0,1	0,85

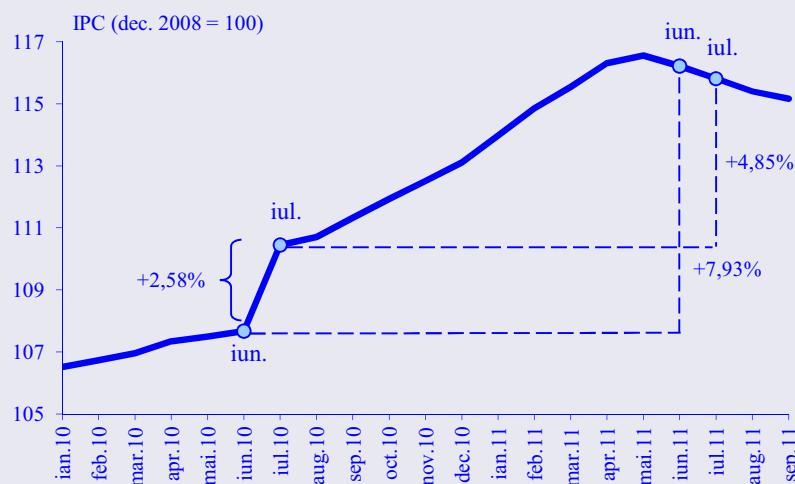
Rata anuală decembrie 2010: 26,3 la sută

Rata anuală ianuarie 2011: 11,9 la sută

Un exemplu de efect de bază nefavorabil este anticipat în partea a doua a anului 2012 pe segmentul legumelor, pe măsură ce se elimină din perioada de calcul al inflației anuale lunile iunie-septembrie 2011, în care s-au consemnat deflații sensibil superioare mediei istorice.

Un puternic efect de bază favorabil asupra ratei anuale a inflației IPC s-a manifestat în iulie 2011 ca urmare a eliminării din perioada de calcul a lunii iulie a anului trecut, în care s-au înregistrat creșteri de preț semnificative pe fondul majorării cotei TVA. Astfel, se estimează că reducerea inflației anuale de la 7,93 la sută în iunie 2011 la 4,85 la sută în iulie 2011 se datorează în proporție de circa 77 la sută efectului de bază asociat majorării cotei TVA.

## Efectul de bază al majorării TVA asupra IPC



Sursa: INS, calcule BNR



### III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

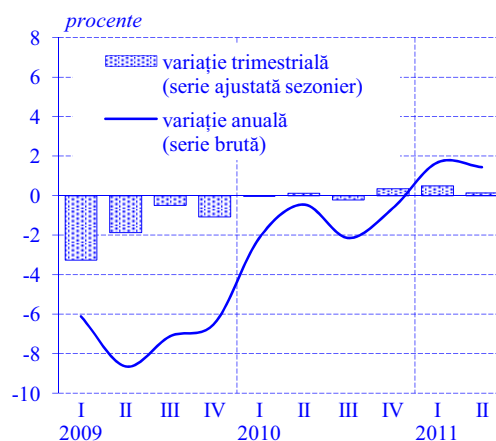
#### 1. Cererea și oferta

În trimestrul II 2011 PIB real s-a majorat cu 1,4 la sută<sup>9</sup>, nivel inferior cu 0,3 puncte procentuale celui înregistrat în intervalul precedent, în principal ca urmare a decelerării de ritm din perioada curentă (până la +0,2 la sută, variație trimestrială<sup>10</sup>).

La nivelul dinamicii anuale, ecartul dintre rezultatele efective și proiecția benchmark realizată în luna iunie 2011 a fost semnificativ (+0,9 puncte procentuale), însă explicația este furnizată aproape în exclusivitate de caracteristicile seriei ajustate sezonier publicate de INS. Deși revizuită integral, această serie continuă să genereze rate anuale semnificativ diferite de cele corespunzătoare seriei brute (-0,9 puncte procentuale în trimestrul I 2011 și -0,6 puncte procentuale în trimestrul II). În ceea ce privește variația trimestrială, diferența „nivel efectiv – nivel proiectat” a fost de -0,2 puncte procentuale și s-a datorat unor evoluții mai slabe decât cele anticipate în cazul producției industriale și al vânzărilor cu amănuntul.

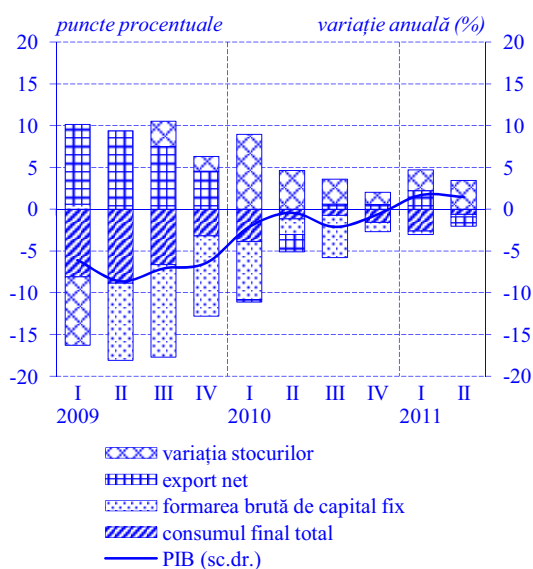
Similar trimestrului I, analiza evoluției economice din perspectiva cererii relevă faptul că segmentele cu influență decisivă asupra dinamicii PIB real – atât în termeni anuali, cât și trimestriali – au fost cele cu conținut economic minim, respectiv „variația stocurilor” și „discrepanța statistică”. Astfel, potrivit datelor preliminare de conturi naționale, creșterea anuală a PIB în trimestrul II nu a fost susținută nici de segmentele majore ale absorbției interne – consumul final și formarea brută de capital fix au continuat să se restrângă, chiar dacă într-un ritm mai lent –, nici de cererea externă netă, în condițiile în care frânarea ratei de creștere a exporturilor de bunuri și servicii până la un nivel inferior celei aferente importurilor a generat o valoare negativă a contribuției exportului net. Practic, avansul anual al PIB în trimestrul II a fost imprimat de dublarea poziției „variația stocurilor”. În ceea ce privește evoluția seriei trimestriale a PIB real, influența favorabilă exercitată de ușoara redresare a consumului final și a investițiilor față de intervalul anterior a fost anihilată de înrăutățirea situației sectorului extern, astfel încât aportul determinant la dinamica trimestrială a revenit discrepanței statistice.

Produsul Intern Brut real



Sursa: INS

Contribuția componentelor cererii la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

<sup>9</sup> În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum, determinate pe baza seriilor de date neajustate.

<sup>10</sup> Evoluțiile curente indică modificări față de trimestrul anterior și sunt calculate pe baza seriilor ajustate sezonier.

Pe partea ofertei, temperarea ratei anuale de creștere a PIB real în trimestrul II s-a datorat industriei, în contextul trenării cererii atât pe piața internă, cât și pe piețele de export. Evoluțiile din perioada curentă indică agricultura drept sectorul a cărui performanță (revenire pe trend ascendent) a generat creșterea economică în termeni trimestriali, în timp ce rezultatele înregistrate de restul sectoarelor economice s-au contrabalansat (creștere a VAB în servicii, dar contracție în industrie și construcții).

### 1.1. Cererea

În trimestrul II, cererea de consum și-a temperat de patru ori ritmul anual de scădere comparativ cu intervalul anterior (până la -0,7 la sută), contribuții în acest sens revenind atât segmentului privat, cât și celui guvernamental. Consumul final al populației s-a redus cu 0,7 la sută (față de -1,7 la sută în trimestrul I). Restrângerea în continuare a venitului disponibil al populației<sup>11</sup>, menținerea gradului ridicat de îndatorare și apelul în scădere la finanțare bancară<sup>12</sup> s-au reflectat într-o nouă contracție a cumpărărilor din rețeaua de comerț și prestări de servicii; această traiectorie a fost, totuși, atenuată de revigorarea autoconsumului populației și a achizițiilor de pe piața țărănească, pe fondul rezultatelor pozitive din agricultură.

Din perspectiva influenței asupra inflației, evoluțiile curente ale volumului cifrei de afaceri din comerț în cazul produselor cu reprezentativitate ridicată în coșul de consum relevă în continuare absența unor presiuni din partea cererii, în condițiile în care volumul achizițiilor de bunuri de uz curent, cu excepția carburanților<sup>13</sup>, a fost ușor mai scăzut comparativ cu cel corespunzător intervalului ianuarie-martie.

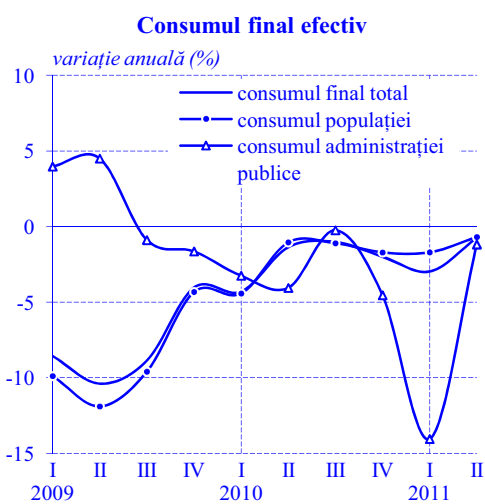
În ceea ce privește piețele de proveniență a bunurilor de consum, trimestrul II a înregistrat o creștere a cotei de piață a produselor de fabricație străină. Concluzia este sugerată de majorarea volumului fizic al importurilor la această grupă de bunuri<sup>14</sup> (chiar o accelerare de ritm, în cazul bunurilor de uz curent), în timp ce vânzările de produse autohtone, estimate pe baza volumului cifrei de afaceri aferente producției industriale pentru piața internă, fie au continuat

<sup>11</sup> Aproximat prin suma dintre veniturile din salarii, transferurile sociale (asigurări sociale de stat, asigurări de șomaj și de sănătate) și fluxurile din exterior sub forma remiterilor din munca în străinătate și a transferurilor curente private de la nerezidenți.

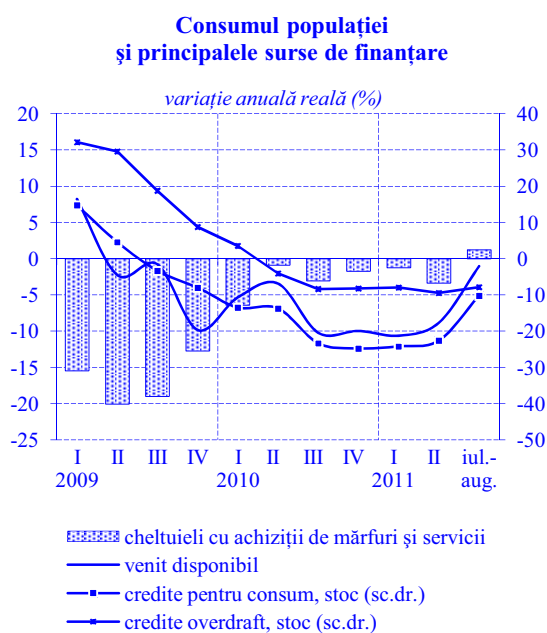
<sup>12</sup> Soldul creditelor de consum s-a redus cu circa 30 la sută pe componenta „lei” (variație reală) și cu aproape 7 la sută pe componenta „euro”. O traiectorie descrescătoare au consemnat și creditele *overdraft*.

<sup>13</sup> În trimestrul II, aceste cheltuieli au cumulat peste 56 la sută din cheltuielile totale de consum ale populației.

<sup>14</sup> Modificările volumului fizic al exporturilor și importurilor de bunuri au fost calculate pe baza datelor din balanța de plăți, deflate cu indicii trimestriali ai valorii unitare în comerțul internațional. Pentru analiza în structură s-a utilizat Nomenclatorul Combinat.



Sursa: INS



Sursa: INS, MFP, calcule BNR



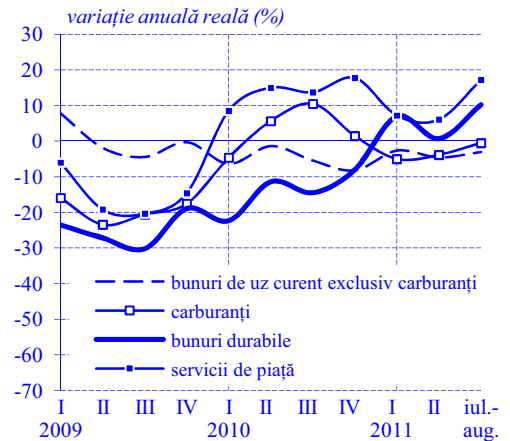
să se restrângă (-0,7 la sută în cazul bunurilor de uz curent; -13,3 la sută în cazul durabilelor cu excepția autovehiculelor), fie au înregistrat un avans mult mai lent decât cel al importurilor (de aproape trei ori, în cazul autovehiculelor).

Consumul final guvernamental și-a atenuat semnificativ ritmul de scădere (de la -14 la sută la -1,2 la sută, variații anuale), evoluție care a determinat estomparea influenței negative exercitate de această componentă asupra dinamicii PIB (până la -0,1 puncte procentuale).

În trimestrul II 2011, bugetul general consolidat a înregistrat un deficit de 6 069 milioane lei<sup>15</sup> (echivalent cu 1,1 la sută din PIB<sup>16</sup>), acesta continuând să se plaseze la un nivel sensibil inferior celui consemnat în perioada similară a anului anterior (9 593 milioane lei<sup>17</sup>, echivalentul a 1,9 la sută din PIB). Diminuarea deficitului bugetar s-a datorat atât continuării creșterii<sup>18</sup> veniturilor – într-un ritm mai lent însă decât în trimestrul precedent (0,7 la sută, față de 2,5 la sută) –, cât și, mai ales, accentuării contracției cheltuielilor bugetare (-7,5 la sută, comparativ cu -5,8 la sută în precedentele trei luni), preponderent a celor primare. Această evoluție a fost în principal consecința menținerii tendinței descendente a dinamicilor cheltuielilor de personal (-23,5 la sută), a celor cu asistența socială (-9,5 la sută) și a sumelor alocate pentru „alte transferuri” (-19,3 la sută); o influență opusă ca sens au avut cheltuielile de capital, care și-au accelerat creșterea (29,1 la sută, față de 4,1 la sută în trimestrul anterior).

O temperare a ratei anuale de scădere a consemnat și formarea brută de capital fix (de la -2,2 la -1,4 la sută în trimestrul II), însă evoluția surselor majore de finanțare a investițiilor și analiza principalelor tipuri de investiții realizate conturează imagini divergente. Astfel, pe de o parte, încetinirea declinului cererii de investiții pare să aibă susținere din partea fondurilor împrumutate de sectorul corporatist, a investițiilor străine directe și a resurselor bugetare – (i) ușoară dinamizare a volumului creditelor acordate companiilor atât pentru achiziții de echipamente, cât și pentru investiții imobiliare<sup>19</sup>, (ii) triplarea ritmului de creștere a fluxurilor nete de capital sub forma investițiilor străine directe ale nerezidenților, aferente ultimelor patru trimestre, până la circa

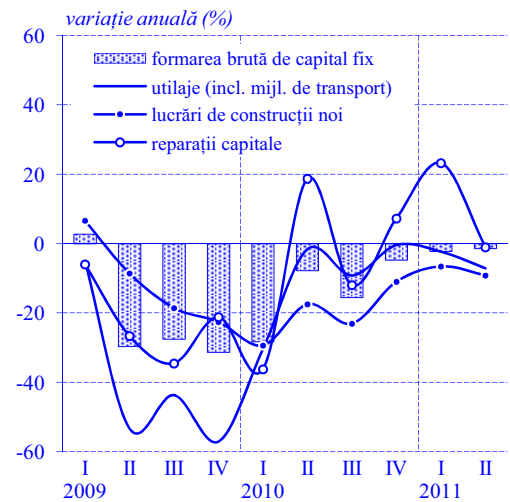
### Achiziții de mărfuri și servicii\*



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

Sursa: INS, calcule BNR

### Investiții realizate



Sursa: INS, calcule BNR

<sup>15</sup> Datele preliminare publicate de MFP cu privire la nivelul deficitului bugetului general consolidat pentru perioada ianuarie-iunie 2011 (11 260 milioane lei) relevă astfel respectarea plafonului convenit cu FMI pentru primul semestru al acestui an (12 600 milioane lei).

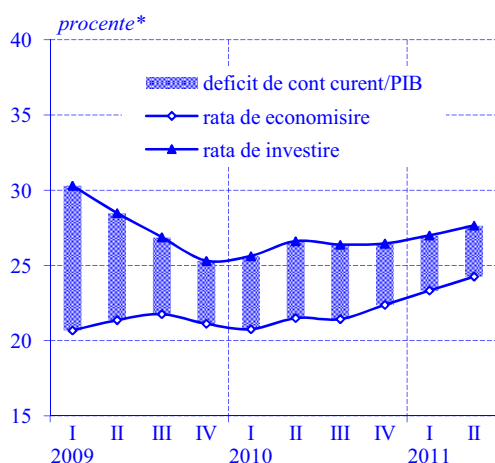
<sup>16</sup> Pentru analiză au fost folosite datele operative publicate de MFP privind execuția bugetară pe luna iunie 2011.

<sup>17</sup> Datele aferente execuției bugetare din 2010 au fost recalculat de către MFP pentru a asigura comparabilitatea cu cele din 2011.

<sup>18</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmurile anuale de creștere exprimate în termeni reali.

<sup>19</sup> Calcule pe baza datelor CRB.

### Rata de investire și rata de economisire

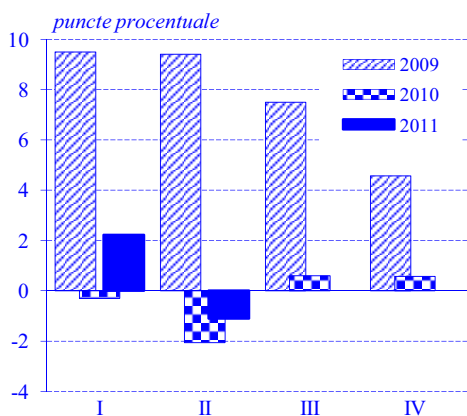


\*) media ultimelor 4 trimestre

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

Sursa: INS, calcule BNR

### Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

29 la sută, precum și (iii) intensificarea dinamicii cheltuielilor de capital alocate de la bugetul public (până la +38 la sută, variație reală), o contribuție semnificativă revenind lucrărilor de construcții în infrastructura rutieră. În ceea ce privește sectorul populației, menținerea pe trend descrescător a venitului disponibil și cvasistagnarea în termeni reali a stocului de credite pentru locuințe sugerează menținerea blocajului pe acest segment de piață.

Pe de altă parte însă, datele statistice referitoare la principalele tipuri de investiții realizate nu reflectă temperarea vitezei de scădere a formării brute de capital fix – lucrările de construcții la obiective noi și achizițiile de utilaje (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții) și-au accelerat declinul (până la -9,2 și respectiv -7,1 la sută), reparațiile capitale nu au mai repetat performanța din trimestrul I (-1 la sută, față de +23,2 la sută), iar volumul aferent poziției „alte investiții” (reprezentând, în principal, cheltuieli de capital efectuate în agricultură și cheltuieli pentru serviciile aferente transferului de proprietate) s-a redus cu 24,5 la sută față de trimestrul II 2010. În aceste condiții, singurul factor care ar putea justifica atenuarea pantei descendente a cererii de investiții constă într-o revigorare a segmentului informal, respectiv a activității nedeclarate în domeniul construcțiilor.

Dintre componentele cererii, trimestrul II a consemnat un avans în termeni reali numai în cazul exporturilor, însă ritmul de creștere a fost de aproape patru ori mai lent decât cel din intervalul anterior (6,3 la sută), îndeosebi ca urmare a slăbirii suflului economic al principalilor parteneri externi<sup>20</sup>. Gradul ridicat de dependență a exporturilor de importuri a generat o evoluție asemănătoare și pe partea achizițiilor din străinătate, însă de intensitate mai scăzută (rată de creștere de 7,7 la sută, reprezentând jumătate din ritmul anual înregistrat în trimestrul I). În consecință, ecartul dintre ritmurile celor două componente ale tranzacțiilor externe de bunuri și servicii a devenit negativ, antrenând deteriorarea contribuției exportului net la creșterea economică (-1,1 puncte procentuale).

Încetinirea dinamicii anuale a exporturilor s-a produs cu contribuția determinantă a trei grupe de produse<sup>14</sup>, și anume „mașini și echipamente”, „metale comune” și „mijloace de transport” – pe primele două poziții s-au produs decelerări de 3-4 ori ale ritmului de creștere aferent volumului fizic, iar cea de-a treia a înregistrat, pentru prima oară în ultimele nouă trimestre, o scădere (cu circa 6 la sută).

<sup>20</sup> La nivelul UE-25, PIB real s-a majorat cu 1,7 la sută în termeni anuali, față de 2,4 la sută în trimestrul I 2011, evoluție care a antrenat decelerarea cu 3,3 puncte procentuale a dinamicii importurilor de bunuri și servicii (până la +5,3 la sută).

## 1.2. Oferta

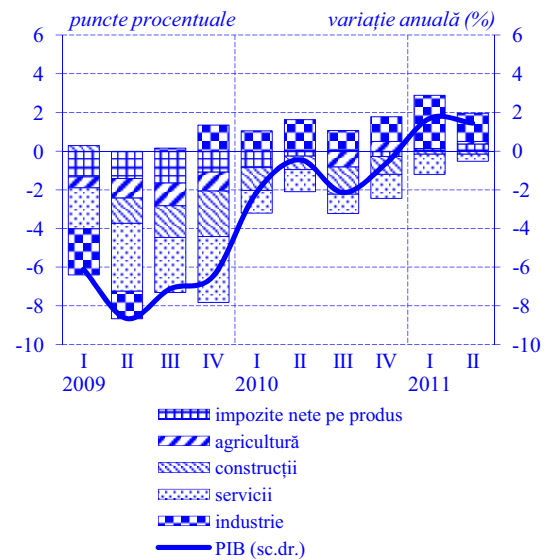
Temperarea dinamicii anuale a PIB real în trimestrul II a fost indusă de sectorul industrial, a cărui valoare adăugată brută și-a redus rata de creștere la mai puțin de jumătate din cea consemnată în primele trei luni ale anului curent (până la 4,9 la sută), evoluție atribuită decelerării de ritm observate în cazul cererii interne, dar și în cel al exporturilor. La nivelul celorlalte sectoare economice, VAB a înregistrat fie o viteză mai mică de scădere comparativ cu trimestrul I (servicii și construcții), fie o inversare de traiectorie – în cazul agriculturii (de la -0,4 la +3,4 la sută), atribuită rezultatelor favorabile pe segmentul vegetal. În plus, creșterea, pentru al doilea trimestru consecutiv, a volumului aferent VAB pe ansamblul economiei, precum și intensificarea controalelor vamale au determinat accelerarea dinamicii impozitelor nete pe produs (până la +3,1 la sută), această componentă contribuind astfel cu 0,4 puncte procentuale la avansul PIB.

Analiza în structură a producției industriale evidențiază atenuări ale pantei ascendente, în principal în industria chimică și farmaceutică, industria de mașini și echipamente, industria mijloacelor de transport rutier și de echipamente electrice, dar și o restrângere a activității în industria metalurgică. Deși o contribuție importantă a venit efectului de bază asociat redresării acestor ramuri în trimestrul II 2010, nu pot fi ignorate contracțiile de volum înregistrate în perioada curentă, în special în metalurgie și producția de mijloace de transport.

Temperarea ritmului anual de scădere a VAB aferente serviciilor (de la -2 la -0,8 la sută) s-a datorat ușoarei ameliorări a evoluției pe segmentul „activități financiare, imobiliare, închirieri și servicii pentru întreprinderi” (+0,3 la sută). O dinamică anuală pozitivă a consemnat și subsectorul „comerț, repararea automobilelor și articolelor casnice; hoteluri și restaurante; transporturi și telecomunicații”, însă rata de creștere a scăzut în intensitate (până la +0,9 la sută), în acest sens contribuind reducerea accelerată a volumului cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul, dar și întreruperea creșterii comerțului cu ridicata.

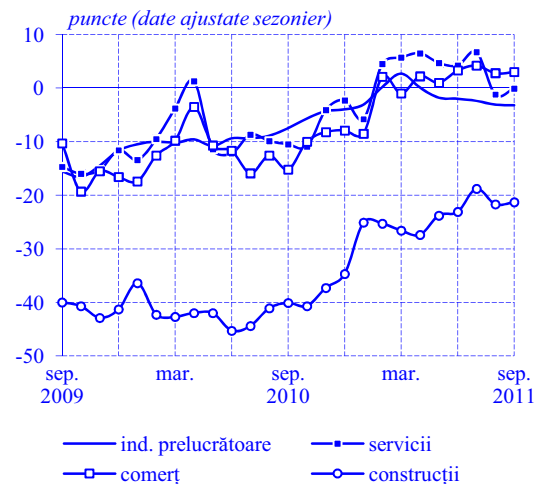
În construcții, VAB a înregistrat o nouă atenuare a vitezei de scădere (până la -1,9 la sută). Evoluția a fost susținută în principal de accelerarea de ritm pe segmentul nerezidențial (+7,9 la sută) și, în măsură mai mică, de întreruperea traiectoriei descrescătoare pe segmentul lucrărilor ingineresti. În schimb, volumul construcțiilor de locuințe și-a dublat rata anuală de scădere (până la -32,4 la sută).

**Contribuția componentelor ofertei la dinamica PIB**



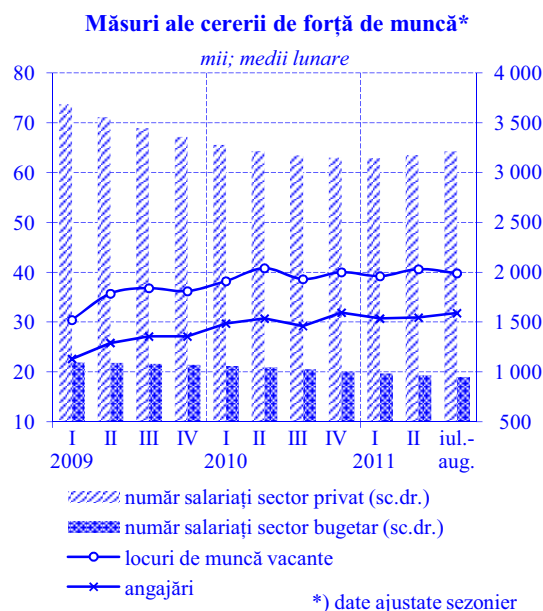
Sursa: INS, calcule BNR

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

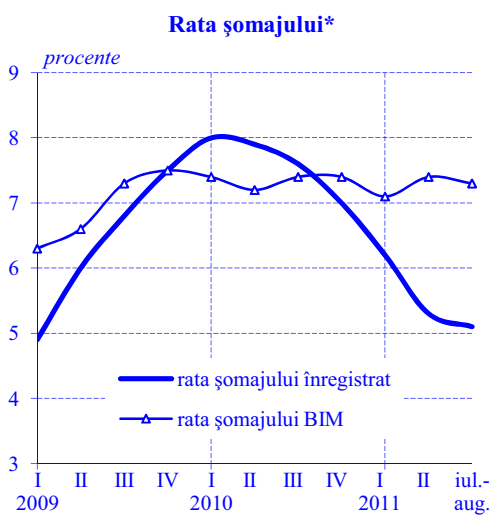


Sursa: CE-DG ECFIN

## 2. Piața muncii



Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR



\*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, calcule BNR

În intervalul iulie-august 2011, condițiile pe piața muncii au consemnat o relativă stabilizare, situație anticipată a persista în următoarea perioadă. Ritmul anual de creștere a câștigului salarial nominal net a rămas relativ constant în sectorul privat, iar accelerarea acestuia în sectorul bugetar s-a produs exclusiv pe seama unor efecte de bază. În industrie, costurile unitare cu forța de muncă au continuat să se situeze la niveluri superioare celor din anul precedent, îndeosebi în ramurile producătoare de bunuri de consum, însă persistența acestei evoluții și potențialele efecte asupra prețurilor sunt incerte, în condițiile unei volatilități ridicate a producției. Prin urmare, pe ansamblu, riscurile în sensul majorării inflației având ca sursă dezechilibre ale pieței muncii se mențin reduse.

În perioada analizată, semnalele de redresare a cererii de forță de muncă, reflectate în persistența tendinței de majorare a numărului de salariați înregistrați din sectorul privat<sup>21</sup>, nu s-au regăsit în datele ANOFM privind numărul locurilor de muncă vacante și cel al angajărilor, care s-au situat la un nivel comparabil cu cele din trimestrele anterioare. Este însă posibil ca dinamizarea absorbției de forță de muncă – favorizată de prevederile noului Cod al muncii – să se fi produs prin intermediul agențiilor de recrutare private sau prin acțiuni directe ale companiilor. Pe de altă parte, deși rata șomajului înregistrat a continuat să se restrângă (5,1 la sută față de 5,3 la sută în trimestrul II 2011), rata estimată a șomajului BIM indică o relativă stabilitate a acesteia (la circa 7,3 la sută), ceea ce presupune un număr ridicat de persoane în căutarea unui loc de muncă fie prin intermediul agențiilor de recrutare private, fie prin forțe proprii. Aceste persoane provin, probabil, atât din mediul privat, din sectorul bugetar și de la companii de stat (numărul salariaților din sectorul bugetar și-a menținut trendul descendent și au avut loc disponibilizări la companii de stat din transport), cât și din rândul persoanelor anterior inactive<sup>22</sup>. Pentru perioada septembrie-noiembrie 2011, așteptările companiilor privind gradul de ocupare<sup>23</sup> s-au deteriorat ușor în industria prelucrătoare și servicii, dar au rămas similare celor din lunile precedente în cazul companiilor din construcții și comerț.

În industrie, acțiunea unor factori conjuncturali și, ulterior, temperarea cererii externe au determinat reducerea dinamicii anuale a productivității muncii cu peste 10 puncte procentuale, în

<sup>21</sup> S-au utilizat date ajustate sezonier pentru indicatorii pieței muncii.

<sup>22</sup> Îmbunătățirea percepției consumatorilor privind șomajul începând din luna aprilie (conform sondajului INS/DG ECFIN) sugerează reducerea numărului de persoane descurajate în căutarea unui loc de muncă.

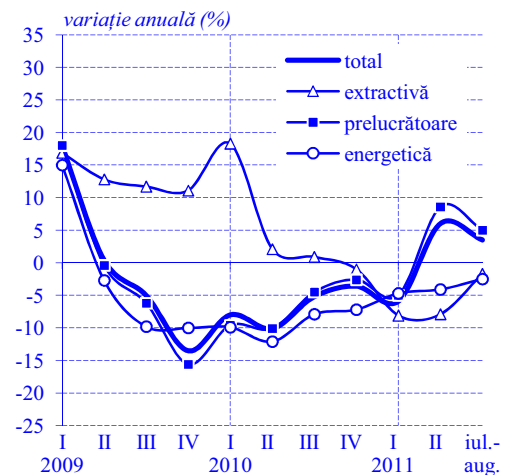
<sup>23</sup> Sondajul INS/DG ECFIN privind evoluția anticipată a numărului de salariați în următoarele trei luni.

medie, în perioada aprilie-august 2011 față de trimestrele anterioare și, implicit, deteriorarea costurilor unitare cu forța de muncă (ritm anual de 6 la sută în trimestrul II și respectiv 3,5 la sută în perioada iulie-august 2011 după aproape doi ani de valori negative). În luna august, revigorarea producției a readus costurile unitare cu forța de muncă din sectorul industrial la un nivel inferior celui din perioada similară a anului 2010, însă mișcarea s-a datorat în principal ramurilor producătoare de bunuri de capital, în ramurile producătoare de bunuri de consum dinamica anuală menținându-se în teritoriu pozitiv. Volatilitatea accentuată a producției din ultimele luni face însă dificilă izolarea trendului de influențe conjuncturale și, prin urmare, evaluarea potențialului de presiune inflaționistă a acestor evoluții (cu atât mai mult cu cât este plauzibil ca experiența parcurgerii perioadei recente de recesiune să comprime timpul de reacție în ceea ce privește corectarea dezechilibrelor prin măsuri de ajustare la nivelul schemelor de personal și/sau al salarizării).

Câștigul salarial mediu net pe economie și-a accelerat creșterea anuală de la 3,3 la sută în trimestrul II 2011 la 8,6 la sută în perioada iulie-august, sub impactul saltului consemnat de dinamica anuală a salariilor în sectorul bugetar (de la -10,2 la sută la 12,4 la sută); evoluția a fost generată exclusiv de efectul de bază asociat reducerii acestora începând cu luna iulie 2010, în condițiile în care în termeni lunari a fost vizibilă o tendință de scădere încă din luna aprilie. În sectorul privat, ritmul anual aferent salariului net a urcat la 7,9 la sută în trimestrul II 2011, în bună măsură datorită acordării primelor de Paști în luni diferite în anii 2010-2011, diminuându-se ulterior la 7,3 la sută. Variația anuală a salariului din serviciile private a rămas superioară celei din industrie (8,4 la sută comparativ cu 6,2 la sută).

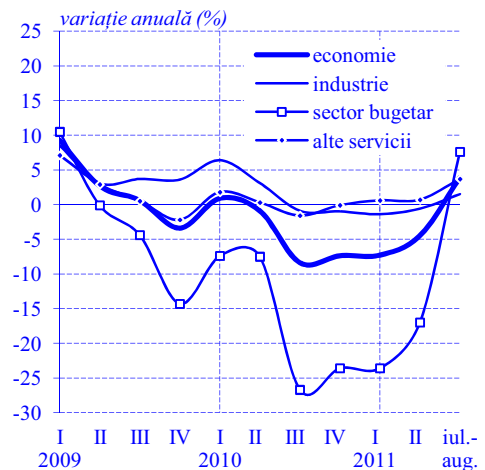
Venitul disponibil real a înregistrat în perioada analizată o atenuare semnificativă a dinamicii anuale negative (-1 la sută, față de -8,8 la sută în trimestrul II 2011), explicată însă în mare măsură prin efecte statistice asociate pachetului de măsuri de austeritate adoptat la mijlocul anului 2010. Prin urmare, din perspectiva potențialului de impulsione a cererii de consum, evoluția venitului disponibil real a rămas favorabilă procesului de dezinflație.

### Costul unitar cu forța de muncă în industrie



Sursa: INS, calcule BNR

### Salariul net real\*



\*) deflatat cu IPC

Sursa: INS, calcule BNR

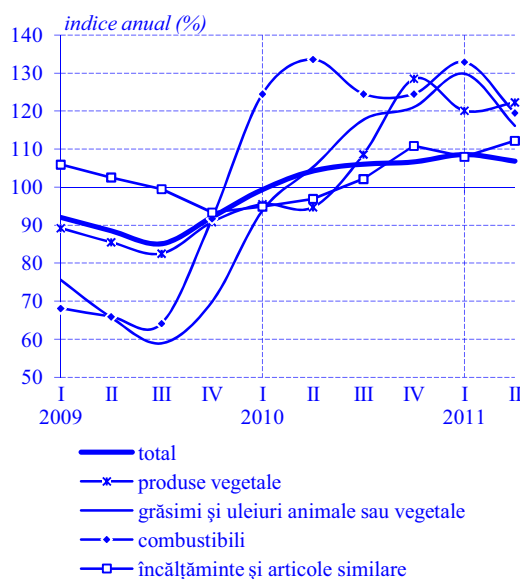


### 3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul II 2011, presiunile inflaționiste exercitate de prețurile de import și de cele de producție în industrie s-au diminuat, aportul major revenind evoluțiilor de pe piețele externe ale materiilor prime. În cazul prețurilor de producție agricolă nu s-au consemnat modificări notabile, atenuările de ritm de pe segmentul produselor vegetale fiind contracarate de mișcări contrare pe cel al produselor animale. Pentru trimestrul III 2011, decelerări ale ritmului anual de creștere a prețurilor sunt previzibile pe toate cele trei segmente, în asociere cu relaxarea piețelor principalelor materii prime (în special agricole).

În trimestrul II 2011, influența nefavorabilă a prețurilor de import asupra celor interne s-a atenuat, în condițiile diminuării indicelui valorii unitare a importurilor până la 106,8 la sută (cu 1,7 puncte procentuale comparativ cu trimestrul precedent) și ale aprecierii monedei naționale față de euro, dar mai ales față de dolarul SUA, moneda de decontare a majorității materiilor prime importate.

**Principalele surse de presiune la nivelul valorii unitare a importurilor**



Sursa: INS, calcule BNR

Pe fondul relativei detensionări a piețelor externe ale materiilor prime, cele mai pronunțate scăderi ale ritmului anual al prețurilor externe s-au observat în cazul produselor energetice și al metalelor: indicii valorii unitare a importurilor s-au redus cu 13,4 și respectiv cu 5,5 puncte procentuale. Reflectând influența pozitivă a acestor evoluții asupra costurilor de producție, atenuări de dinamică au înregistrat și prețurile externe ale bunurilor de capital, în cazul mijloacelor de transport rutier indicii devenind chiar subunitari.

Decelerări ale ritmului de creștere au avut loc și în cazul grupeii „bunuri de uz curent”, însă evoluția este mai puțin relevantă din perspectiva impactului asupra dinamicii prețurilor de consum, fiind antrenată în esență de întreruperea tendinței ascendente a valorii unitare a produselor farmaceutice din import. Celelalte componente ale grupeii au înregistrat, în general, intensificări de dinamică –alimente, îmbrăcăminte, încălțăminte; în primul caz, explicația este asociată continuării traiectoriei crescătoare a variațiilor anuale ale prețurilor materiilor prime agricole (efect de bază, dar și apariția primelor indicii de coborâre a cotațiilor abia în partea a doua a trimestrului).

O traiectorie diferită au înregistrat unele bunuri de folosință îndelungată<sup>24</sup>, indicii valorii unitare devenind supraunitari, în corelație cu evoluțiile consemnate la nivelul prețurilor de export ale Uniunii Europene.

Pentru trimestrul III 2011, este posibilă continuarea tendinței actuale manifestate de prețurile externe, mișcări favorabile fiind

<sup>24</sup> Instrumente și aparate optice, fotografie, cinematografie, medico-chirurgicale și similare.

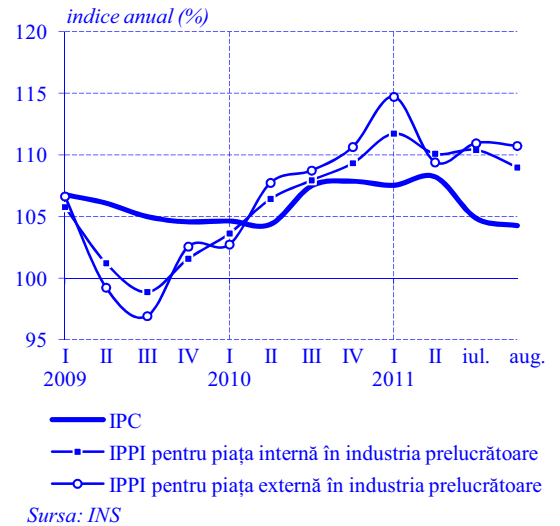
previzibile și în cazul materiilor prime agricole și respectiv al mărfurilor alimentare.

În trimestrul II 2011, variația anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă și-a inversat trendul ascendent consemnat începând cu trimestrul IV 2009 (-0,8 puncte procentuale comparativ cu trimestrul I 2011, până la 8,3 la sută), influența dominantă revenind detensionării piețelor externe ale materiilor prime. Acest factor s-a reflectat cu precădere în evoluția prețurilor de producție ale bunurilor intermediare (-2,4 puncte procentuale, până la 11,4 la sută; cea mai accentuată decelerare dintre toate grupele de bunuri industriale) și ale celor energetice (-0,3 puncte procentuale, până la 7,5 la sută); în acest ultim caz, dimensiunea relativ modestă a ajustării ritmului de creștere a fost probabil determinată de influența de sens contrar exercitată de costurile mai mari ale producătorilor de energie electrică, pe fondul investițiilor pentru creșterea capacității de furnizare de energie regenerabilă.

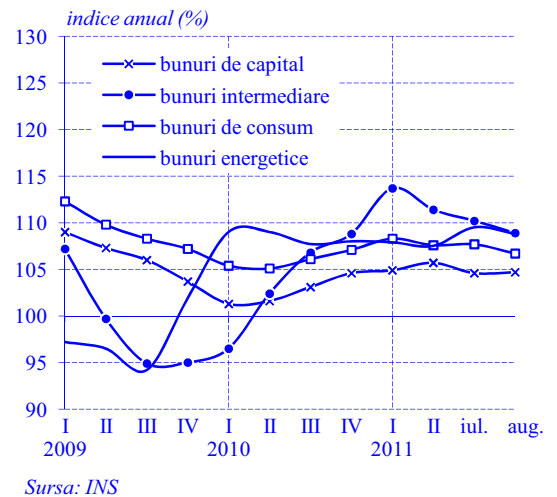
O mișcare similară s-a consemnat și la nivelul bunurilor de uz curent (-0,6 puncte procentuale, până la 8,1 la sută), determinată exclusiv de dinamica prețurilor de producție ale mărfurilor nealimentare ce intră în componența grupei. În schimb, în cazul industriei alimentare (ramura dominantă a acestei categorii de bunuri), variația anuală a continuat să se accelereze exclusiv pe seama unui efect statistic, evoluțiile curente reflectând deja relaxarea vizibilă pe piețele principalelor materii prime agricole începând cu luna mai (în perioada aprilie-iunie 2011, media variațiilor lunare a fost de 0,1 la sută comparativ cu 2,8 la sută în trimestrul I; serie ajustată sezonier).

Influența favorabilă a prețurilor materiilor prime asupra costurilor de producție interne a fost dublată în perioada analizată de temperarea cererii interne, manifestă la majoritatea grupelor de bunuri<sup>25</sup>. Astfel, sub acțiunea conjugată a acestor doi factori, prețurile de producție ale bunurilor de folosință îndelungată și-au diminuat rata anuală de creștere cu 1,8 puncte procentuale până la 2,3 la sută. O mișcare similară era previzibilă și în cazul bunurilor de capital, însă în acest caz dinamica anuală a prețurilor de producție s-a accelerat ușor (+0,8 puncte procentuale, ajungând la 5,7 la sută), în principal ca urmare a persistenței tendinței ascendente a ritmului aferent prețurilor mijloacelor de transport rutier (asociată parțial costurilor suplimentare generate de întreruperea temporară a activității la finele lunii aprilie, pe fondul unor sincopă în lanțul de aprovizionare).

### Prețurile producției industriale și de consum



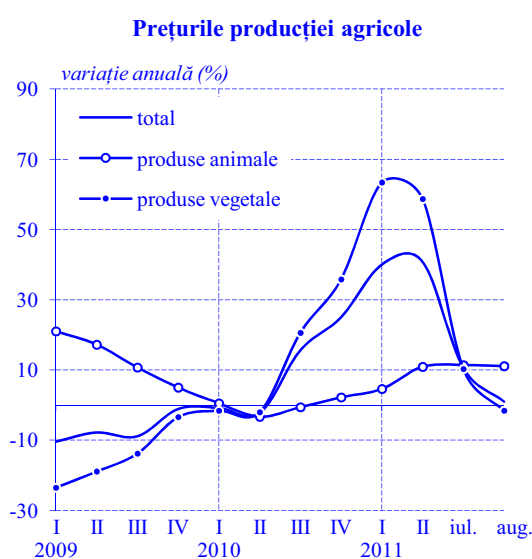
### Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale



<sup>25</sup> Volumul cifrei de afaceri pentru piața internă a consemnat pierderi de ritm cuprinse între 1,9 puncte procentuale în cazul bunurilor de folosință îndelungată și 12,4 puncte procentuale în cel al bunurilor intermediare. În cazul bunurilor de uz curent dinamica anuală a rămas în teritoriu negativ, chiar dacă în ușoară atenuare comparativ cu intervalul precedent.

Deși luna iulie a consemnat o accelerare a ritmului anual al prețurilor de producție comparativ cu trimestrul II 2011 (imputabilă în principal saltului înregistrat de prețurile din industria de prelucrare a petrolului și, în mai mică măsură, majorării cu 10 la sută a prețului gazelor naturale livrate producătorilor industriali), din august se observă revenirea pe o pantă descendentă a variației anuale a prețurilor de producție, cu aportul major al industriei alimentare. În aceste condiții, este posibilă continuarea tendințelor curente la nivelul prețurilor de producție și în trimestrul III 2011.

În trimestrul II 2011, prețurile producției agricole au continuat să înregistreze rate anuale de creștere ridicate (+40,8 la sută), deși amplitudinea acestora s-a atenuat începând cu luna mai.



Sursa: INS

Dinamica anuală a prețurilor produselor vegetale, deși în scădere față de trimestrul anterior (-4,7 puncte procentuale), s-a menținut la un nivel ridicat (58,7 la sută), ca urmare a dublării prețurilor la grâu și cartofi comparativ cu trimestrul de referință din anul anterior; în ambele cazuri însă s-au consemnat pronunțate ajustări descendente în perioada iulie-august.

Pe segmentul produselor animale, ritmul anual de creștere a prețurilor s-a accelerat cu 6,3 puncte procentuale față de trimestrul precedent (până la 10,9 la sută), în condițiile în care evoluția prețului furajelor (dinamică anuală de +72,4 la sută) a determinat scumpirea unor sortimente de carne (bovine, porcine) și a laptelui.

Pentru trimestrul III 2011 se estimează că recolta bună din anul curent va determina o încetinire mai accentuată a dinamicii anuale a prețurilor pe segmentul vegetal și o posibilă inversare de tendință pe segmentul animal.



## IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

---

### 1. Politica monetară

*Rata dobânzii de politică monetară a fost menținută la nivelul de 6,25 la sută pe an în cadrul celor două ședințe de politică monetară ale Consiliului de administrație al BNR din trimestrul III 2011; totodată, ratele RMO aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit<sup>26</sup> au fost păstrate la nivelul de 15, respectiv 20 la sută. Ca efect al adoptării acestor decizii în contextul reluării și continuării dezinflației corespunzător previziunilor băncii centrale și al manifestării unei volatilități moderate a cursului de schimb al leului, condițiile monetare reale în sens larg au rămas adecvate din perspectiva asigurării convergenței ratei anuale a inflației către țintele pe termen mediu.*

În ședința din 3 august 2011, Consiliul de administrație al BNR a decis să prelungească *statu-quo*-ul ratei dobânzii de politică monetară, în condițiile în care, pe de o parte, prognoza actualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu – încorporând influența disipării treptate a efectului de runda întâi al majorării TVA din luna iulie 2010 – a evidențiat o relativă ameliorare a perspectivei inflației<sup>27</sup>, în special pe termen scurt; principalii determinanți ai acesteia îi constituiau corecția recentă a prețurilor unor produse agroalimentare, revizuirea în sens descendent a impactului previzionat al șocurilor având ca sursă evoluțiile de pe piețele internaționale ale materiilor prime alimentare și energetice (inclusiv ale țițeiului), precum și creșterea față de proiecția anterioară a valorilor prognozate ale deficitului de cerere, implicit a prezumatelor presiuni dezinflaționiste ale acestuia, decurgând din perspectiva refacerii graduale a economiei naționale.

Pe de altă parte, riscurile la adresa anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu continuau să fie semnificative, date fiind multitudinea șocurilor adverse de natura ofertei produse pe parcursul trimestrelor anterioare, precum și natura preponderent adaptivă a așteptărilor inflaționiste ale unor agenți economici. Acestora li s-a alăturat menținerea incertitudinii ridicate privind evoluția crizei datoriiilor suverane, a cărei eventuală agravare – având drept consecință creșterea volatilității mișcărilor de capital vizând economiile emergente – ar fi fost de natură să amplifice efectele inflaționiste exercitate pe termen scurt de cursul de schimb al leului. Pe termen

<sup>26</sup> Cu scadență reziduală mai mică de doi ani sau cu scadență mai mare de doi ani, dar cu clauze de rambursare, transferare, retragere anticipată.

<sup>27</sup> Conform scenariului de bază al proiecției actualizate, rata anuală a inflației urma să atingă în decembrie 2011 un nivel de 4,6 la sută, inferior cu 0,5 puncte procentuale celui proiectat anterior (Raportul asupra inflației din mai 2011); rata anuală a inflației prognozate pentru decembrie 2012 (3,5 la sută) era la rândul ei inferioară cu 0,1 puncte procentuale proiecției precedente.

mediu, un alt risc relevant la adresa perspectivei inflației îl reprezenta potențiala creștere peste așteptări a unor prețuri administrate, în contextul măsurilor de liberalizare a pieței gazelor naturale și a energiei electrice convenite în cadrul acordurilor încheiate cu UE, FMI și Banca Mondială.

Consiliul de administrație al BNR a decis să mențină rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an și în ședința din 29 septembrie 2011, într-un context caracterizat, pe de o parte, prin ameliorarea semnificativă a evoluției curente și a perspectivei inflației și, pe de altă parte, prin creșterea incertitudinii privind evoluția crizei datoriilor suverane și impactul acesteia asupra pieței financiare internaționale, implicit a fluxurilor de capital adresate economiei românești, de natură să genereze riscuri inflaționiste. Accelerarea recentă a procesului dezinflației, evidențiată de coborârea ratei anuale a inflației la nivelul de 4,25 la sută în august (față de 7,93 la sută în iunie<sup>28</sup>), a fost rezultanta scăderii pronunțate a prețurilor volatile ale produselor alimentare, a disipării efectului majorării TVA, precum și a prelungirii valorilor ridicate ale deficitului de cerere.

La rândul ei, perspectiva continuării dezinflației în perioada imediat următoare avea ca suport foarte probabila accentuare a deflației prețurilor volatile și manifestarea presiunilor dezinflaționiste ale *gap*-ului negativ al PIB, rata anuală a inflației fiind așteptată să se apropie pe acest fond de ținta stabilită pentru sfârșitul anului curent. În plus, evoluțiile recente ale principalilor indicatori macroeconomici relevau tendința de încetinire a redresării economiei românești în contextul slăbirii economiei globale, anticipată a fi însă temporar contracarată în a doua parte a acestui an de performanțele agriculturii. În cazul cererii de consum, relativa încetinire a refacerii era sugerată în principal de trenarea ameliorării indicatorului de încredere a consumatorilor în perioada iulie-august 2011 și de scăderea în luna iulie 2011 a cheltuielilor publice cu bunurile și serviciile comparativ cu perioada similară a anului anterior. Acestora li se asociau relativa redresare a ritmului anual de creștere<sup>29</sup> a depozitelor populației, precum și menținerea în teritoriul negativ a variației anuale a creditului acordat acestui segment.

Nivelul mediu atins de cea din urmă în primele două luni ale trimestrului III 2011 și-a stopat însă tendința de scădere (-4,2 la sută, comparativ cu -8,9 la sută), evoluția reflectând, pe lângă efectul statistic exercitat de cursul de schimb al leului, impactul atenuării contracției în termeni anuali suferite de creditele în monedă

<sup>28</sup> Valorile din iunie 2011 încorporează efectele creșterii cotei standard a TVA de la 19 la 24 la sută în iulie 2010.

<sup>29</sup> În absența altor mențiuni, variațiile anuale sunt exprimate în termeni reali; prezența efectului de bază generat de creșterea TVA în iulie 2010 la nivelul ratei anuale a inflației distorsionează însă într-o anumită măsură indicatorii analizați.

națională acordate persoanelor fizice. Mișcarea s-a corelat în linii mari cu dinamica anuală a creditelor noi în lei, care s-a încetinit, dar s-a menținut în teritoriul pozitiv, fiind probabil susținută de modesta creștere a cererii de împrumuturi a populației, pe fondul ușoarei ameliorări a așteptărilor acestui segment privind situația financiară, precum și de relaxarea de către bănci a unora dintre parametrii ofertei de credite<sup>30</sup>; un efect opus au exercitat ușoara creștere înregistrată în acest interval de ratele dobânzilor la creditele noi de consum în lei (ca urmare a ajustării ascendente de către instituțiile de credit a marjelor față de ratele ROBOR relevante), precum și majorarea altor categorii de costuri asociate acestor împrumuturi, reflectată de sporirea accentuată a nivelului DAE<sup>31</sup>. Tendința de redresare a creditului acordat populației a fost mai vizibilă în iulie, când soldul împrumuturilor a consemnat o nouă variație lunară pozitivă (în termeni nominali); în august, acest indicator a înregistrat însă un declin, pe fondul contracției componente în valută (exprimată în euro). Pe ansamblul celor două luni, creditele de consum și cele pentru alte scopuri acordate populației<sup>32</sup> și-au atenuat scăderea în termeni anuali (-8,0 la sută, față de -12,8 la sută în trimestrul II); la rândul lor, creditele pentru locuințe au consemnat o majorare a ratei anuale medii de creștere (5,8 la sută, comparativ cu 2,1 la sută în perioada aprilie-iunie 2011), ponderea acestora în totalul împrumuturilor acordate populației urcând astfel la 29,9 la sută (cu 0,6, respectiv 1,5 puncte procentuale peste nivelul consemnat în iunie 2011, respectiv decembrie 2010).

Dinamica anuală medie a depozitelor populației a reintrat în teritoriul pozitiv în primele două luni ale trimestrului III (1,8 la sută, comparativ cu -4,2 la sută în trimestrul precedent), preponderent pe seama accelerării creșterii componente în lei; evoluția a fost impulsivă de relativă ameliorare a dinamicii veniturilor salariale, precum și de menținerea nivelurilor atractive ale ratelor dobânzilor oferite de bănci pentru depozitele în monedă națională. Atât depozitele ON, cât și cele la termen au consemnat ritmuri medii de creștere superioare celor din trimestrul II 2011, recuperarea fiind însă ușor mai rapidă în cazul celor dintâi. Cererea de bani pentru economisire în scop precauționar/investire s-a menținut însă robustă, date fiind majorarea ponderii plasamentelor în lei pe termene superioare (peste 6 luni) în totalul depozitelor noi

<sup>30</sup> Conform ediției din luna august 2011 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, standardele de creditare a populației au fost relaxate în trimestrul II 2011, anticipându-se continuarea acestui proces în perioada următoare. Totodată, pe segmentul creditelor ipotecare au fost reduse costurile aferente creditării – altele decât cele cu dobânda – și a fost majorat nivelul limitei maxime admise pentru valoarea finanțării în raport cu valoarea garanției (LTV).

<sup>31</sup> Ambele evoluții ar putea fi consecința încheierii perioadelor în care s-au derulat oferte promoționale.

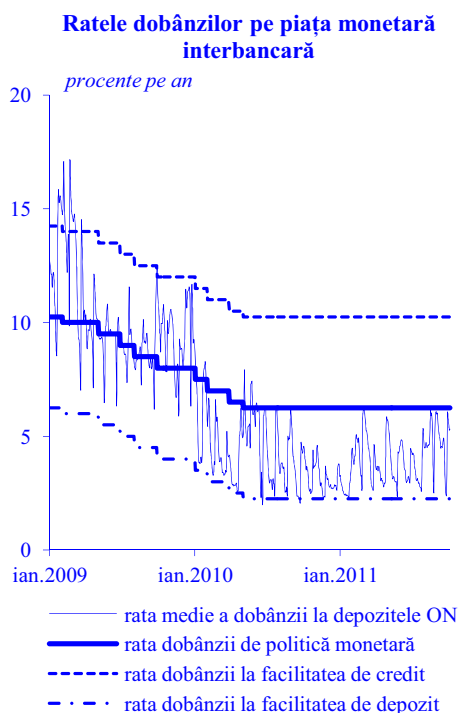
<sup>32</sup> Cei doi indicatori au fost cumulați pentru eliminarea efectelor modificărilor de metodologie statistică survenite ca urmare a intrării în vigoare a Normei BNR nr. 10/2009 pentru aplicarea Regulamentului BCE nr. 25/2009.

în lei ale populației, precum și prelungirea trendului rapid de creștere a portofoliului de titluri de stat și acțiuni ale fondurilor de piață monetară deținut de persoanele fizice.

Similar perioadelor anterioare, maniera de gestionare de către BNR a lichidității a fost adecvată condițiilor concrete de funcționare a diferitelor segmente ale pieței financiare interne. Poziția netă excedentară a lichidității băncilor s-a amplificat ușor în luna iulie, pentru ca în lunile următoare aceasta să revină la valori negative; evoluția nu a fost însă liniară, modificările de semn succedându-se, pentru perioade mai mult sau mai puțin prelungite, de-a lungul trimestrului. Operațiunile de politică monetară ale BNR au fost reorientate în perioada august-septembrie către furnizarea de lichiditate; aceasta s-a realizat prin intermediul operațiunilor *repo*, cu scadențe de o săptămână, efectuate prin licitații la rată fixă a dobânzii, în cadrul cărora ofertele băncilor au fost acceptate integral.

## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

*Rata medie a dobânzii de pe piața monetară interbancară s-a majorat în trimestrul III 2011, ajustarea fiind mai pronunțată pe orizontul apropiat al spectrului de scadențe; ratele dobânzilor la creditele și depozitele noi în lei au consemnat oscilații în ambele sensuri în perioada iunie-august, păstrându-și totuși tendința generală de declin. Cursul de schimb leu/euro a manifestat o relativă stabilitate, pentru ca începând cu a doua decadă a lunii septembrie să-și reaccelereze creșterea. Valoarea negativă a dinamicii masei monetare s-a diminuat, ca efect al atenuării variațiilor negative ale creditului acordat sectorului privat și ale activelor externe nete ale sistemului bancar.*



### 2.1. Ratele dobânzilor

Ratele dobânzilor pieței monetare interbancare și-au întrerupt pe parcursul trimestrului III tendința de scădere, caracterul condițiilor lichidității devenind ușor restrictiv în această perioadă; media lor a urcat astfel cu 0,6 puncte procentuale, până la un nivel de 4,5 la sută.

Randamentele pe termen foarte scurt s-au re poziționat la valori mai înalte începând cu finele lunii iulie, ajungând treptat să evolueze în apropierea ratei dobânzii de politică monetară. Ajustarea a reflectat formarea și menținerea ulterioară a unui deficit de rezerve în sistemul bancar, având ca determinanți atât mișcarea factorilor autonomi – sporirea soldului contului în lei al Trezoreriei ca urmare a amplificării sezoniere a plăților către buget, urmată de scăderea graduală a acestuia și respectiv majorarea numerarului în afara BNR –, cât și creșterea nivelului

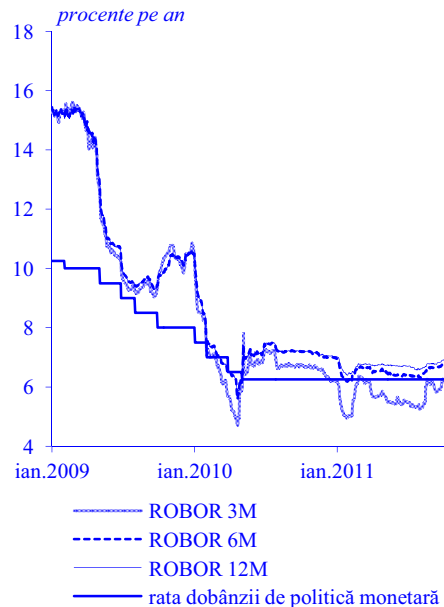
prevăzut al RMO. Către sfârșitul perioadei analizate, ratele dobânzilor ON au înregistrat niveluri ușor mai reduse, oscilând în jurul unei valori de 5 la sută.

Cotațiile ROBOR 1M-12M au urmat la rândul lor o evoluție ascendentă, sub influența modificării condițiilor lichidității și a ajustării anticipațiilor privind perspectiva acestora. Creșteri relativ mai pronunțate au fost consemnate în aceste condiții de randamentele aferente scadențelor inferioare. Media cotațiilor ROBOR3M a avansat cu 0,52 puncte procentuale față de cea consemnată în ultima lună a trimestrului anterior (până la nivelul de 6,02 la sută), în timp ce pe termenele de 6 și respectiv 12 luni majorările au fost de 0,30 și respectiv 0,12 puncte procentuale, până la valori de 6,70 la sută, respectiv 6,83 la sută.

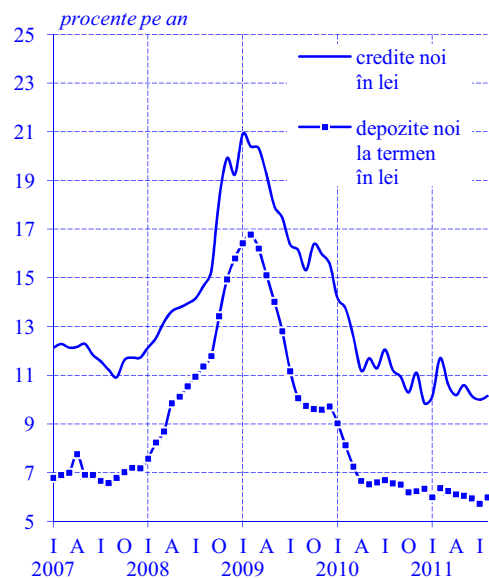
Randamentul mediu de pe piața primară a titlurilor de stat a avut o evoluție oscilantă pe parcursul trimestrului, poziționându-se în septembrie la nivelul de 6,82 la sută, marginal inferior celui din iunie. Fluctuațiile au reflectat, pe de o parte, creșterea ușoară a nivelului maxim acceptat al randamentelor și, pe de altă parte, decizia MFP de a organiza din nou emisiuni de înscrieri pe scadențe mai mici de un an<sup>33</sup>. În luna iulie au fost emise pe piața internă și titluri de stat denumite în euro, cu maturitatea de 4 ani și cu o rată medie a dobânzii de 4,85 la sută. O tendință ascendentă a avut, în ultimele două luni ale trimestrului, și randamentul mediu aferent operațiunilor definitive pe piața secundară a titlurilor de stat, acesta urcând la 6,6 la sută.

Urmând în linii mari evoluția randamentelor interbancare, ratele medii ale dobânzilor practicate de bănci la depozitele noi la termen și la creditele noi au continuat să scadă în intervalul iunie-iulie 2011, dar s-au majorat în august, nivelurile atinse (5,98, respectiv 10,14 la sută) fiind totuși inferioare celor consemnate în luna mai 2011. Evoluțiile au fost ușor diferite din perspectiva celor două categorii de clienți. Pe ansamblul perioadei analizate, randamentul mediu al depozitelor noi la termen s-a diminuat pe segmentul populației (-0,18 puncte procentuale, până la 6,62 la sută), consemnând însă doar o variație minoră pe cel al societăților nefinanciare (-0,03 puncte procentuale, până la 5,52 la sută în august). În același timp, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației s-a majorat ușor (+0,09 puncte procentuale, până la 12,16 la sută), în timp ce în cazul societăților nefinanciare, acest indicator a continuat să scadă (atingând în iulie minimumul istoric de 9,06 la sută).

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

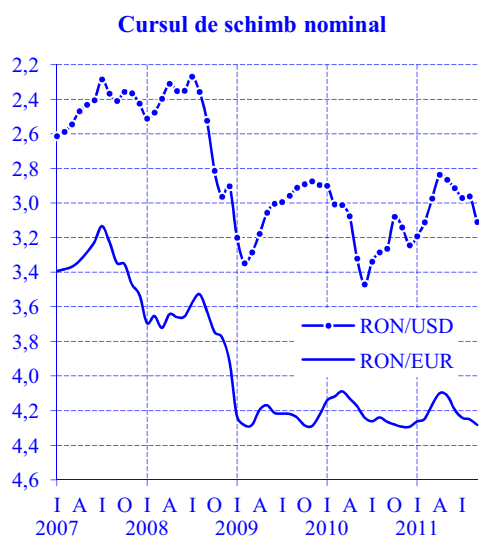


**Ratele dobânzilor în sistemul bancar**



<sup>33</sup> În septembrie au fost organizate două licitații de titluri de stat cu maturitatea de 6 și respectiv 9 luni.

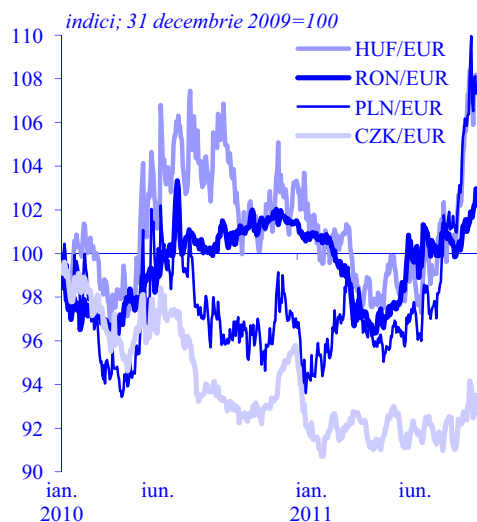
## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital



### Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2010 8 luni	2011 8 luni
<b>Contul financiar</b>	<b>4 508</b>	<b>3 603</b>
<b>Investiții directe</b>	<b>2 238</b>	<b>1 136</b>
- rezidenți în străinătate	-108	10
- nerezidenți în România	2 346	1 126
<b>Investiții de portofoliu și derivate financiare</b>	<b>652</b>	<b>2 626</b>
- rezidenți în străinătate	-265	62
- nerezidenți în România	917	2 563
<b>Alte investiții de capital</b>	<b>3 679</b>	<b>760</b>
- credite și împrumuturi de la FMI	3 365	908
- investiții pe termen mediu și lung	-575	-6
- investiții pe termen scurt	-562	280
- numerar și depozite pe termen scurt	1 378	-731
- altele	73	308
<b>Active de rezervă ale BNR (net)</b> ("-" creștere/"+"scădere)	<b>-2 061</b>	<b>-919</b>

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



Sursa: BNR, BCE

Cursul de schimb leu/euro și-a încetinit creșterea în iulie, devenind ulterior cvasistabil, pentru ca începând cu a doua decadă a lunii septembrie să se re poziționeze pe o traiectorie ascendentă, ca urmare a creșterii abrupte a aversiunii globale față de risc în contextul agravării crizei datoriilor suverane.

Astfel, în intervalul iulie-septembrie leul s-a depreciat în termeni nominali în raport cu euro cu 2,2 la sută (3,4 la sută în termeni reali) și cu 7 la sută față de dolarul SUA (8,2 la sută în termeni reali), în condițiile întăririi semnificative a acestuia pe piețele financiare internaționale. Din perspectiva variației medii trimestriale a cursului de schimb, moneda națională și-a întrerupt trendul de întărire evidențiat în trimestrul anterior, consemnând o depreciere în raport cu ambele monede, atât în termeni nominali, cât și în termeni reali.

Cursul de schimb leu/euro și-a temperat creșterea în iulie (1,1 la sută), dar și-a accentuat considerabil volatilitatea<sup>34</sup> în condițiile în care amplificarea tensiunilor de pe piețele financiare externe a fost de natură să exacerbeze sensibilitatea investitorilor financiari față de fluxul de știri/evenimente/date statistice apărute în acest interval. Astfel, impactul favorabil al creșterii de către agenția *Fitch* a *rating*-ului României la categoria *investment* a fost doar de scurtă durată, cursul de schimb leu/euro reintrând ulterior – alături de cursurile de schimb ale celorlalte monede din regiune – pe un trend ușor ascendent, în contextul unei noi amplificări a aversiunii globale față de risc declanșate de decizia *Moody's* de a retrograda Portugalia și Irlanda la categoria *sub-investment* dar, mai ales, de accentuarea temerilor privind posibila extindere a crizei datoriilor suverane în alte economii ale UE.

În luna august, impactul advers exercitat de evoluțiile externe asupra traiectoriei cursului de schimb a fost parțial contracarat de efectul favorabil generat de unele evoluții economice interne, care s-au încadrat în coordonatele convenite în acordul încheiat cu organismele/instituțiile internaționale și au corespuns totodată în mare parte așteptărilor pieței. Pe acest fond, în pofida continuării deteriorării perspectivei creșterii economice globale și persistenței tensiunilor pe piețele financiare internaționale, volatilitatea cursului leu/euro s-a diminuat, iar valoarea sa medie a crescut cu doar 0,2 la sută față de luna anterioară (în același interval, zlotul s-a depreciat față de euro cu 3 la sută, iar forintul cu 1,7 la sută).

Cursul de schimb leu/euro și-a reaccelerat însă creșterea începând cu a doua decadă a lunii septembrie, odată cu creșterea abruptă a aversiunii globale față de risc pe fondul trenării adoptării detaliilor tehnice necesare punerii în practică a măsurilor convenite de liderii UE în data de 21 iulie, al întreruperii/amânării discuțiilor dintre

<sup>34</sup> Aceasta a consemnat cea mai mare valoare din aprilie 2009.



oficialii eleni și reprezentanții FMI/UE/BCE premergătoare eliberării unei noi tranșe din pachetul de ajutor financiar extern, dar și al deteriorării perspectivelor economiei globale<sup>35</sup>. În acest context, rulajul pieței valutare interbancare s-a majorat la maximum ultimilor 2 ani și 8 luni, inclusiv ca urmare a amplificării tranzacțiilor cu caracter speculativ, iar valoarea cursului de schimb leu/euro a atins în ultima zi a lunii septembrie cel mai mare nivel din iulie 2010 (4,3533). Pe ansamblul lunii, ritmul de depreciere a leului în raport cu euro (0,7 la sută) a fost însă inferior celui consemnat de principalele monede din regiune (zlotul, forintul și coroana cehă s-au depreciat față de euro cu 5,1, 4,5 și respectiv 1,1 la sută).

## 2.3. Moneda și creditul

### Moneda

În perioada iunie-august 2011, dinamica masei monetare<sup>36</sup> (M3) și-a diminuat valoarea negativă (-1,2 la sută, față de -4,8 la sută), evoluția reflectând în principal efectele de bază asociate: (i) creșterii temporare a ratei anuale a inflației în luna iulie 2010 ca urmare a majorării cotei TVA, și (ii) scăderii venitului disponibil al populației, indusă de celelalte măsuri de consolidare fiscală aplicate în iulie 2010. Totuși, ritmul de creștere anuală a masei monetare nu a depășit valorile înregistrate anterior semestrului II 2010, în condițiile persistenței caracterului anemic al activității de creditare și, într-o măsură mai mică, ale accentuării interesului pentru plasamentele cu scadența peste doi ani, respectiv ale menținerii celui pentru deținerea de titluri de stat.

Toate componentele majore ale M3 au contribuit la creșterea dinamicii acestui agregat monetar, rolul principal revenind depozitelor la termen sub doi ani, a căror variație anuală a reintrat în ultimele două luni ale perioadei analizate în teritoriul pozitiv. Și dinamica masei monetare în sens restrâns (M1) s-a redresat, dar și-a menținut semnul negativ, replicând tiparul evoluției variației numerarului în circulație și a depozitelor *overnight*. Analiza structurii pe deținători a M3 relevă o atenuare a contracției depozitelor, atât a celor aparținând populației, cât și a celor deținute de companii, evoluțiile asociindu-se creșterii veniturilor din salarii, alte surse<sup>37</sup>, precum și din împrumuturi externe<sup>38</sup>.

<sup>35</sup> Datele publicate în acest interval, precum și proiecțiile actualizate ale FMI/OCDE/CE au indicat încetinirea creșterii economiei globale în 2011-2012. În plus, președintele BCE, cel al Fed, precum și secretarul Trezoreriei SUA au avertizat în privința sporirii riscurilor și incertitudinilor asociate evoluției economiei UE și a celei a SUA în perioada următoare.

<sup>36</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada iunie-august 2011.

<sup>37</sup> Plăți majorate din fondurile structurale (conform informațiilor din comunicatele de presă ale MADR și ACIS) și de dividende.

<sup>38</sup> Conform datelor din balanța de plăți, sectorul nebancar a beneficiat în perioada iunie-iulie 2011 de un important flux net de credite financiare externe pe termen scurt.

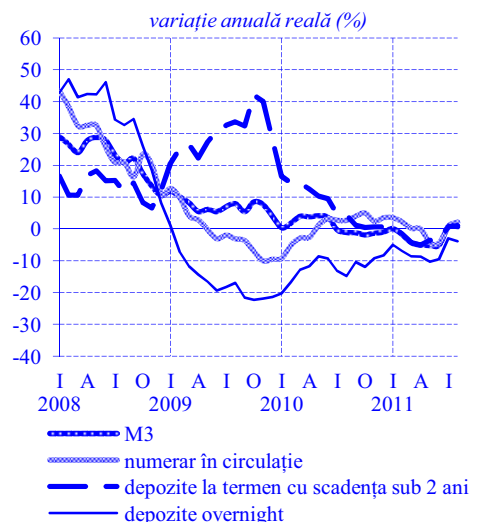
**Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale**

variație procentuală în termeni reali

	2010		2011			
	III	IV	I	II	iul.	aug.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	-0,9	-1,4	-2,0	-5,1	0,6	0,7
M1	-8,1	-5,8	-4,1	-7,4	-1,7	-1,9
Numerar în circulație	3,2	3,7	2,0	-2,9	0,9	2,2
Depozite <i>overnight</i>	-12,9	-9,8	-6,8	-9,5	-3,0	-3,9
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	3,4	0,6	-1,7	-4,1	0,7	1,0

Sursa: INS, BNR

**Principalele componente ale masei monetare**



Sursa: INS, BNR

Ponderea depozitelor în valută în M3 a continuat să scadă, reflectând preferința agenților economici pentru deținerile în moneda națională.

Din perspectiva contrapartidelor masei monetare, ameliorarea dinamicii acesteia a fost determinată de reducerea variației negative a creditului acordat sectorului privat și respectiv a activelor externe nete; acest impact l-a devansat pe cel contracționist exercitat de majorarea ritmului de creștere a pasivelor financiare pe termen lung (inclusiv conturile de capital) și de reducerea vitezei de creștere a creditului net al administrației publice centrale.

## Creditul

În intervalul iunie-august 2011, variația<sup>39</sup> creditului acordat sectorului privat și-a redus valoarea negativă (-2,3 la sută, față de -5,6 la sută), evoluția reflectând, pe lângă efectul statistic al scăderii ratei anuale a inflației, reaccelerarea vitezei de creștere a componentei în valută, exprimată în euro, precum și prelungirea traseului crescător al dinamicii componentei în lei (care s-a menținut însă în teritoriul negativ). Ponderea componentei în devize în totalul creditelor acordate sectorului privat a revenit la maximum ultimilor 8 ani și jumătate, inclusiv datorită efectului statistic al cursului de schimb leu/euro. Cererea de credite a companiilor și a populației nu s-a îmbunătățit semnificativ în trimestrul II 2011<sup>40</sup>, deși ratele dobânzilor la creditele noi în lei s-au apropiat de valorile minime înregistrate în ultimii 20 de ani. Oferta de credite a continuat însă să se amelioreze, Sondajul BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației relevând diminuarea în acest interval de către bănci a restrictivității majorității termenilor și condițiilor de creditare; totodată, tendința era anticipată să continue în trimestrul următor.

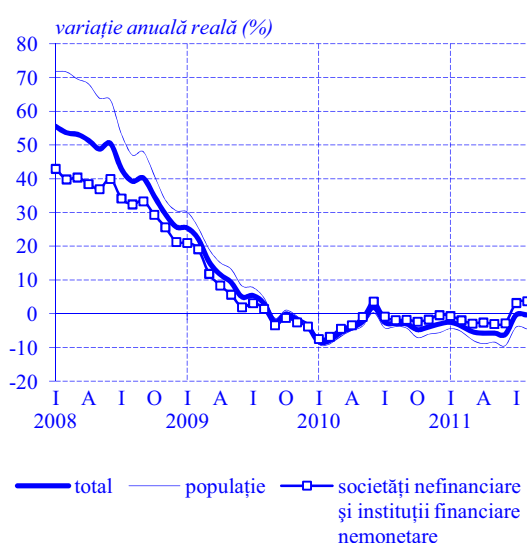
Pe acest fond, creditarea companiilor a manifestat o tendință de redresare. Pentru prima dată în ultimii 2 ani, dinamica împrumuturilor acestui segment a redevenit pozitivă, evoluția corelându-se cu creșterea volumului de finanțări noi, dar și cu efectuarea de către bănci de achiziții nete de credite<sup>41</sup>. Pe segmentul populației, dinamica împrumuturilor și-a redus valoarea negativă, dar s-a menținut la un nivel scăzut din perspectiva ultimilor doi ani. La aceasta au contribuit: (i) acordarea unui volum de credite noi ușor inferior celui din perioada precedentă, posibil ca efect al finalizării promoțiilor destinate produselor de refinanțare (sugerată și de majorarea costului total al împrumuturilor – DAE), precum și (ii) externalizarea unui volum de credite aparținând persoanelor fizice superior celui achiziționat.

<sup>39</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada iunie-august 2011.

<sup>40</sup> Conform ediției din luna august 2011 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației.

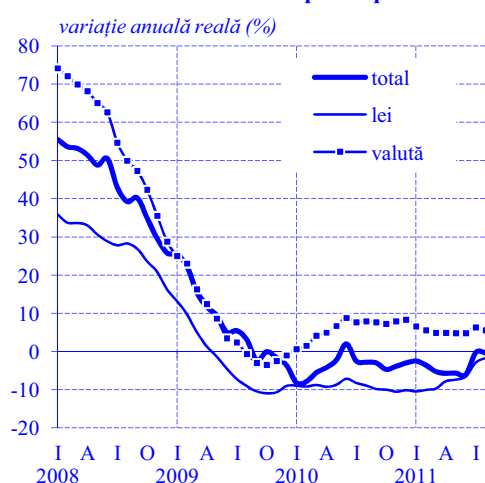
<sup>41</sup> Datele privind creditele noi și transferurile de credite ale companiilor și ale populației din/în bilanțurile băncilor se bazează pe informațiile de la CRB și respectiv din statistica monetară.

**Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale**



Sursa: INS, BNR

**Creditul acordat sectorului privat pe monede**



Sursa: INS, BNR



## V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

---

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2011 la nivelul de 3,3 la sută, cu 1,3 puncte procentuale sub cel anticipat în Raportul asupra inflației din luna august 2011. Pentru sfârșitul anului 2012 se prevede o rată a inflației situată la nivelul țintei centrale, de 3 la sută, cu 0,5 puncte procentuale sub valoarea proiectată anterior.

Proiecția prevede continuarea reducerii ratei anuale a inflației IPC, după scăderea substanțială înregistrată în trimestrul III 2011, cu atingerea minimului pe intervalul de prognoză în trimestrul I 2012. După consumarea unui efect statistic de bază nefavorabil în trimestrul III 2012, se anticipează menținerea, până la orizontul proiecției, a ratei anuale a inflației IPC la valori situate în jurul nivelului de 3 la sută. Pentru rata inflației CORE2 ajustat se anticipează o tendință de relativă stabilizare, la niveluri apropiate de 2 la sută, din trimestrul I 2012.

Revizuirea substanțială în jos a prognozei ratei anuale a inflației IPC pentru sfârșitul anului 2011 se datorează în principal contribuției mult mai favorabile decât cea proiectată anterior a dinamicii prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare (legume și fructe), pe seama șocului pozitiv de ofertă agricolă din acest an. La aceasta se adaugă influența favorabilă de mai mică amploare datorată proiecției componentei CORE2 ajustat a indicelui IPC, în sens contrar contribuind ajustarea în sus a scenariului de creștere a prețurilor administrate. Revizuirea ratei proiectate a inflației IPC la sfârșitul anului 2012 a fost determinată în primul rând de reducerea mai rapidă decât cea prevăzută în raportul din luna august a inflației CORE2 ajustat.

Proiecția curentă plasează traiectoria inflației CORE2 ajustat în întregime sub cea din proiecția precedentă. Aceasta se datorează proiectării, pe întregul interval de referință, a unor anticipații privind inflația mai reduse și a unui deficit de cerere mai accentuat în termeni relativi, în principal pe fondul evoluțiilor adverse ale mediului extern. Dinamica anticipată a prețurilor de import este, comparativ cu proiecția anterioară, mai puțin favorabilă dezinflației în prima parte a perioadei de referință și mai favorabilă în cea de-a doua parte.

Banca centrală va urmări calibrarea traiectoriei ratei dobânzii de politică monetară pentru ajustarea condițiilor monetare reale în sens larg în scopul consolidării perspectivelor de menținere durabilă a ratei inflației în interiorul intervalului-țintă și al redresării sustenabile a procesului de creditare a economiei.

*Pe termen scurt, balanța riscurilor la adresa ratei proiectate a inflației din scenariul de bază apare a fi relativ echilibrată. Pe termen mediu însă, deși într-o măsură atenuată față de runda anterioară, balanța generală a riscurilor se menține încă sensibil înclinată în sensul unor abateri nefavorabile de la scenariul de bază. Sursele potențiale ale acestora sunt evoluțiile mediului extern, conduita politicii fiscale și ajustările prețurilor administrate.*

*Principalele riscuri externe sunt asociate unei posibile accentuări a tensiunilor create pe piețele financiare internaționale de întârzierea soluționării crizei datoriilor suverane. Un asemenea scenariu nu poate fi exclus în totalitate, în pofida suplimentării recente, în cadrul summit-ului zonei euro<sup>42</sup>, a pachetului de asistență financiară pus la dispoziția țărilor care manifestă asemenea vulnerabilități. Astfel, amplificarea nervozității și a aversiunii față de risc a investitorilor ar putea conduce la creșterea costurilor și reducerea accesului la surse de finanțare inclusiv pentru economiile europene din afara zonei euro, precum România. Manifestarea acestor efecte ar implica dificultăți de finanțare a deficitului bugetar, dar și a sectorului privat, reflectate în dobânzi mai înalte, precum și în presiuni asupra cursului de schimb al monedei naționale.*

*Un risc important de proveniență internă îl reprezintă potențialele abateri, din perspectiva calendarului electoral încărcat din anul următor, de la programul de consolidare fiscală asumat de guvern, mai ales în condițiile unei posibile modificări a corelației dintre productivitatea muncii și câștigurile salariale. Riscul unui deficit bugetar peste cel stabilit drept țintă implică apariția unor dificultăți de finanțare considerabile, cu consecințe similare celor deja menționate. Asociat acestor dificultăți de finanțare este riscul unor creșteri de prețuri administrate mai mari decât cele prevăzute în scenariul de bază.*

*Materializarea riscurilor menționate ar conduce la concretizarea unor scenarii macroeconomice care ar genera cu probabilitate ridicată abateri semnificative, în sus, ale ratei inflației de la traiectoria prevăzută în scenariul de bază.*

*În contextul macroeconomic actual, marcat de persistența unor riscuri semnificative, asigurarea echilibrului intern și extern ale economiei naționale este strict condiționată de cooperarea cu politica monetară a celorlalte componente ale setului de politici macroeconomice, prin aplicarea consecventă a programului economic de consolidare fiscală și reforme structurale stabilit în cadrul acordurilor convenite cu UE, FMI și Banca Mondială.*

---

<sup>42</sup> Desfășurat în data de 26 octombrie a.c. sub auspiciile Consiliului European.

## 1. Scenariul de bază

### 1.1. Ipoteze externe

Scenariul de evoluție a economiei zonei euro prevede o creștere medie anuală a PIB real de 1,6 la sută în anul curent și de 0,5 la sută anul viitor, valori revizuite în scădere față de runda anterioară<sup>43</sup>. Aceste revizui sunt motivate de încetinirea recentă a dinamicii cererii agregate la nivel global, de deteriorarea încrederii piețelor financiare în soluționarea adecvată a crizei datoriilor suverane și de dificultățile care afectează, în acest context, activitatea unor grupuri bancare europene, precum și de creșterea restrictivității politicii fiscale din unele state membre. În structură, creșterea economică fragilă a zonei euro este anticipată a fi susținută de contribuția pozitivă, dar în scădere, a cererii externe nete și de creșterea ușoară a cererii interne. Având în vedere decelerarea anticipată a creșterii economice și proiectarea unei dispărări treptate a impactului șocurilor adverse de ofertă din perioadele recente, scenariile de evoluție a ratei dobânzii EURIBOR la 3 luni și a ratei anuale a inflației IAPC au fost, la rândul lor, revizuite în jos pe întregul interval de proiecție. Este de așteptat ca rata dobânzii externe EURIBOR la 3 luni să se reducă în prima jumătate a orizontului de prognoză, urmând ca în cea de-a doua parte să se plaseze pe o traiectorie ascendentă, valorile rămânând însă substanțial sub cele anticipate anterior.

După o ușoară depreciere față de dolarul SUA anticipată pentru ultimul trimestru din 2011, scenariul de evoluție a cursului de schimb al monedei euro prevede menținerea unui nivel apropiat de 1,4 dolari/euro pentru cea mai mare parte a intervalului de proiecție.

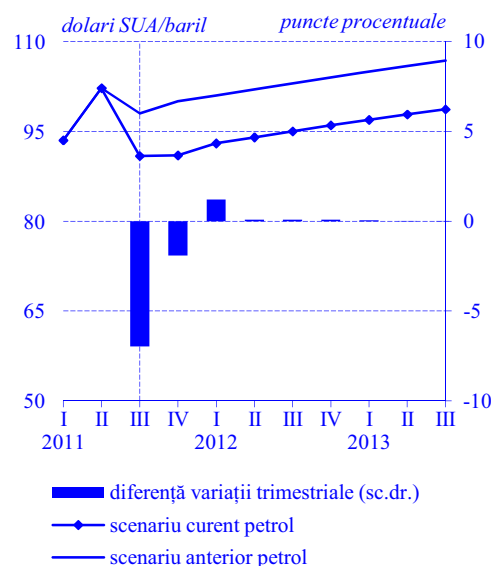
Ipoteza privind evoluția prețului internațional al petrolului prevede o creștere graduală a acestuia pe tot intervalul de proiecție, fără a atinge însă nivelurile anticipate în runda precedentă.

### 1.2. Perspectivele inflației

Conform scenariului de bază, rata anuală a inflației IPC se va menține pe aproape întreaga perioadă de referință a proiecției în interiorul intervalului de variație din jurul țintei centrale<sup>44</sup>. Conform proiecției macroeconomice actualizate, rata anuală a inflației IPC va atinge 3,3 la sută la sfârșitul anului 2011 și 3,0 la sută la sfârșitul anului 2012.

Pentru anul curent, revizuirea proiecției ratei anuale a inflației IPC în jos cu 1,3 puncte procentuale față de runda anterioară a fost

**Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului**



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

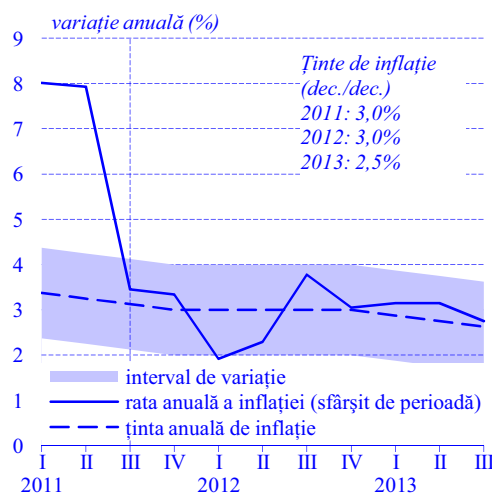
#### Evoluția așteptată a variabilelor externe

valori medii anuale

	2011	2012
Preț petrolului (dolari SUA/baril)	94,4	94,5
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,40	1,40
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	1,35	1,06
Creștere economică în zona euro (%)	1,6	0,5
Inflația anuală din zona euro (%)	2,5	1,7

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

#### Previziuni privind evoluția inflației



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

Sursa: INS, proiecție BNR

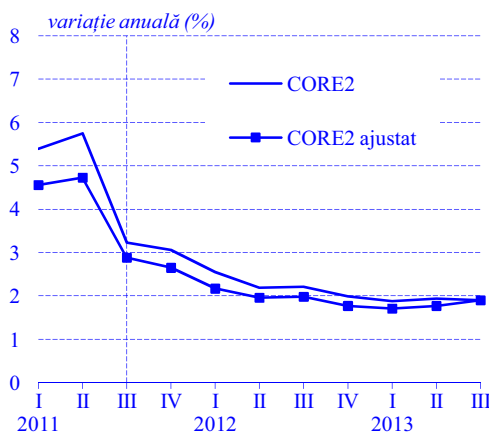
<sup>43</sup> Valorile au fost revizuite în jos cu 0,4 puncte procentuale și, respectiv, cu 1,2 puncte procentuale față de Raportul asupra inflației din luna august.

<sup>44</sup> Stabilită la 3,0 la sută atât pentru 2011, cât și pentru 2012.

**Rata anuală a inflației în scenariul de bază**

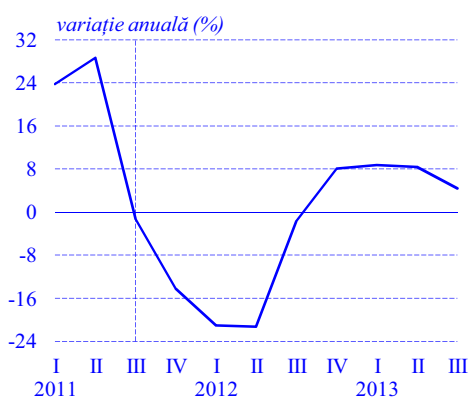
variație anuală  
(procente, sfârșit de perioadă)

	2011	2012				2013		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Țintă	3,0				3,0			
Proiecție	3,3	1,9	2,3	3,8	3,0	3,2	3,2	2,8

**Inflația anuală CORE2\***

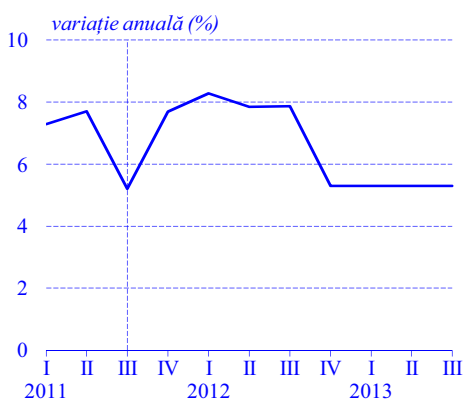
\*) medie trimestrială

Sursa: INS, proiecție BNR

**Inflația anuală a prețurilor LFO\***

\*) medie trimestrială

Sursa: INS, proiecție BNR

**Inflația anuală a prețurilor administrate\***

\*) medie trimestrială

Sursa: INS, proiecție BNR

determinată de corecția amplă a prețurilor legumelor și fructelor, precum și de temperarea inflației CORE2, în timp ce inflația prețurilor administrate a fost revizuită în creștere. Pentru anul 2012, revizuirea în jos cu 0,5 puncte procentuale se datorează în primul rând reducerii dinamicii anticipate a indicelui CORE2.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată în reducere continuă până în trimestrul I 2012, urmând a se stabiliza apoi la valori apropiate de 2 la sută. Pe fondul disipării treptate a șocurilor de ofertă adverse din perioadele anterioare, dezinflația prognozată la nivelul indicelui CORE2 ajustat va fi mai accentuată decât în runda anterioară ca urmare a unui deficit de cerere anticipat a se diminua mai lent și a reevaluării în jos a traiectoriei așteptărilor inflaționiste ale agenților economici.

Prețurile de import vor crește mai rapid în prima parte a intervalului de proiecție, având în vedere evoluția nefavorabilă recentă a monedei naționale față de euro și dolarul SUA. În a doua parte a intervalului de proiecție, în condițiile disipării impactului nefavorabil al cursului de schimb și ale temperării inflației externe<sup>45</sup>, este de așteptat ca dinamica prețurilor de import să se atenueze.

Dinamica prețurilor produselor din tutun este anticipată a avea un impact inflaționist identic cu cel prognozat în runda anterioară în anul curent, dar mai ridicat<sup>46</sup> în anul 2012.

Datorită recoltei agricole peste așteptări din anul curent, se anticipează că rata anuală a inflației LFO va continua să se diminueze, înregistrând valori negative pe parcursul următoarelor patru trimestre, în principal pe seama componentei de legume-fructe. Adoptarea ipotezei unui an agricol normal în 2012 conduce, inclusiv pe seama unui efect statistic de bază nefavorabil<sup>47</sup>, la inversarea sensului de evoluție a inflației LFO începând din a doua parte a anului viitor. Contribuția anuală proiectată a componentei la rata inflației IPC este mai ridicată în 2012 comparativ cu cea preconizată anterior.

Rata anuală a inflației prețurilor administrate este anticipată a se majora până la valoarea de 7,7 la sută în trimestrul IV 2011, sub impactul eliminării anunțate a subvențiilor acordate de la bugetul de stat<sup>48</sup> pentru energia termică. În trimestrul IV 2012, rata anuală

<sup>45</sup> A se vedea subsecțiunea 1.1. Ipoteze externe.

<sup>46</sup> Revizuirea pentru anul următor este determinată în principal de stabilirea unui curs de schimb pentru calculul accizelor în 2012 mai mare decât cel utilizat pe parcursul anului 2011 (4,3 RON/EUR față de 4,265 RON/EUR).

<sup>47</sup> Care va atinge amplitudinea maximă în trimestrul III 2012.

<sup>48</sup> Conform celor mai recente evaluări, contribuția eliminării subvenției acordate de la bugetul de stat pentru energia termică și apa caldă la nivelul inflației IPC pentru sfârșitul anului 2011 este de 0,5 puncte procentuale.

a inflației prețurilor administrate va coborî până la 5,3 la sută, peste nivelul anticipat în runda precedentă.

Inflația anuală a prețurilor la combustibili se va diminua pe parcursul următoarelor șase trimestre, pe măsura disipării șocului nefavorabil al majorării substanțiale a prețului petrolului în trimestrele I și II 2011. Având în vedere ipoteza de majorare a prețului petrolului pe tot intervalul de proiecție<sup>49</sup>, dinamica anuală a prețurilor combustibililor se va situa peste cea a inflației IPC.

În ansamblu, componentele exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, LFO și combustibili – sunt preconizate a avea o contribuție cumulată la rata anuală a inflației IPC de 1,2 puncte procentuale la sfârșitul anului 2011 și 1,7 puncte procentuale la finele anului 2012.

### 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție<sup>50</sup>

#### Deviația PIB

Pentru trimestrul III 2011 se anticipează o accelerare moderată a creșterii economice, în condițiile în care în trimestrul II 2011 PIB a înregistrat o creștere trimestrială modestă de 0,2 la sută. În termeni anuali, este preconizată menținerea, în trimestrul III 2011, a unei rate pozitive de creștere.

În runda de proiecție curentă evoluția PIB potențial a fost evaluată ca înregistrând o ușoară redresare<sup>51</sup>, dinamica acestuia continuând însă să fie net inferioară celei consemnate în perioada premergătoare crizei financiare. Argumente în acest sens sunt aduse de analiza bazată pe funcția de producție. Potrivit acesteia, încetinirea substanțială a dinamicii PIB potențial în paralel cu desfășurarea crizei economice este explicată preponderent de evoluția nefavorabilă a productivității totale a factorilor și de aportul redus al stocului de capital ca urmare a diminuării fluxului de investiții.

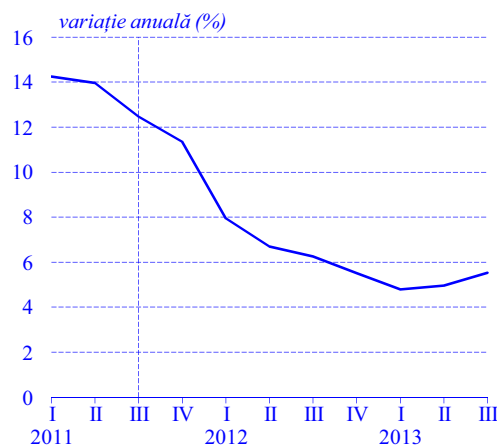
În trimestrul III 2011, deficitul de cerere este evaluat la un nivel similar celui înregistrat în trimestrul anterior, determinând, *ceteris paribus*, menținerea constantă a presiunilor dezinflaționiste provenind din partea cererii agregate.

<sup>49</sup> A se vedea subsecțiunea 5.1. Ipoteze externe.

<sup>50</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MFP, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Bloomberg.

<sup>51</sup> În cadrul runde de proiecție curente, s-a considerat că șocul de ofertă reprezentat de înregistrarea unei recolte agricole situate peste așteptări nu are impact asupra deviației PIB de la potențial, având, în schimb, o influență pozitivă (dar temporară) asupra dinamicii PIB potențial.

#### Inflația anuală a prețurilor combustibililor\*



\*) medie trimestrială

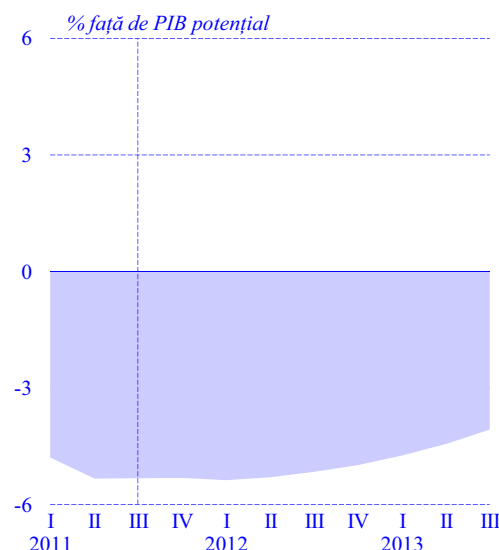
Sursa: INS, proiecție BNR

#### Contribuția componentelor la rata anuală a inflației\*

	puncte procentuale	
	2011	2012
Prețuri administrate	1,5	0,8
Combustibili	0,7	0,4
Prețuri LFO	-1,0	0,5
CORE2, din care:	2,1	1,3
– produse din tutun	0,4	0,2

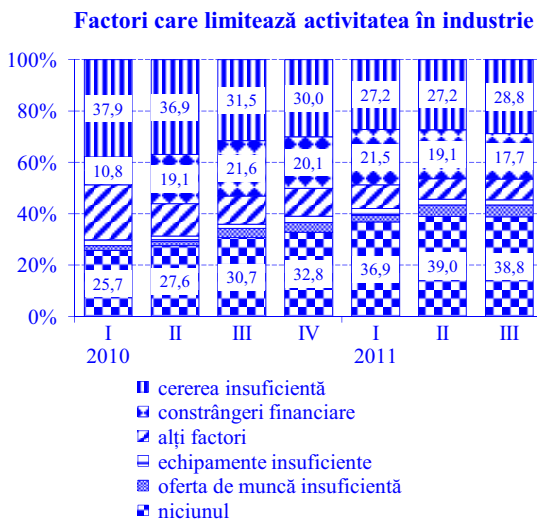
\* calcule sfârșit de perioadă

#### Deviația PIB

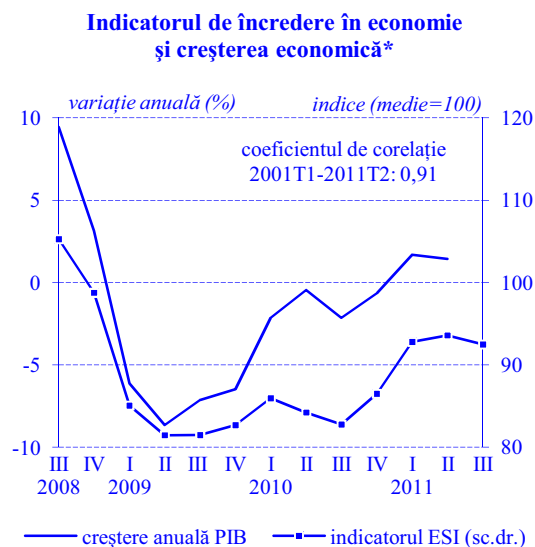


Sursa: INS, calcule BNR





Sursa: CE-DG ECFIN



\*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Evaluarea *gap*-ului PIB real este susținută și de evoluția indicatorului agregat al activității economice<sup>52</sup>. În structură, însă, indicatorii cu frecvență lunară oferă semnale contradictorii cu privire la evoluția deficitului de cerere. Astfel, comparativ cu media trimestrului anterior, în lunile iulie și august producția industrială a înregistrat un avans de 1,8 la sută<sup>53</sup>, pe când gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie a consemnat o reducere marginală, iar în cadrul sondajului realizat de CE-DG ECFIN ponderea respondenților care invocă factorul „cerere insuficientă” ca element ce constrânge activitățile de producție în industrie a crescut ușor în trimestrul III 2011. Indicatorul de încredere în economie se reduce în trimestrul III 2011<sup>54</sup> față de media trimestrului II 2011, în timp ce rata șomajului BIM rămâne la niveluri similare celor înregistrate în trimestrul anterior.

Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna august, deficitul de cerere proiectat este mai pronunțat pe întregul interval de prognoză, implicând presiuni dezinflaționiste mai ample. Reevaluarea a fost determinată atât de revizuirea în jos a valorilor curente ale *gap*-ului PIB<sup>55</sup>, cât și de dinamica anticipată a factorilor fundamentali. Profilul condițiilor monetare reale în sens larg va rămâne adecvat atât continuării procesului dezinflaționist, cât și consolidării revenirii creșterii economice. Pe fondul anticipării continuării corecției deficitului bugetar în perioadele viitoare<sup>56</sup>, impulsul fiscal acționează în sensul adâncirii deficitului de cerere, efecte contracționiste mai ample apărând în prima parte a intervalului de prognoză. În contextul anticipării reducerii cererii externe<sup>57</sup>, prognoza anterioară privind dinamica activității economice a fost revizuită în jos.

<sup>52</sup> Indicele agregat combină evoluțiile mai multor variabile macroeconomice într-o variabilă sintetică, cu o dinamică semnificativ corelată cu cea a activității economice. Indicele agregat este construit pe baza componentelor ciclice normalizate ale următoarelor 11 variabile (ale căror componente ciclice au coeficienți relativ ridicați de corelație în raport cu componenta ciclică a PIB real): numărul de salariați din economie, producția industrială, rata șomajului, creditul real de consum, gradul de utilizare a capacităților de producție, salariul net real în economie, M1 real, PIB EA16, indicatorul de încredere în economie (ESI), consumul de energie electrică în economie, numărul de comenzi noi în industria manufacturieră.

<sup>53</sup> În termeni trimestriali producția industrială a înregistrat un declin în trimestrul II 2011 de 0,6 la sută.

<sup>54</sup> Indicatorul de încredere în economie înregistrează o valoare medie de 92,5 pentru trimestrul III 2011, în reducere față de valoarea medie de 93,6 înregistrată în trimestrul II 2011.

<sup>55</sup> Reevaluarea, inclusiv pentru trimestrul II 2011, s-a produs în principal datorită revizuirii de către INS, în cazul mai multor trimestre de date istorice recente (ajustate sezonier), a nivelului PIB real sub valorile publicate anterior.

<sup>56</sup> Aranjamentul cu Comisia Europeană privind procedura de deficit excesiv prevede atingerea valorii de 3 la sută la sfârșitul anului 2012.

<sup>57</sup> A se vedea subsecțiunea 1.1. Ipoteze externe.

## Componentele cererii agregate

În trimestrul III 2011 se anticipează continuarea dinamicii trimestriale pozitive a consumului final efectiv al gospodăriilor într-un ritm mai ridicat comparativ cu evoluția din trimestrul anterior. Menținerea consumului pe panta ascendentă este sugerată atât de evoluția serviciilor de piață prestate populației, care înregistrează un avans de 5,7 la sută în iulie și august față de media trimestrului II 2011, cât și de evoluția salariului net real din economie care a crescut cu 3,0 la sută în lunile iulie și august față de media trimestrului anterior. În contrast cu creșterea semnificativă din trimestrul II, pentru trimestrul III 2011 se anticipează menținerea consumului public la nivelul atins în trimestrul anterior, evoluție compatibilă cu angajamentul autorităților de a atinge ținta de deficit agreată cu UE, FMI și Banca Mondială pentru sfârșitul anului 2011, respectiv 4,4 la sută din PIB. Conform datelor preliminare publicate de MFP, deficitul bugetului general consolidat la sfârșitul lunii septembrie (cumulat) reprezintă 2,52 la sută din PIB anual, valoare considerabil inferioară celei înregistrate în aceeași perioadă a anului trecut.

Consumul final efectiv al gospodăriilor este anticipat a avea o expansiune moderată până la sfârșitul anului, reflectând, în principal, dinamica încă modestă a venitului disponibil. Pentru anul următor, în condițiile anticipării unei consolidări a creșterii economice în teritoriul pozitiv și, în consecință, a relaxării treptate a constrângerilor financiare cu care se confruntă agenții economici, ritmul de creștere a acestei componente se va accelera ușor. Evoluția proiectată a consumului public este marcată de măsurile de consolidare fiscală necesare continuării corecțiilor deficitului bugetar în perioadele viitoare, anticipându-se reducerea sa în anul curent și o revenire pe parcursul anului viitor.

Formarea brută de capital fix este prevăzută a continua să scadă în termeni anuali și în trimestrul III 2011. Ritmul scăderii anuale continuă însă să încetinească pe măsura înregistrării unor rate trimestriale pozitive de creștere, cea anticipată pentru trimestrul III fiind susținută de indicatorii asociați construcțiilor care au înregistrat evoluții favorabile față de trimestrul II 2011<sup>58</sup>. De asemenea, este de așteptat ca dinamica investițiilor în utilaje să fie pozitivă, în acest sens fiind semnificativă creșterea cifrei de afaceri în industria bunurilor de capital destinate pieței interne (1,9 la sută în termeni reali în primele două luni ale trimestrului III față de trimestrul II 2011).

<sup>58</sup> Indicele lucrărilor în construcții noi a crescut cu 1,7 la sută în lunile iulie și august față de media trimestrului anterior, în timp ce soldul indicatorului de încredere în construcții a crescut de la -24,8 în trimestrul II 2011 la -20,6 în trimestrul III 2011, iar indicatorul comenzilor în construcții a urcat la -35,2 în trimestrul III 2011, de la valoarea de -42,3 înregistrată în trimestrul II 2011.

Pentru anul 2012, se anticipează o revigorare moderată a formării brute de capital fix, îndeosebi pe fondul revenirii producției destinate consumului intern, dar și ca urmare a unei îmbunătățiri programate, comparativ cu anul 2011, a capacității de atragere a fondurilor europene<sup>59</sup>.

Ritmul de creștere a exporturilor este anticipat să revină în teritoriul valorilor pozitive în trimestrul III, raportat la trimestrul anterior. Această dinamică este sugerată în principal de evoluția favorabilă a industriei prelucrătoare în lunile iulie și august (creștere de 1,8 la sută față de trimestrul II 2011). Pe de altă parte, este de așteptat ca dinamica trimestrială a importurilor să înregistreze și în trimestrul III o reducere, datele cumulate referitoare la importul de bunuri și servicii din balanța de plăți, corespunzătoare lunilor iulie și august, indicând o scădere față de media trimestrului anterior.

Pentru anul curent, datele disponibile până în prezent indică consemnarea, cel mai probabil, a unei dinamici a exporturilor superioare celei a importurilor. În schimb, pentru 2012, se așteaptă ca importurile să accelereze ușor pe fondul revenirii cererii interne, în timp ce exporturile vor avea de suportat influența unei dinamici în scădere a cererii externe. În acest context, deficitul de cont curent al balanței de plăți se va majora moderat până la sfârșitul perioadei de referință, fără a induce presiuni inflaționiste semnificative din partea cursului de schimb al monedei naționale.

### Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul dinamicilor ratelor dobânzilor în lei practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari, ale cursului de schimb și costului creditului în valută asupra evoluției cererii agregate viitoare.

Pe parcursul trimestrului III, ratele dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebancari s-au redus față de trimestrul anterior în termeni nominali, înregistrând însă o ușoară creștere în termeni reali, datorită diminuării anticipațiilor inflaționiste. Cu toate acestea, poziționarea ansamblului ratelor reale ale dobânzilor față de nivelurile de echilibru pe termen mediu indică menținerea în trimestrul III a caracterului stimulat al acestora la adresa activității economice viitoare.

În trimestrul III 2011 cursul de schimb real efectiv<sup>60</sup> s-a depreciat, ceea ce implică, *ceteris paribus*, o îmbunătățire a competitivității

---

<sup>59</sup> Se așteaptă ca acestea să susțină îndeosebi componenta de investiții publice.

<sup>60</sup> Cursul de schimb în raport cu care se realizează analiza este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.



externe prin preț și efecte favorabile asupra exporturilor nete viitoare. În acest sens a acționat în principal deprecierea nominală față de euro și dolarul SUA<sup>61</sup>. Aceasta a survenit în contextul deteriorării percepției investitorilor asupra perspectivelor economiilor din regiune ca urmare a incertitudinii legate de finanțarea datoriei publice a Greciei și a altor state din zona euro. Creșterea aversiunii față de risc a investitorilor s-a reflectat și în dinamica trimestrială ascendentă a *spread*-urilor *credit default swap* (CDS) pentru o serie de state din regiune, inclusiv România. Spre deosebire de impulsul transmis prin canalul exportului net, evoluțiile din trimestrul III ale cursului de schimb și primei de risc suveran induc un efect restrictiv asupra activității economice viitoare prin creșterea costului creditului în valută.

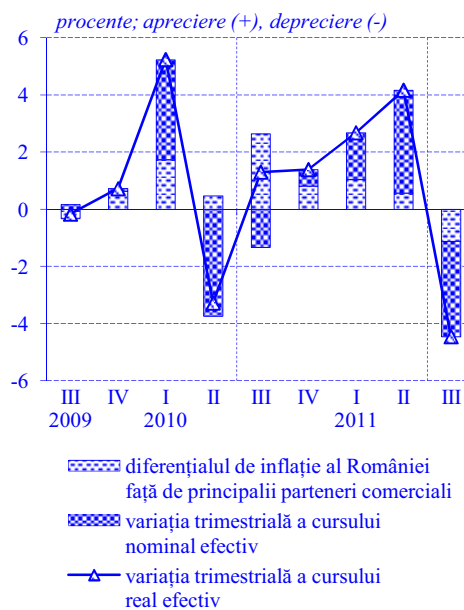
Potrivit evaluării BNR, impulsul nefavorabil generat de evoluția pe parcursul trimestrului III 2011 a costului creditelor în valută este contrabalansat aproape integral de impulsul stimulativ provenit din partea cursului de schimb real prin canalul exportului net și a ratelor reale ale dobânzilor. Astfel, efectul net al configurației din trimestrul III a condițiilor monetare reale în sens larg asupra cererii agregate viitoare este apreciat a fi neutru.

Pe intervalul de proiecție, caracterul ușor stimulativ al ansamblului condițiilor monetare reale în sens larg la adresa activității economice este rezultatul cumulat al evoluțiilor distincte ale elementelor sale componente. Cursul de schimb real efectiv exercită un impact stimulativ la adresa exporturilor nete, în prima parte a orizontului proiecției, încorporând impactul recente deprecierei a monedei naționale față de principalele valute.

Efectul de avuție și bilanț va exercita o influență restrictivă în primele trimestre de prognoză, ca urmare a efectelor propagate ale crizei datoriilor suverane asupra percepției la risc a investitorilor.

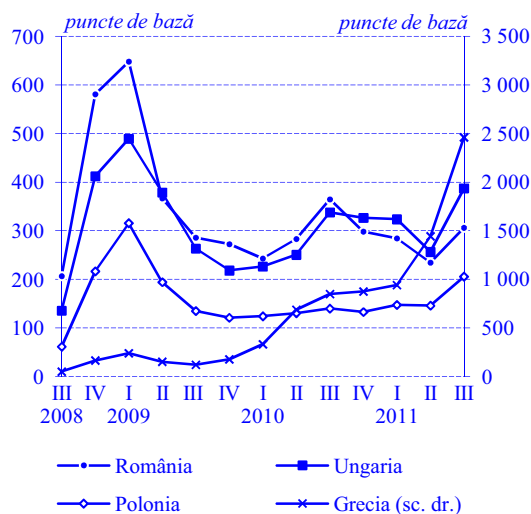
Traectoria ratei dobânzii de politică monetară din scenariul de bază este calibrată astfel încât să asigure, în paralel cu consolidarea perspectivelor de menținere a ratei inflației în interiorul intervalului-țintă, premisele necesare redresării treptate a procesului de creditare a economiei. În aceste condiții, deviațiile de la trenduri ale ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele denominate în lei sunt preconizate a exercita, *ceteris paribus*, un efect stimulativ la adresa cererii agregate, pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză. Evoluția ratelor dobânzilor bancare are la bază ipoteza unei normalizări în cursul intervalului de proiecție a funcționării mecanismului de transmisie a politicii

### Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



Sursa: calcule BNR

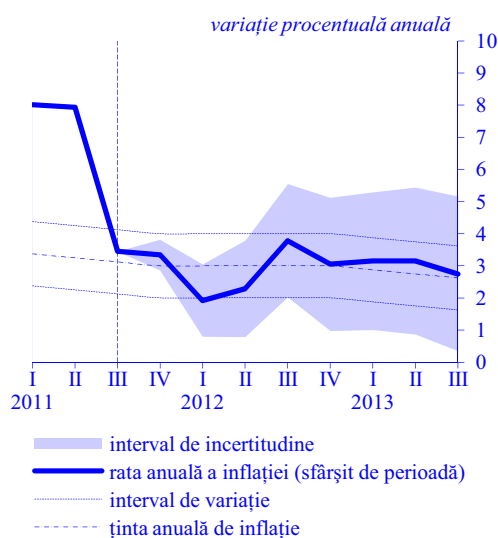
### Cotațiile spread-urilor CDS (5 ani) pentru România și alte state din regiune



Sursa: Bloomberg

<sup>61</sup> Deși în trimestrul III 2011 la deprecierea reală a leului a contribuit și diferențialul negativ de inflație dintre România și principalii parteneri comerciali, relevanța acestuia ca factor de influență asupra competitivității externe de ansamblu este scăzută în această situație specifică, în care diferențialul este atribuibil în principal deflației produselor din categoria LFO care au o pondere redusă în total exporturi și un caracter volatil pronunțat.

**Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază**



Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

monetare. Această ipoteză este justificată în contextul preconizatei continuări a realizării ajustărilor bilanțiere de către instituțiile financiare<sup>62</sup> și a revenirii în mod sustenabil a standardelor creditării la niveluri care să permită eliminarea constrângerilor normale de finanțare ale agenților economici.

#### 1.4. Riscuri asociate proiecției

Pe termen scurt, evaluarea indică o echilibrare a riscurilor la adresa inflației; nu poate fi exclusă însă o influență mai favorabilă din partea prețurilor unor bunuri alimentare pentru acest orizont de timp<sup>63</sup>. Pe termen mediu, balanța riscurilor continuă să fie înclinată în sensul unor abateri în sus față de scenariul de bază, dar într-o măsură atenuată față de runda anterioară. La acest orizont, principalele surse de asimetrie sunt asociate evoluțiilor mediului extern, conduitei politicii fiscale și ajustărilor de prețuri administrate.

Există în momentul de față mai multe surse de risc<sup>64</sup> cu care se confruntă economia mondială, ceea ce sporește neîncrederea și amână revenirea economică. Perspectiva evoluției crizei datoriilor suverane din zona euro rămâne încă incertă pentru trimestrele următoare. În lipsa unui răspuns coerent din partea autorităților europene, nervozitatea manifestată în ultimele luni pe piețele financiare internaționale s-ar putea menține și chiar amplifica. Dată fiind natura acestei crize, efectele ei s-ar reflecta într-o creștere semnificativă a costurilor de finanțare atât pentru sectorul bancar, cât și pentru unele entități suverane din zona euro. Pe fondul unei aversiuni generalizate la risc, noile state membre din afara zonei euro, inclusiv România, ar putea fi tratate în mod nediferențiat de către investitori, urmarea fiind o depreciere suplimentară a monedelor naționale. Aceasta ar urma să aibă consecințe nefavorabile pe termen mediu asupra dinamicii prețurilor de consum și a puterii de cumpărare a populației, contribuind la asimetria evaluărilor cu privire la balanța riscurilor.

<sup>62</sup> Odată cu propagarea efectelor crizei financiare asupra mediului economic intern, instituțiile financiare au raportat o anumită deteriorare a calității portofoliului de credite deținute.

<sup>63</sup> O contribuție mai favorabilă decât cea din scenariul de bază a prețurilor alimentare volatile la rata anuală a inflației IPC ar fi vizibilă doar până în trimestrul II 2012 inclusiv. Începând cu a doua jumătate a anului 2012, riscurile s-ar putea inversa în cazul unei recolte agricole scăzute (comparativ cu ipoteza din scenariul de bază), la care s-ar adăuga contribuția unui efect de bază nefavorabil așteptat la nivelul ratei anuale a inflației prețurilor alimentare volatile, degenerând astfel într-o amplificare temporară a presiunilor inflaționiste.

<sup>64</sup> În afară de criza datoriilor suverane din zona euro, putem menționa: incertitudinile cu privire la perspectivele pe termen mediu ale politicii fiscale din SUA, încetinirea creșterii PIB din China – principalul motor al creșterii economice din Asia – și, nu în ultimul rând, lipsa coordonării în domeniul guvernancei economice din principalele economii (G20) ale lumii.

Pe lângă reducerea investițiilor străine și a intrărilor de capital, creșterea aversiunii la risc și a costurilor de finanțare ar produce efecte negative de avuție și bilanț, forțând băncile, inclusiv pe cele românești, să adopte o înăsprire a standardelor de creditare<sup>65</sup> și/sau o reducere a volumului creditelor noi acordate cu efecte directe asupra investițiilor și consumului privat. Politica fiscală s-ar vedea confruntată cu o creștere a ratelor dobânzilor plătite pentru serviciul datoriei publice, evoluție amplificată în contextul revizuirii în jos a ritmului de creștere economică și al epuizării surselor de finanțare. Într-un astfel de scenariu, potențialul de creștere al economiei ar fi diminuat, iar efectele pe termen mediu și lung asupra stabilității prețurilor ar fi nefavorabile.

Pe plan intern, evaluarea riscurilor unor evoluții adverse la nivelul deficitului bugetar se impune și din punctul de vedere al calendarului electoral încărcat din perioada următoare. Posibile derapaje ale politicii fiscale pot deteriora corelația dintre productivitate și câștigurile salariale, ceea ce ar afecta pe termen mediu competitivitatea externă<sup>66</sup>, amplificând vulnerabilitatea economiei la șocuri externe. Un alt element de risc privește gradul scăzut până în prezent al absorbției de fonduri structurale europene, ceea ce împiedică realizarea unor proiecte de investiții viabile și limitează potențialul de creștere economică, bugetul de stat riscând să fie privat, pe termen mediu, de surse suplimentare de venituri. Rămâne astfel semnificativă incertitudinea asociată unor ajustări viitoare de prețuri administrate<sup>67</sup> sub presiunea constrângerilor de finanțare ale sectorului public.

## 2. Evaluarea de politică monetară

Conform așteptărilor, procesul dezinflației – reluat în luna iunie – s-a accelerat în trimestrul III al anului curent. Decelerarea inflației a fost chiar mai alertă decât se previzionase; de la nivelul de 7,93 la sută consemnat la finele trimestrului anterior, rata anuală a inflației a coborât în luna septembrie la 3,45 la sută – minimumul istoric al ultimilor 20 de ani –, revenind astfel în interiorul intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație stabilite pentru sfârșitul anului. Evoluția s-a datorat în principal cvasiepuizării impactului advers imediat al majorării cotei TVA, dar și accentuării corecției prețurilor volatile ale

<sup>65</sup> Totuși, înăsprirea termenilor creditării ar putea afecta în mod diferențiat agenții economice, creditele apreciate de bănci ca fiind cu „risc superior” putând avea asociat un nivel mai ridicat al primei de risc și prin urmare costuri de finanțare majorate.

<sup>66</sup> Este de asemenea importantă măsura în care eventualele majorări salariale din sectorul public s-ar transmite la nivelul sectorului privat (efectul de demonstrație).

<sup>67</sup> De exemplu la gaze naturale, energie electrică, transport CFR etc.

produselor alimentare, pe fondul prelungirii interacțiunii dintre șocul pozitiv de ofertă generat de producția agricolă a acestui an și persistența nivelului scăzut al cererii agregate.

Având o asemenea premisă, prognoza actualizată a evoluției pe termen mediu a inflației a fost din nou revizuită în sens descendent pentru întregul orizont de prognoză, mai cu seamă pentru prima parte a acestuia. Potrivit noilor coordonate, rata anuală prognozată a inflației tinde să coboare pe parcursul primului semestru al anului 2012 la valori aflate marginal sub limita inferioară a intervalului de variație din jurul țintei de 3 la sută, pentru ca ulterior ea să revină și să se mențină în jurul punctului central al țintei pe termen mediu.

Alături de recenta corecție amplă a prețurilor volatile ale produselor alimentare și de previzibila accentuare a dinamicii anuale negative a acestora, pe fondul continuării manifestării efectului de bază favorabil, un determinant important al perspectivei ameliorate a inflației îl constituie scăderea față de prognoza anterioară a ritmului previzionat de redresare a economiei românești, contracarată doar temporar de performanțele agriculturii din anul curent. Aceasta implică o creștere relativă, de-a lungul întregului orizont relevant pentru politica monetară, a intensității presiunilor dezinflaționiste exercitate de deficitul de cerere agregată, ale cărui valori prognozate se amplifică inclusiv datorită încorporării în nivelul potențial al PIB estimat pentru semestrul II al anului 2011 a șocului temporar de ofertă al producției agricole.

Din perspectiva conducerii politicii monetare, deosebit de relevant este faptul că actuala ameliorare a perspectivei inflației beneficiază și de tendința de ajustare descendentă a așteptărilor inflaționiste amorsată recent și confirmată de sondajele de specialitate; pe deasupra, accentuarea ei în perioada următoare este foarte probabilă, inclusiv pe orizonturile de timp mai îndepărtate, dată fiind natura preponderent adaptivă a anticipațiilor unor agenți economici. Reflectând aceste influențe, traiectoria actualizată a ratei anuale prognozate a inflației de bază suferă, la rândul ei, o ajustare descendentă, coborând pe un palier sensibil inferior celui relevat în cadrul exercițiului anterior de proiecție. Ajustarea devine mai pronunțată începând cu trimestrul II al anului 2012, în condițiile în care pe orizontul foarte apropiat ea va continua să fie ușor frânată de acțiunea unor factori, precum: (i) gradualismul epuizării efectului creșterii cotei TVA, (ii) decalajul cu care reducerile de prețuri volatile sunt preluate de prețurile produselor alimentare prelucrate și (iii) potențiala rigiditate în coborâre a unora din aceste prețuri; o acțiune similară va fi exercitată cel mai probabil și de recenta slăbire a leului în raport cu principalele monede.

Adecvarea reacției politicii monetare din perspectiva actualei prognoze pe termen mediu a inflației este însă complicată de incertitudinile sporite și de caracterul complex al balanței riscurilor ce îi sunt asociate. Acestea sunt generate în principal de creșterea considerabilă a incertitudinilor privind evoluția crizei datoriilor suverane și impactul acesteia asupra economiilor/sistemelor bancare din zona euro și asupra economiei și a pieței financiare globale, implicit asupra economiei naționale. Astfel, o eventuală agravare/prelungire a acestei crize, implicând continuarea scăderii apetitului pentru risc al investitorilor financiari, ar avea drept consecință imediată o creștere peste așteptări a presiunilor de depreciere a leului în raport cu principalele monede. Impactul inflaționist inerent al cursului de schimb al leului ar putea fi amplificat/prelungit de o posibilă restrângere severă a accesului băncilor locale la finanțarea externă, în ipoteza deteriorării suplimentare a situației financiare a unor bănci-mamă și a încrederii pe piața financiară internațională.

În același timp însă, agravarea crizei datoriilor suverane ar fi de natură să sporească intensitatea presiunilor dezinflaționiste ale cererii agregate, dată fiind previzibila încetinire a redresării economiei românești pe fondul slăbirii inevitabile a economiei globale, prioritar a celei din zona euro. Impactul advers resimțit de economia românească, implicit efectele dezinflaționiste ale cererii ar putea fi chiar mai mari și mai prelungite, în ipoteza reintrării în recesiune a unor economii dezvoltate sau a amânării redresării acestora, inclusiv datorită continuării necesarei consolidări fiscale în unele state și posibilei agravări a problemelor cu care se confruntă sistemele lor financiare.

Din perspectiva experienței ultimilor ani, este de așteptat ca potențialele efecte adverse ale mediului extern să fie receptate prioritar de componentele majore ale cererii interne – consumul și investițiile private –, în principal prin intermediul erodării semnificative a încrederii și al scăderii surselor/înăsprii condițiilor de finanțare internă și externă a agenților economici. Implicit ar fi afectată și finanțarea sectorului public, dar și execuția bugetară, ale cărei performanțe pozitive au fost conservate până de curând. Astfel, riscul de derapaj al politicii fiscale, a cărui relevanță a fost relativ scăzută în cursul acestui an, ar putea redeveni semnificativ, mai ales pe orizontul mai îndepărtat de timp, inclusiv datorită succesiunii de momente electorale programate pentru următorii ani. Într-o asemenea conjunctură, continuarea implementării ferme a măsurilor de consolidare fiscală și a reformelor structurale, conform angajamentelor asumate în cadrul acordurilor convenite cu UE și FMI, ar fi și mai necesară, ea fiind esențială pentru prevenirea creșterii suplimentare a primei de risc atașate de investitorii străini investițiilor pe piața locală, implicit pentru consolidarea dezinflației și redresarea pe baze sustenabile a economiei românești.

În actualul context, riscul ca evoluția viitoare a prețurilor internaționale ale materiilor prime agricole și energetice, inclusiv cel al petrolului, să provoace o deviere a ratei anuale a inflației de la traiectoria prognozată rămâne relativ echilibrat, cel puțin pe termen scurt. Evaluarea are în vedere, pe de o parte, încetinirea semnificativă a creșterii economice globale și perspectiva persistenței acestei tendințe, precum și recentul trend de scădere accentuată a prețurilor volatile ale produselor alimentare pe plan intern și potențiala prelungire chiar peste așteptări a acestuia, pe fondul continuării manifestării/amplificării efectelor favorabile ale șocului pozitiv de ofertă generat de producția agricolă a acestui an. Pe de altă parte, nu poate fi în totalitate exclusă posibilitatea unei creșteri neașteptate a prețurilor internaționale ale materiilor prime în eventualitatea intensificării operațiunilor de arbitrajare derulate pe anumite piețe, favorizate de lichiditatea abundentă injectată de marile bănci centrale și/sau în ipoteza, mult mai puțin probabilă însă, a revigorării în devans a cererii globale de asemenea bunuri.

În schimb, riscul ca anterioarele sau prefiguratele șocuri adverse ale ofertei să genereze unele efecte secundare este semnificativ atenuat, în condițiile în care ritmul alert al dezinflației din ultimele luni și perspectiva sensibil ameliorată a inflației sunt de natură să impulsioneze tendința de ajustare descrescătoare a anticipațiilor inflaționiste. Un efect inhibitor suplimentar asupra dinamicii salariilor, dar și asupra evoluției costului unitar cu forța de muncă, ar putea să-l exercite așteptările de încetinire a redresării economiei românești pe fondul slăbirii economiei globale. Evaluarea continuă a potențialului risc inflaționist indus de comportamentul de stabilire a salariilor – presupunând monitorizarea permanentă a evoluției salariilor și a gradului de corelare a acestora cu dinamica productivității muncii – este însă necesară, inclusiv din perspectiva impactului nefavorabil pe care l-ar putea avea asupra anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu măsurile de ajustare/eliminarea a unor prețuri administrate prevăzute a fi implementate pe orizontul îndepărtat al proiecției, constituind în cea mai mare parte condiționalități ale acordurilor convenite cu UE, FMI și Banca Mondială.

Date fiind perspectiva sensibil ameliorată a inflației, ce comportă menținerea ratei anuale prognozate a inflației în interiorul intervalului de variație din jurul punctului central de 3 la sută al țintelor de inflație de-a lungul anilor 2011 și 2012, dar și persistența asimetriei balanței riscurilor pe termen mediu la adresa acesteia, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 2 noiembrie 2011 reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 6,0 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.



Atitudinea judicioasă a băncii centrale vizează asigurarea în permanență a unor condiții monetare reale în sens larg adecvate ancorării eficace a anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici și menținerii durabile a ratei inflației în interiorul intervalului de variație, alături de menținerea stabilității financiare – elemente care, coroborate cu aplicarea angajamentelor privind consolidarea fiscală și a reformelor structurale asumate de autoritățile din România în cadrul acordurilor de finanțare convenite cu instituțiile internaționale, sunt esențiale pentru asigurarea unei redresări sustenabile a economiei românești.