



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

The background of the entire page is a detailed architectural line drawing of a grand, multi-story building with classical features. The drawing is rendered in a dark brown or sepia tone. It shows a large central dome with a grid-like pattern, several arched windows with decorative frames, and a prominent portico with columns on the right side. The drawing is a perspective view, showing the building's facade and a portion of its side.

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI
februarie 2012

Anul VIII, nr. 27
Serie nouă



Banca Națională a României

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

Februarie 2012

Anul VIII, nr. 27

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 tabelor 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

Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București

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

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 februarie 2012 și include informațiile disponibile până la data de 27 ianuarie 2012.

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

Lista abrevierilor

ACIS	Autoritatea pentru Coordonarea Instrumentelor Structurale
AIE	Administrația pentru Informații privind Energia (din cadrul Departamentului Energiei al SUA)
AMIGO	ancheta asupra forței de muncă în gospodării
ANOFM	Agencia Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
CE	Comisia Europeană
CNP	Comisia Națională de Prognoză
COICOP	clasificarea consumului individual pe destinații
CRB	Centrala Riscurilor Bancare
DAE	dobânda anuală efectivă
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
ESI	indicatorul de încredere în economie
Eurostat	Oficiul de Statistică al Comunităților Europene
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IPPI	indicele prețurilor producției industriale
IVU	indicele valorii unitare
MADR	Ministerul Agriculturii și Dezvoltării Rurale
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	Produsul Intern Brut
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBID	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele atrase de bănci
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
1W	o săptămână
1M	1 lună
3M	3 luni
6M	6 luni
12M	12 luni

Cuprins

SINTEZĂ	7
I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI	11
II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	14
1. Cererea și oferta	14
1.1. Cererea	15
1.2. Oferta	18
2. Piața muncii	19
3. Prețurile de import și prețurile de producție	21
III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	24
1. Politica monetară	24
2. Piețe financiare și evoluții monetare	27
2.1. Ratele dobânzilor	27
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	29
2.3. Moneda și creditul	30
IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	33
1. Scenariul de bază	35
1.1. Ipoteze externe	35
1.2. Perspectivele inflației	36
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	38
1.4. Riscuri asociate proiecției	43
2. Evaluarea de politică monetară	45

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC a coborât la sfârșitul trimestrului IV 2011 în apropierea punctului central (3 la sută) al intervalului-țintă, situându-se la nivelul de 3,14 la sută, cu 0,3 puncte procentuale sub cel atins la sfârșitul trimestrului III și cu 0,2 puncte procentuale sub nivelul prognozat în Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2011.

Menținerea unui ansamblu adecvat al condițiilor monetare reale în sens larg a contribuit la convergența ratei anuale a inflației la ținta stabilită pentru anul 2011, consolidând progresul substanțial al dezinflației din a doua parte a anului. Aceasta a fost susținută în principal de epuizarea efectului de runda întâi al majorării la 1 iulie 2010 a cotei TVA și de dispariția tensiunilor acumulate anterior pe piețele internaționale ale materiilor prime alimentare și energetice, sprijinită de abundența producției agricole interne.

La reducerea în trimestrul IV a ratei anuale a inflației au contribuit încetinirea sensibilă a ritmului de creștere a prețurilor combustibililor – datorată dinamicii prețului petrolului pe plan internațional, dar și unui efect de bază – și dinamica indicelui CORE2 ajustat¹. Influențele favorabile au fost atenuate, față de trimestrul anterior, de accelerarea creșterii prețurilor administrate, sub impactul eliminării subvențiilor pentru energia termică acordate de la bugetul de stat, precum și de ușoara încetinire a deflației înregistrate în termeni anuali pentru grupa prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare (legume, fructe, ouă).

La sfârșitul trimestrului IV, rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat s-a situat cu 0,36 puncte procentuale sub nivelul consemnat în luna septembrie (2,37 la sută față de 2,73 la sută). Alături de presiunile exercitate de menținerea cererii agregate sub nivelul PIB potențial, la reducerea inflației de bază au contribuit propagarea efectelor ofertei agricole abundente asupra prețurilor alimentelor procesate și atenuarea anticipațiilor inflaționiste. În sens contrar a acționat creșterea mai rapidă decât în trimestrul anterior a prețurilor importurilor, atât pe seama dinamicii prețurilor externe, cât și a deprecierei relative a monedei naționale față de euro și dolarul SUA.

În perioada octombrie-noiembrie 2011, salariile brute în industrie au avut o dinamică anuală mai rapidă decât cea a productivității muncii, având drept rezultat creșterea costurilor unitare cu forța de muncă. Este de așteptat însă ca, pe termen scurt, potențialul de acumulare a unor presiuni inflaționiste semnificative pe seama acestor evoluții să fie limitat de constrângerile cu care se confruntă producătorii pe fondul persistenței deficitului de cerere.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În ședința din 2 noiembrie 2011, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6 la sută pe an, de la 6,25 la sută. Decizia a fost motivată de îmbunătățirea sensibilă a perspectivelor pe termen scurt ale inflației, relevate de evoluțiile recente la acea dată și de proiecția macroeconomică actualizată. În același timp, prudența manifestată în dimensionarea reducerii ratei dobânzii a fost impusă de persistența riscurilor, relevante în special pe termen mediu, de abatere în sus a inflației de la traiectoria

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

prognozată de banca centrală. Aceste riscuri erau generate pe plan extern de implicațiile crizei datoriilor suverane asupra aversiunii față de risc a investitorilor și asupra volatilității fluxurilor de capital, iar pe plan intern de incertitudinea asociată conduitei politicii fiscale în perioada electorală următoare și ajustărilor prețurilor administrate.

Reluarea în luna noiembrie a tendinței de scădere a ratei anuale a inflației și datele disponibile referitoare la ajustarea descendentă a anticipațiilor privind inflația indicau probabilitatea ridicată a plasării ratei inflației la sfârșitul anului 2011 în apropierea punctului central (3 la sută) al intervalului-țintă și reconfirmau perspectiva decelerării în lunile imediat următoare atât a inflației totale, cât și a celei de bază. Pe de altă parte, dincolo de orizontul apropiat, persistau incertitudinile legate de evoluțiile mediului extern, ale fluxurilor de capital, ale prețurilor administrate, precum și ale unor prețuri volatile.

Evaluând atât perspectivele favorabile stabilizării ratei inflației în interiorul intervalului-țintă, cât și riscurile producerii unor influențe nefavorabile atingerii acestui obiectiv, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 5 ianuarie 2012 reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,75 la sută pe an.

Perspectivile inflației

Proiecția actualizată prevede menținerea ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație de ± 1 punct procentual din jurul țintei centrale (stabilită la 3 la sută pentru 2012 și la 2,5 la sută începând din 2013) pe întreaga perioadă de referință.

În trimestrul III 2011, creșterea în termeni anuali a PIB real s-a accelerat substanțial, datorită atât unui efect de bază, cât și dublării ratei trimestriale de creștere comparativ cu trimestrul II. Dinamica trimestrială a fost susținută de aportul semnificativ al producției agricole, de persistența creșterii producției industriale, corelată cu o dinamică favorabilă a exporturilor, precum și de revirimentul relativ din sectorul construcțiilor. Proiecția BNR prevede revenirea creșterii anuale și trimestriale a PIB la niveluri moderate începând din trimestrul IV 2011. Se anticipează că în anul 2012 creșterea economică va fi susținută de cererea internă de consum și investiții, aportul cererii externe fiind limitat în termeni relativi de încetinirea așteptată a activității economice din zona euro. Deficitul de cont curent al balanței de plăți, calculat ca pondere în PIB, este prevăzut a se menține pe întregul interval de prognoză la niveluri similare celui din anul 2011, evoluție care nu implică, *ceteris paribus*, ajustări semnificative ale cursului de schimb al monedei naționale. Presiunile dezinflaționiste exercitate de deficitul de cerere sunt prevăzute a se diminua treptat, cu începere din a doua jumătate a anului curent, fără a se epuiza însă până la orizontul proiecției.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2012 la nivelul de 3,2 la sută, cu 0,2 puncte procentuale peste cel anticipat în Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2011. Pentru sfârșitul anului 2013 se prevede o rată a inflației situată la nivelul de 3 la sută.

Trajectoriile ratelor anuale ale inflației IPC și CORE2 ajustat sunt similare celor prognozate în luna noiembrie. Rata inflației IPC va rămâne în interiorul intervalului de variație din jurul țintelor centrale pe întreaga perioadă de referință. Se anticipează atingerea, pe seama unor efecte statistice de bază, a unui nivel minim în trimestrul I 2012 (2 la sută) și a unui maxim în trimestrul III (3,8 la sută). Configurarea prudentă, pe întreg intervalul de prognoză, a condițiilor monetare în sens larg va asigura revenirea în trimestrul IV 2012 și menținerea, până la orizontul proiecției, a ratei anuale a inflației IPC la valori apropiate de nivelul de 3 la sută. Pentru rata inflației CORE2 ajustat se prevede stabilizarea, din trimestrul I 2012, la niveluri care nu vor depăși 2 la sută.

Ușoara revizuire în sus a prognozei ratei anuale a inflației IPC pentru sfârșitul anului 2012 este rezultatul unor contribuții relativ mai puțin favorabile decât cele proiectate anterior ale dinamicilor componentelor CORE2 ajustat, prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare (LFO) și prețurilor produselor din tutun. Scenariul de evoluție a prețurilor administrate este revizuit ușor mai favorabil pentru anul 2012 și în sens contrar în 2013. Ritmul prognozat de creștere a prețurilor combustibililor este mai lent în scenariul de bază curent decât în proiecția anterioară, pe întregul interval de prognoză. Revizuirea acestei componente este mai accentuată în 2013, când și dinamica indicelui CORE2 ajustat este anticipată a deveni comparativ mai favorabilă, ambii factori contribuind la prognozarea reducerii cu 0,2 puncte procentuale a ratei anuale a inflației IPC în decembrie 2013 față de decembrie 2012.

Diferențele marginale dintre proiecția actualizată a inflației CORE2 ajustat și cea anterioară sunt rezultatul unor reevaluări moderate ale influențelor factorilor fundamentali, cu efect net de compensare reciprocă. Astfel, anticipațiile privind inflația sunt mai reduse pe întregul interval de referință, în timp ce deficitul de cerere revizuit implică, în termeni relativi, presiuni dezinflaționiste mai scăzute. Creșterea anticipată a prețurilor de import este, comparativ cu proiecția anterioară, mai rapidă în prima parte a perioadei de referință și mai lentă în cea de-a doua parte.

Banca centrală va continua să urmărească poziționarea ratei dobânzii de politică monetară pe o traiectorie care să asigure o configurație a condițiilor monetare reale în sens larg adecvată consolidării perspectivelor de menținere durabilă a ratei inflației în interiorul intervalului-țintă pe întreaga perioadă de prognoză, precum și de redresare sustenabilă a procesului de creditare a economiei. În particular, este necesară o calibrare a condițiilor monetare în sens larg adecvată prevenirii reînflamării anticipațiilor inflaționiste ca urmare a creșterii temporare a ratei anuale a inflației, asociată unui efect de bază statistic nefavorabil, previzionată pentru trimestrul III 2012.

Balanța generală a riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației apare a fi înclinată în sensul unor abateri nefavorabile de la scenariul de bază. Atât factori externi, cât și interni constituie potențiale surse de risc.

Principalele surse externe de risc sunt persistența incertitudinilor cu privire la concretizarea unei soluționări ferme și credibile a crizei datoriilor suverane din zona euro și tensiunile politice și sociale din Orientul Mijlociu.

Prelungirea sau agravarea crizei datoriilor suverane ar accentua nervozitatea piețelor financiare internaționale și aversiunea la risc a investitorilor. Aceasta ar genera în context european și regional constrângeri severe în privința costurilor și accesului la finanțarea externă necesară redresării sustenabile a economiei românești și ar crea presiuni substanțiale asupra cursului de schimb al leului. Creșterea economică ar fi afectată negativ. Contractia cererii interne și deprecierea monedei naționale ar genera efecte divergente asupra dinamicii prețurilor, însă, date fiind viteza și intensitatea propagării efectelor deprecierei asupra prețurilor și anticipațiilor inflaționiste, este de așteptat ca efectul net să conducă la inflație mai rapidă decât în scenariul de bază.

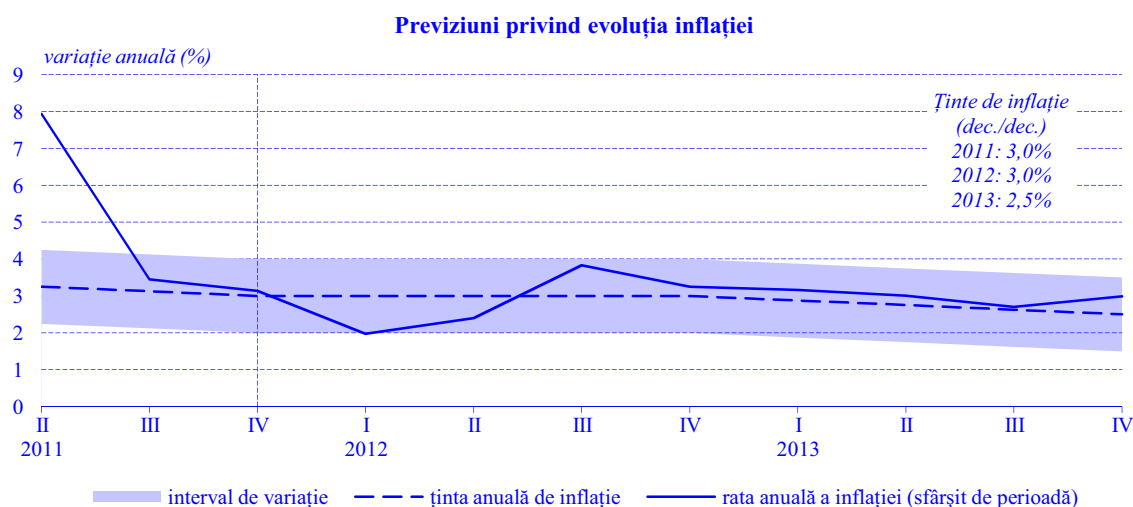
Escaladarea tensiunilor din Orientul Mijlociu ar putea conduce la creșteri substanțiale ale prețului petrolului pe piețele internaționale. Acest șoc advers de ofertă ar provoca abateri nefavorabile de la scenariul de bază atât în privința ratei inflației, cât și a creșterii economice.

Balanța riscurilor provenite din surse interne pare a fi mai puțin dezechilibrată decât cea a riscurilor externe. Calendarul electoral al acestui an reprezintă o sursă tipică de risc la adresa inflației, provenit din partea unor derapaje posibile în privința politicii fiscale și a implementării reformelor structurale. *A priori*, acest risc este atenuat de rezultatele bune înregistrate în aceste

domenii în anul 2011, ceea ce creează premise favorabile de continuare a fermității implementării măsurilor prevăzute în acordurile convenite cu UE, FMI și Banca Mondială. Cu toate acestea, balanța riscurilor legate de acest factor ar putea fi înclinată în sens nefavorabil în contextul manifestării unor presiuni de natură politică sau socială care ar putea periclita consecvența aplicării măsurilor convenite.

Riscurile asociate atât dinamicii prețurilor administrate, cât și celei a prețurilor volatile ale alimentelor sunt considerate a fi relativ simetrice față de scenariul adoptat în proiecția curentă.

Limitarea potențialului de manifestare a efectelor nefavorabile ale materializării riscurilor relevante asupra inflației și creșterii economice este strict condiționată de continuarea aplicării cu consecvență a programului economic de consolidare fiscală și reforme structurale stabilit în cadrul acordurilor convenite cu UE, FMI și Banca Mondială.



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

Sursa: INS, proiecție BNR

Decizia de politică monetară

Data fiind reconfirmarea perspectivei plasării ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație din jurul punctelor centrale ale țintelor de inflație stabilite pentru anii 2012 și 2013, dar și persistența unei relative asimetrii a balanței riscurilor pe termen mediu la adresa acesteia, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 2 februarie 2012 reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 5,50 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. Ajustarea graduală și judicioasă a condițiilor monetare reale în sens larg este de natură să contribuie la ancorarea eficace a anticipațiilor pe întreg orizontul proiecției, având în vedere perspectivele inflației, respectiv continuarea decelerării atât a inflației totale, cât și a celei de bază în perioada imediat următoare, dar și efectele statistice de bază nefavorabile care vor influența evoluția acesteia în partea a doua a anului 2012 (fără a depăși însă intervalul de variație de ± 1 punct procentual din jurul țintei de 3 la sută).

I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

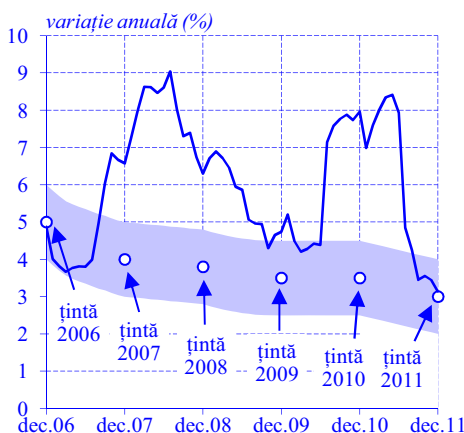
În decembrie 2011, rata anuală a inflației a coborât la 3,14 la sută, în proximitatea punctului central al țintei de 3 la sută ± 1 punct procentual stabilite pentru anul 2011. Scăderea substanțială a ratei inflației în partea a doua a anului a fost susținută de detensionarea piețelor materiilor prime alimentare și energetice (pe fondul producției agricole bune la nivel intern și internațional și, respectiv, al evoluției prețului extern al țiteiului), precum și de dispararea unor efecte statistice nefavorabile asociate majorării semnificative a prețurilor pe aceste piețe în perioada trimestrul III 2010 – trimestrul II 2011 și creșterii cotei taxe pe valoarea adăugată începând cu luna iulie 2010. Influența acestor factori, alături de persistența deficitului de cerere, a contribuit și la reducerea inflației măsurate pe baza indicelui CORE2 ajustat, care a ajuns la finele anului la 2,37 la sută (de la 4,76 la sută la sfârșitul trimestrului II 2011 și 2,73 la sută în luna septembrie). Pe parcursul trimestrului IV 2011, rata anuală a inflației IPC s-a încetinit cu 0,3 puncte procentuale, datorită scăderii inflației de bază și temperării creșterii anuale a prețurilor combustibililor, în timp ce dinamica prețurilor administrate a acționat în sens contrar.

În intervalul analizat, evoluția prețurilor volatile a avut o contribuție semnificativă la dezinflația anuală, prin contracția ritmului de creștere a prețurilor combustibililor (-4,1 puncte procentuale, până la 8,4 la sută în termeni anuali). Acestea au înregistrat pe parcursul trimestrului IV 2011 o variație lunară medie moderată (semnificativ inferioară celei corespunzătoare perioadei similare a anului anterior), ca rezultat conjugat al tendinței ușor descendente a cotațiilor petrolului pe plan internațional¹ și al deprecierei monedei naționale față de dolarul SUA. Pe de altă parte, prețurile legumelor, fructelor și ouălor (LFO) – cealaltă componentă a grupei prețurilor volatile – au încetat să acționeze în sens dezinflaționist, pe fondul inversării parțiale a corecțiilor abrupte consemnate în trimestrul anterior, variația lor anuală rămânând însă puternic negativă (-10,4 la sută în decembrie 2011).

Prețurile administrate s-au majorat cu 6,7 la sută în anul 2011, reprezentând circa o treime din inflația totală înregistrată la sfârșitul anului. Accelerarea ritmului anual de creștere a prețurilor administrate (+1,4 puncte procentuale față de septembrie 2011) s-a datorat în principal eliminării subvențiilor pentru energia termică acordate de la bugetul de stat, cu impact asupra tarifelor de furnizare a căldurii și apei calde. Acest impact a fost însă limitat de suportarea (integrală sau parțială) a diferenței de preț din

¹ Prețul petrolului Brent a scăzut la 108,1 dolari SUA pe baril în luna decembrie 2011 de la 110,9 dolari SUA pe baril în luna septembrie, în principal ca urmare a înrăutățirii perspectivelor de creștere economică globală.

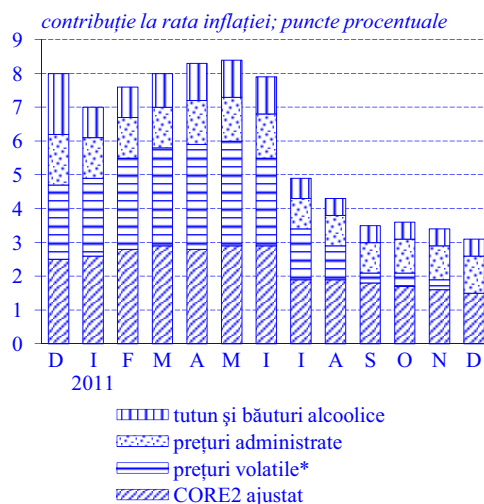
Evoluția inflației



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

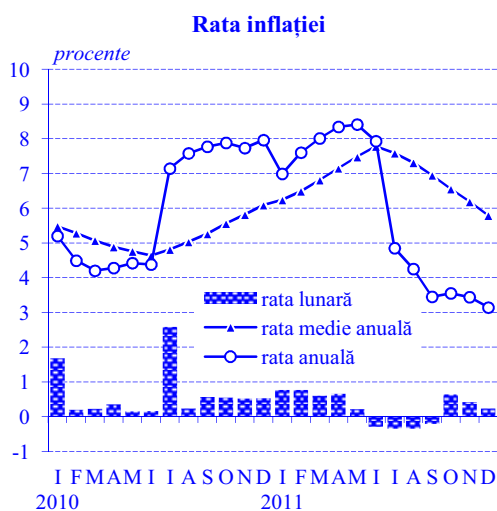
Sursa: INS, calcule BNR

Rata anuală a inflației

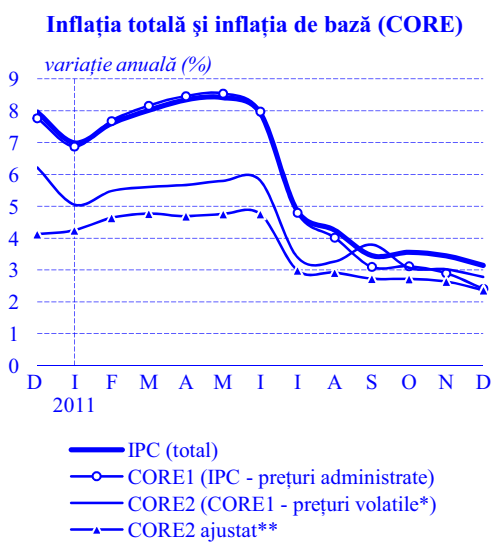


*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

Sursa: INS, calcule BNR



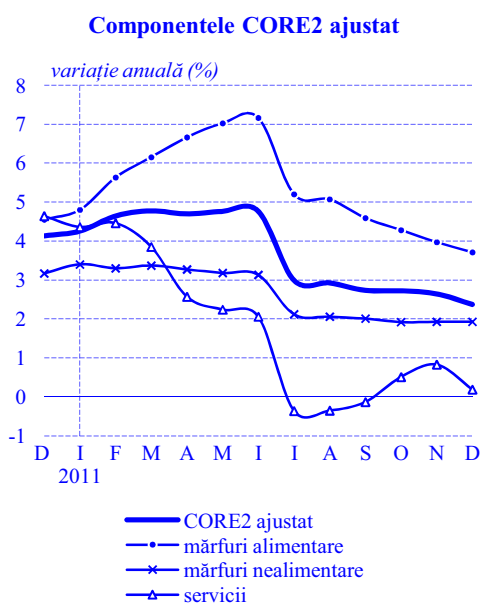
Sursa: INS



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

**) se elimină grupele: tutun și băuturi

Sursa: INS



Sursa: INS, calcule BNR

bugetele locale în peste jumătate din reședințele de județ (inclusiv capitala) în care mai există sistem centralizat de termoficare.

Variația anuală a prețurilor produselor din tutun (6,5 la sută în decembrie 2011) a continuat să oscileze în jurul valorilor minime² înregistrate de această grupă începând cu trimestrul III, odată cu eliminarea efectului de bază asociat majorării cotei TVA și în lipsa unor ajustări majore pe parcursul anului 2011 ale accizelor pentru aceste produse. Prin urmare, contribuția grupei la nivelul inflației anuale totale s-a menținut stabilă la circa 0,5 puncte procentuale.

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 menținut pe o traiectorie descendentă, ajungând la 2,37 la sută în termeni anuali (-0,36 puncte procentuale față de septembrie 2011), în principal pe seama scăderii ratei anuale a componentei alimentare, în timp ce inflația anuală aferentă grupei serviciilor libere a redevenit ușor pozitivă.

În intervalul analizat, trenarea cererii de consum³ (reflectată în persistența deviației negative a PIB față de potențial) a continuat să exercite o influență de natură dezinflaționistă la nivelul tuturor componentelor indicelui CORE2 ajustat.

În cazul mărfurilor alimentare, în același sens a acționat și oferta abundentă de produse agroalimentare atât pe piața autohtonă, cât și la nivelul producătorilor relevanți pe plan internațional; influența favorabilă a acestor factori a fost amplificată de atenuarea efectului statistic al șocurilor adverse de ofertă din perioada august 2010 – mai 2011. În acest context, impactul exercitat de majorarea tarifului la gazele naturale pentru producătorii industriali (+10 la sută la 1 iulie 2011, respectiv +8 la sută la 1 octombrie 2011) asupra costurilor de producție ale unor alimente procesate s-a regăsit într-o măsură redusă la nivelul prețurilor de consum.

Dinamica anuală a prețurilor mărfurilor nealimentare incluse în măsura CORE2 ajustat s-a redus marginal, în condițiile în care persistența deficitului de cerere a anulat influența nefavorabilă din partea prețurilor externe⁴, amplificată de tendința de depreciere a

² Din perioada 1996-2011.

³ În pofida unor semnale de reviriment al volumului încasărilor din comerțul cu amănuntul (exclusiv autovehicule și motocicletele) și din serviciile de piață pentru populație în intervalul octombrie-noiembrie 2011 față de trimestrul anterior (date ajustate sezonier), în termeni anuali, creșterea acestuia a rămas moderată, în condițiile în care a fost susținută și de persistența unui efect de bază favorabil (generat de modificarea graduală a comportamentului de consum, ca urmare a măsurilor de austeritate implementate începând cu 1 iulie 2010).

⁴ Aproximate prin prețurile producătorilor industriali de bunuri de consum (exclusiv mărfuri alimentare și tutun) din UE-15 pentru piața externă, disponibile pentru lunile octombrie și noiembrie.

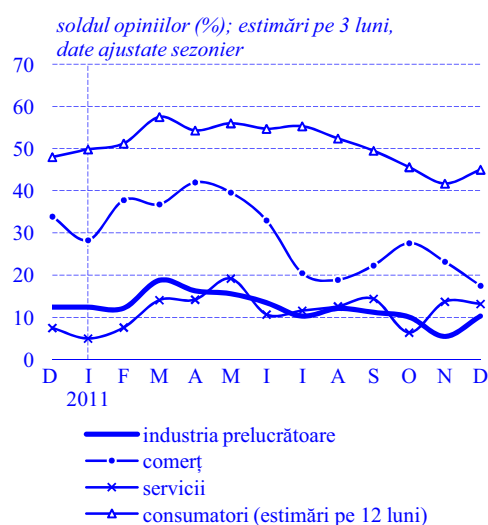
monedei naționale față de euro, în timp ce evoluția prețurilor interne de producție ale bunurilor de consum nu a fost de natură să genereze presiuni inflaționiste suplimentare. Evoluția cursului de schimb leu-euro a contribuit, alături de majorarea tarifelor energiei termice și ale serviciilor comunale, la ușoara accelerare înregistrată de ritmul anual de creștere a prețurilor serviciilor libere.

Anticipațiile inflaționiste ale consumatorilor⁵ și-au continuat traiectoria descendentă, coborând până la niveluri inferioare celor formulate anterior modificării cotei TVA. Având în vedere modul preponderent adaptiv de formare a anticipațiilor, o posibilă explicație pentru această ajustare rezidă în nivelul relativ scăzut în partea a doua a anului al prețurilor unor produse care fac obiectul unor achiziții cu frecvență ridicată (alimente, de exemplu), cu impact puternic asupra percepțiilor privind inflația.

Din perspectiva criteriului privind rata inflației prevăzut de Tratatul de la Maastricht, rata medie anuală a IAPC (5,8 la sută) înregistrează în continuare un decalaj pozitiv substanțial (+4,3 puncte procentuale față de media celor mai performante trei state membre UE), datorat impactului cumulat al șocurilor adverse de ofertă din ultimii doi ani (modificările survenite în regimul impozitelor indirecte, evoluția cotațiilor materiilor prime, mai ales a celor agricole, dinamica prețurilor administrate), ponderii semnificative mai ridicate a mărfurilor alimentare în coșul de consum, dar și persistenței unor rigidități structurale pe piețele bunurilor și serviciilor. Comparativ cu luna septembrie, ecartul s-a restrâns însă cu 1,3 puncte procentuale, în principal pe seama dezinflației susținute pe plan intern; aceasta a contribuit în aceeași măsură și la diminuarea decalajului față de inflația medie din Uniunea Europeană (până la 2,7 puncte procentuale).

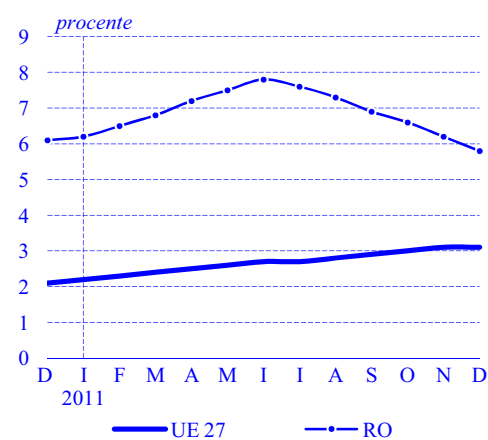
La finele anului 2011, rata anuală efectivă a inflației a fost cu 0,2 puncte procentuale inferioară proiecției prezentate în Raportul asupra inflației din luna noiembrie. Ecartul față de prognoză s-a datorat în principal supraevaluării riscurilor imediate generate de eliminarea subvenției pentru energie termică acordate de la bugetul de stat, care, în pofida așteptărilor, a fost compensată într-o măsură semnificativă de majorarea subvențiilor de la bugetele locale; o influență suplimentară, dar de mică amplitudine, a derivat din dinamica mai lentă decât cea proiectată a indicelui CORE2 ajustat. Un factor care a acționat în sens contrar asupra deviației de prognoză l-a constituit creșterea mai accentuată decât cea anticipată a prețurilor volatile alimentare.

Așteptările inflaționiste ale operatorilor economici



Sursa: CE-DG ECFIN

Rata medie anuală a IAPC

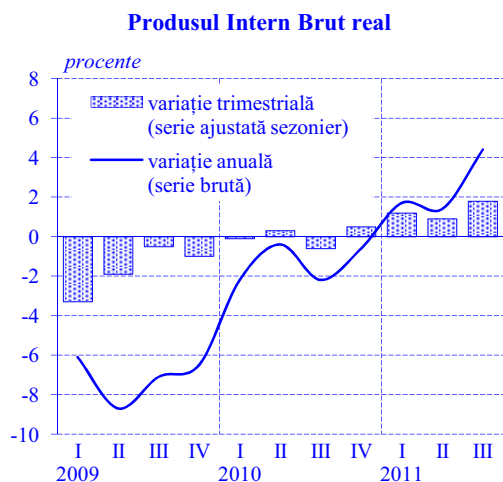


Sursa: Eurostat

⁵ Conform sondajului realizat de INS/CE-DG ECFIN.

II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

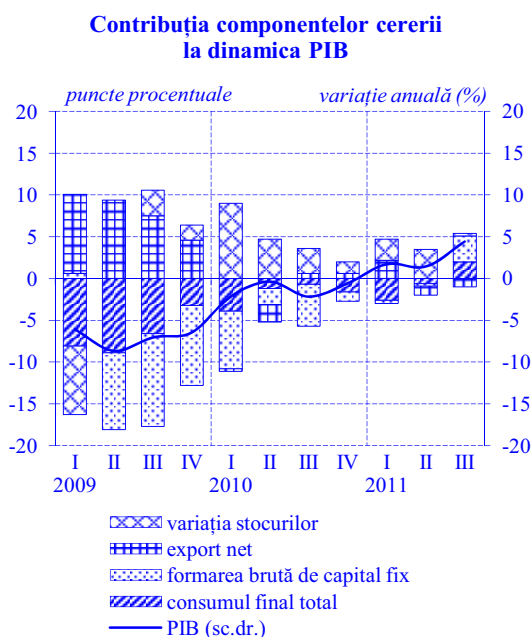
1. Cererea și oferta



Sursa: INS

În trimestrul III 2011, PIB real s-a majorat cu 4,4 la sută¹. Performanța în vizibilă ameliorare este atribuită atât dublării vitezei trimestriale de creștere în intervalul curent (până la 1,8 la sută²), cât și efectului de bază asociat contracției economice cu 0,6 la sută din trimestrul III 2010.

Revizuirea majoră în sens ascendent a PIB (serie ajustată sezonier) în primele două trimestre ale anului 2011 diminuează semnificativ relevanța comparației dintre proiecția pe termen scurt efectuată pentru trimestrul III 2011 în exercițiul anterior (+1,1 la sută în termeni trimestriali, +2,1 la sută în termeni anuali) și valoarea efectivă (+1,8 la sută, respectiv +4,4 la sută). Cu toate acestea, trebuie menționat că accelerarea de ritm proiectată pentru creșterea economică trimestrială (+0,9 puncte procentuale) a fost similară celei realizate.



Sursa: INS, calcule BNR

Comparativ cu perioadele anterioare, se poate observa că în trimestrul III analiza evoluției cererii agregate câștigă în substanță, în sensul că avansul PIB real – atât în termeni anuali, cât și trimestriali – este explicat, în esență, de componentele cu conținut economic, aportul pozițiilor reziduale („variația stocurilor” și „discrepanța statistică”) diminuându-se semnificativ (de la valori absolute apropiate de 20 de puncte procentuale în trimestrele I și II la circa 7 puncte procentuale). Astfel, intensificarea dinamicii anuale a PIB a fost imprimată de revigorarea absorbției interne, atât pe segmentul consumului final, cât și pe cel al investițiilor, în timp ce contribuția cererii externe nete s-a menținut negativă.

În ceea ce privește evoluția seriei trimestriale a PIB real, accelerarea ratei de creștere în intervalul analizat (de la +0,9 la +1,8 la sută) a fost susținută, pe de o parte, de cererea internă (remarcându-se dublarea dinamicii trimestriale a consumului privat, până la +2 la sută, dar și avansul cu 0,8 la sută al investițiilor), iar pe de altă parte de segmentul extern al cererii – exporturile au consemnat un ritm mai alert de creștere comparativ cu importurile de bunuri și servicii, astfel încât, pentru prima oară în 2011, contribuția netă a sectorului extern la dinamica PIB a fost pozitivă (0,6 puncte procentuale).

¹ În absența unei mențiuni explicite, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum, determinate pe baza seriilor de date neajustate.

² Evoluțiile curente indică modificări față de trimestrul anterior și sunt calculate pe baza seriilor ajustate sezonier.

Pe partea ofertei, toate sectoarele economice au înregistrat dinamici trimestriale pozitive în perioada analizată. Agricultură a avansat cel mai rapid (+8,5 la sută), însă merită menționat faptul că o accelerare a ratei de creștere a PIB real se observă și în cazul excluderii acestui sector (cu 0,5 puncte procentuale, până la 1,2 la sută).

1.1. Cererea

Inversarea traiectoriei consumului final în trimestrul III 2011 a fost imprimată de redresarea componentei private a acestuia – de la -0,7 la sută la +3,1 la sută.

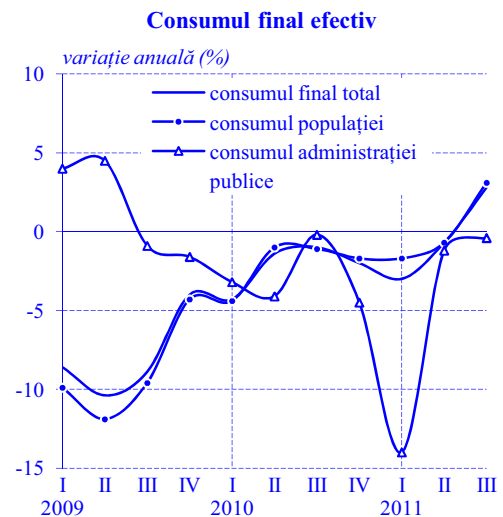
Chiar dacă autoconsumul și achizițiile de pe piața țărănească au reprezentat segmentul cel mai dinamic al consumului final al populației, pe fondul recoltei agricole peste așteptări, nu poate fi ignorată îngustarea până la un nivel apropiat de zero a contribuției negative a cumpărărilor de bunuri și servicii, rezultat atribuit nu numai efectului de bază asociat scăderii consumului în lunile imediat următoare creșterii cotei standard a TVA și ajustărilor salariale severe în sectorul bugetar (iulie 2010), ci și unei variații ușor pozitive în perioada curentă. Similar perioadei anterioare, mărfurile importate și-au consolidat poziția pe piața bunurilor de consum, în condițiile menținerii ritmurilor anuale pozitive pentru volumul fizic³ al bunurilor de uz curent și al celor de folosință îndelungată achiziționate din exterior, concomitent cu întârzierea relansării ofertei interne pe aceste două categorii de produse⁴ – singura excepție o reprezintă autovehiculele, în cazul cărora avansul importurilor a fost depășit de volumul vânzărilor efectuate de producătorii autohtoni.

În ceea ce privește principalele canale de finanțare a consumului, trimestrul III a marcat atenuări ale ratelor anuale de scădere. În cazul venitului disponibil al populației⁵, un aport important la temperarea declinului a venit efectului de bază, în timp ce, în cazul creditelor de consum și *overdraft*, noua contracție reală relevată de seria datelor de stoc s-a produs pe fondul menținerii influenței unui cumul de factori restrictivi – gradul ridicat de îndatorare a populației, nivelul încă înalt al ratelor dobânzilor (în special pentru împrumuturile în lei), starea de incertitudine manifestă atât la nivelul populației (cu privire la situația financiară

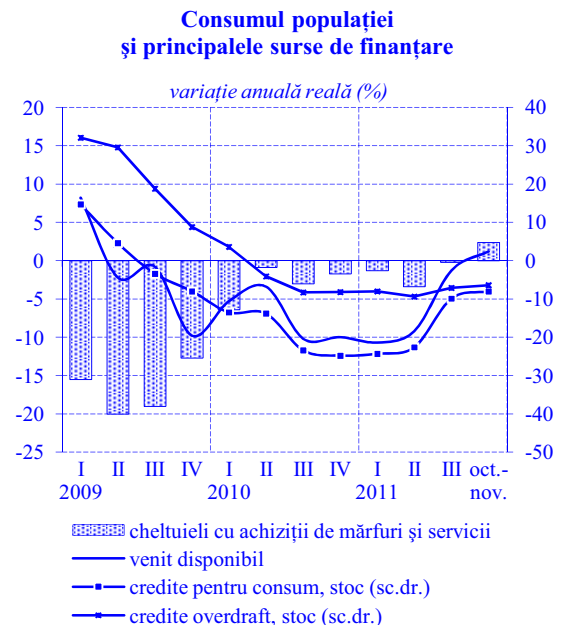
³ Modificările volumului fizic al exporturilor și importurilor de bunuri au fost calculate pe baza datelor din bilanța de plăți, deflate cu indicii valorii unitare în comerțul internațional. Pentru analiza în structură s-a utilizat Nomenclatorul Combinat.

⁴ Evoluția ofertei interne de bunuri este estimată pe baza volumului cifrei de afaceri aferente producției industriale pentru piața internă.

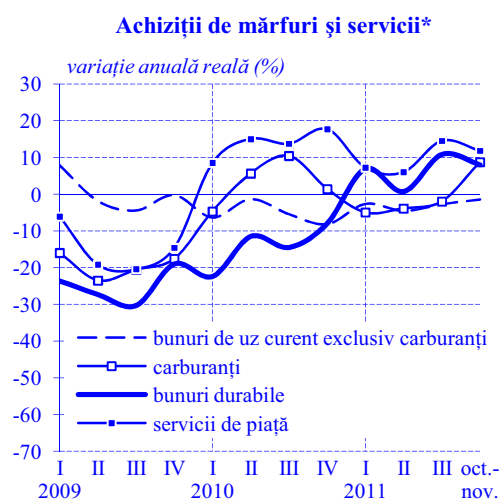
⁵ Aproximat prin suma dintre veniturile din salarii, transferurile sociale (asigurări sociale de stat, asigurări de șomaj și de sănătate) și fluxurile din exterior sub forma remiterilor din munca în străinătate și a transferurilor curente private de la nerezidenți.



Sursa: INS

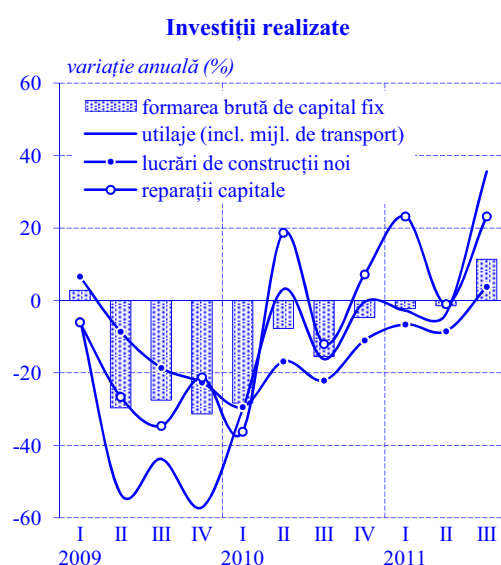


Sursa: INS, MFP, calcule BNR



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

Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

viitoare), cât și în rândul băncilor (legată de evoluția economiei și a disponibilității finanțării).

Din perspectiva influenței asupra prețurilor de consum, evoluțiile curente ale volumului cifrei de afaceri din comerț în cazul produselor cu reprezentativitate ridicată în coșul de consum al populației nu sugerează presiuni semnificative din partea cererii, în condițiile în care cererea de bunuri alimentare a continuat să stagneze, iar volumul total al achizițiilor de bunuri nealimentare de uz curent a continuat să se restrângă în termeni trimestriali, în pofida ritmurilor mai alerte consemnate pe unele segmente (produse farmaceutice și cosmetice, confecții, dar mai ales bunuri comandate *on-line*).

Consumul final guvernamental a înregistrat o nouă atenuare a ritmului de scădere (de la -1,2 la sută la -0,4 la sută, variații anuale); prin urmare, după trei trimestre consecutive, această componentă și-a întrerupt influența negativă asupra dinamicii PIB.

În trimestrul III 2011, bugetul general consolidat a înregistrat un deficit de 2 425 milioane lei⁶ (echivalent cu 0,4 la sută din PIB⁷), acesta continuând să se plaseze la un nivel sensibil inferior celui consemnat în perioada similară a anului anterior (5 309 milioane lei⁸, echivalentul a 1 la sută din PIB). Ameliorarea rezultatelor execuției bugetare s-a datorat exclusiv accelerării creșterii⁹ veniturilor bugetare totale (4,4 la sută, față de 0,7 la sută în trimestrul II), în condițiile în care contracția în termeni anuali a cheltuielilor bugetare totale a fost inferioară celei din trimestrul precedent (-2,3 la sută, comparativ cu -7,5 la sută). Aceasta a fost în principal consecința reducerii valorii negative a dinamicii anuale a cheltuielilor de personal (-6,2 la sută, comparativ cu -23,5 la sută, inclusiv ca urmare a efectului de bază asociat diminuării salariilor personalului din sectorul bugetar în a doua jumătate a anului anterior), a cheltuielilor cu asistența socială, precum și a sumelor alocate „altor transferuri” și subvențiilor, căreia i s-a asociat intrarea în teritoriul pozitiv a variației anuale a cheltuielilor cu proiecte având finanțare din fonduri externe nerambursabile.

În trimestrul III 2011, segmentul de cerere cu cea mai alertă rată anuală de creștere a fost formarea brută de capital fix (11,4 la sută), însă trebuie precizat faptul că, în afara creșterii trimestriale cu 0,8 la sută înregistrate în perioada curentă, redresarea în termeni

⁶ Datele preliminare publicate de MFP cu privire la nivelul deficitului bugetului general consolidat pentru perioada ianuarie-septembrie 2011 relevă respectarea plafonului convenit cu FMI pentru primele nouă luni ale acestui an.

⁷ Pentru analiză au fost folosite datele operative publicate de MFP privind execuția bugetară pe luna septembrie 2011.

⁸ Datele aferente execuției bugetare din 2010 au fost recalculat de către MFP pentru a asigura comparabilitatea cu cele din 2011.

⁹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmurile anuale de creștere exprimate în termeni reali.

anuali a cererii de investiții încorporează un efect de bază semnificativ. Analiza în structură relevă ameliorări la toate categoriile de cheltuieli: (i) achizițiile de utilaje (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții) s-au extins cu 35,6 la sută, pe seama dinamizării achizițiilor de bunuri de capital atât de pe piața autohtonă⁴, cât și din import³; (ii) volumul investițiilor în construcții a crescut atât pe segmentul obiectivelor noi, cât și pe cel al reparațiilor capitale (cu 3,8 la sută, respectiv 23,2 la sută), însă în ambele situații performanța este atribuită unor efecte de bază consistente, în timp ce evoluțiile curente au fost negative; (iii) și în cazul „altor investiții” (în principal cheltuieli de capital efectuate în agricultură și cheltuieli pentru serviciile asociate transferului de proprietate) s-a produs o inversare a traiectoriei, volumul corespunzător acestei poziții majorându-se cu 9,4 la sută față de perioada similară din anul precedent.

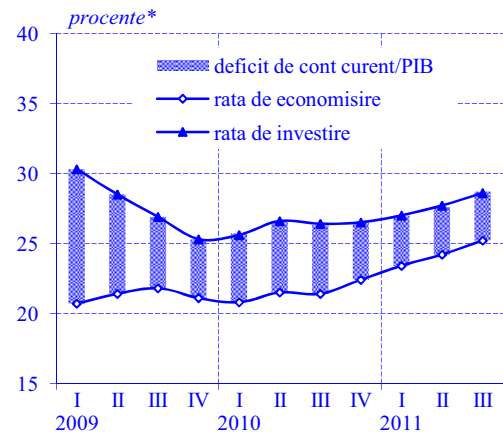
Intensificări ale acumulărilor de capital s-au înregistrat îndeosebi în: (i) sectorul bugetar (creștere reală de peste 36 la sută a cheltuielilor de capital relevante de execuția bugetară) și (ii) sectorul corporatist, unde susținere au oferit atât sursele proprii (concluzie sugerată de accelerarea până la circa 6 la sută a ritmului anual de creștere a valorii adăugate brute aferente sectoarelor nebugetare), cât și cele împrumutate destinate achiziționării de echipamente și autovehicule – volumul creditelor bancare pentru echipamente¹⁰ s-a extins cu aproape 11 la sută, iar valoarea în euro a contractelor de *leasing* financiar pentru investiții în echipamente și autovehicule a crescut cu peste 20 la sută și respectiv 50 la sută comparativ cu trimestrul III 2010. Traietorii descrescătoare au consemnat însă sursele financiare împrumutate de sectorul corporatist în scop imobiliar (fie sub formă de credite, fie în sistem *leasing*), precum și fluxul investițiilor străine directe ale nerezidenților, a cărui valoare pe ultimele patru trimestre s-a redus cu circa 64 la sută. La nivelul populației, datele statistice disponibile indică înclinație redusă către investiții, în condițiile în care venitul disponibil real s-a plasat în continuare sub nivelul înregistrat în perioada similară a anului precedent, iar soldul creditelor imobiliare a consemnat o majorare nesemnificativă.

În ceea ce privește cererea externă, volumul exporturilor de bunuri și servicii și-a accelerat cu 2,6 puncte procentuale rata anuală de creștere (până la 8,9 la sută), ca urmare a menținerii pe trend ascendent a economiei la nivelul UE-25, dar și a extinderii relațiilor comerciale în afara acestei regiuni¹¹. Dependența pronunțată a

¹⁰ Calculele privind creditele pentru echipamente și cele imobiliare au la bază datele furnizate de Centrala Riscurilor Bancare.

¹¹ Deși de amplitudine ușor inferioară față de trimestrul II, dinamica anuală a PIB real la nivelul UE-25 a fost din nou pozitivă (1,3 la sută), evoluție care a antrenat o nouă creștere a cererii de bunuri și servicii din import (3,5 la sută în termeni anualii). Cât privește orientarea către piețe extra-UE, datele disponibile relevă, și pentru trimestrul III, un ritm anual mai alert de creștere a valorii exporturilor comparativ cu cel aferent livrărilor de bunuri pe piața comunitară.

Rata de investire și rata de economisire

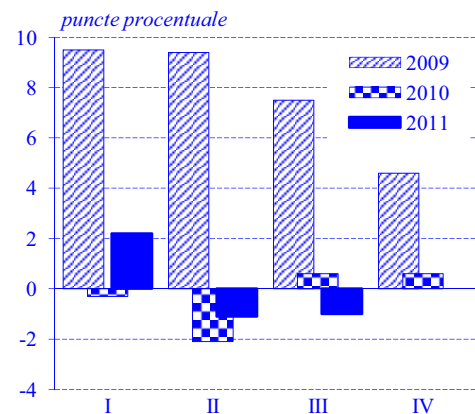


*) media ultimelor 4 trimestre

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

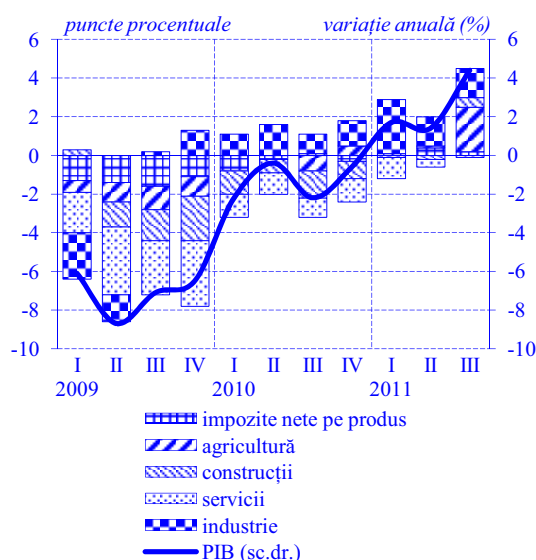


Sursa: INS, calcule BNR

exporturilor de achizițiile din străinătate, dublată de ameliorarea cererii interne au generat intensificarea dinamicii anuale și pe partea importurilor de bunuri și servicii, comparativ cu intervalul precedent (până la 10,5 la sută, variație reală). În consecință, viteza de creștere a importurilor a rămas superioară celei aferente exporturilor, generând astfel menținerea în plaja negativă de valori a contribuției cererii externe nete la dinamica PIB (-1 punct procentual).

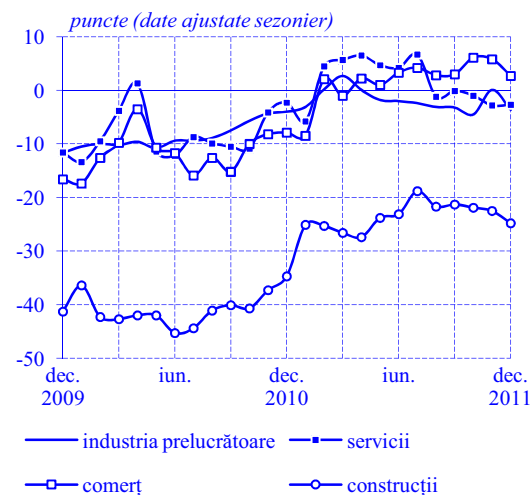
Mai mult de jumătate din avansul înregistrat de exporturile de bunuri s-a datorat grupelor „mașini și echipamente” și „mijloace de transport”³³ – în primul caz, volumul fizic al livrărilor pe piața externă s-a majorat cu aproape 16 la sută (viteză de 1,6 ori mai mare decât cea înregistrată în trimestrul II), iar în cel de-al doilea s-a consemnat revenirea exporturilor pe trend ascendent (+12,2 la sută, de la -6,3 la sută în perioada anterioară).

Contribuția componentelor ofertei la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

Sectorul corporatist: indicatorii de încredere pentru următoarele 3 luni



Sursa: CE-DG ECFIN

1.2. Oferta

Accelerarea ritmului anual al PIB real în trimestrul III s-a datorat, în principal, dinamizării valorii adăugate brute din industrie, agricultură și construcții și, în măsură mai mică, atenuării pantei descendente a VAB din servicii. Evoluțiile trimestriale indică variații pozitive în perioada curentă la nivelul tuturor sectoarelor economice, însă nu poate fi ignorată nici manifestarea unor efecte de bază, mai accentuate în agricultură și construcții.

Aproape jumătate din avansul de 4,4 la sută al PIB s-a datorat agriculturii. În termeni anuali, ritmul de creștere a VAB aferente acestui sector s-a majorat de 6,5 ori comparativ cu cel consemnat în trimestrul II, până la 22,1 la sută, performanța fiind atribuită în esență producției vegetale remarcabile din anul 2011.

Industria a înregistrat, și în trimestrul III, o contribuție pozitivă la dinamica PIB (1,5 puncte procentuale), ca urmare a majorării cu 5,9 la sută a VAB față de perioada similară a anului precedent. Creșterea cererii, atât pe segmentul extern, cât și pe cel autohton, a determinat intensificarea activității într-o serie de ramuri cu pondere ridicată în producția sectorului – industria metalurgică, industria de mașini și echipamente, industria mijloacelor de transport rutier și, prin asociere, cea a echipamentelor electrice.

O contribuție pozitivă la creșterea PIB real, însă de amplitudine inferioară celei aferente agriculturii și industriei, a avut și sectorul construcțiilor (0,5 puncte procentuale), în condițiile în care dinamica anuală a VAB și-a inversat semnul (de la -1,9 la sută în trimestrul II la +6,9 la sută). Evoluția s-a datorat, în principal, lucrărilor pentru clădiri, atât pe segmentul rezidențial, cât și pe cel nerezidențial.

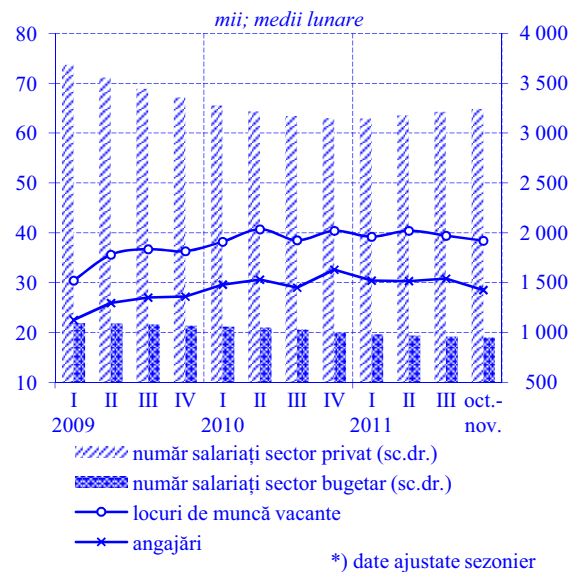
VAB aferentă serviciilor a continuat să se restrângă, însă într-un ritm de 4 ori mai lent decât cel înregistrat în trimestrul II (-0,2 la sută în termeni anuali). Intensificarea ușoară a ratei anuale de creștere a activităților de comerț cu ridicata și amănuntul, reparare a automobilelor și a articolelor casnice, hoteluri și restaurante, transporturi și telecomunicații (dinamică anuală de 1,4 la sută) și creșterea fragilă consemnată de poziția „activități financiare, imobiliare, închirieri și servicii pentru întreprinderi” (0,2 la sută) nu au fost suficiente pentru a contrabalansa noua contracție înregistrată de VAB aferentă serviciilor publice (-4,4 la sută), dar au reușit totuși să atenueze vizibil contribuția negativă a întregului sector la dinamica PIB real.

2. Piața muncii

Conform așteptărilor, condițiile pe piața muncii au rămas relativ stabile în perioada septembrie-noiembrie 2011. Totuși, deteriorarea climatului economic european a afectat, alături de unele influențe adverse pe partea ofertei, dinamica producției industriale și, în consecință, ritmul anual de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă din industrie s-a menținut în teritoriu pozitiv. În acest context, deși operatorii economici din sectorul privat manifestă un optimism moderat cu privire la absorbția netă de personal în prima parte a anului 2012, aceștia rămân preocupați de limitarea costurilor salariale. Prin urmare, se anticipează că, pe termen scurt, riscul de apariție a unor presiuni inflaționiste asociate majorării câștigurilor salariale va rămâne relativ redus.

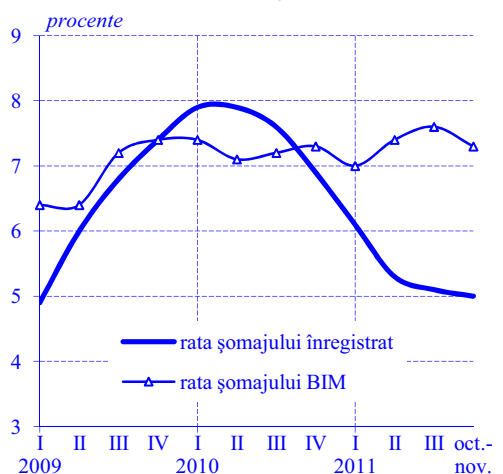
Stabilizarea condițiilor pe piața muncii¹² este ilustrată de evoluția fluxurilor de personal în sectorul privat – activitatea de recrutare a continuat într-un ritm ușor inferior celui înregistrat în lunile anterioare, iar angajatorii au operat mai puține disponibilizări, astfel încât numărul de salariați înregistrați pe ansamblul economiei și-a menținut tendința ascendentă. Rata șomajului înregistrat a scăzut marginal (la 5 la sută), deși în sectorul bugetar au avut loc în continuare reduceri de personal. La nivelul sectorului privat, creșterea numărului de salariați s-a datorat în special serviciilor, în timp ce în industrie și construcții, dinamica lunară pozitivă a acestui indicator a cunoscut o încetinire, posibile explicații fiind: restrângerea producției în unele industrii afectate de scumpirea produselor energetice sau de probleme de aprovizionare, deteriorarea perspectivelor de creștere economică în UE – principala piață de desfacere a producătorilor industriali autohtoni – și intensificarea crizei financiare internațională, cu impact advers asupra proiectelor de investiții. Pentru perioada decembrie 2011 – martie 2012, așteptările companiilor privind

Măsuri ale cererii de forță de muncă*



Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR

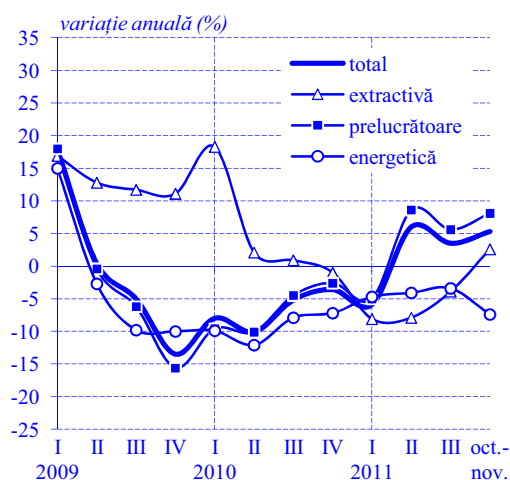
Rata șomajului*



Sursa: INS, calcule BNR

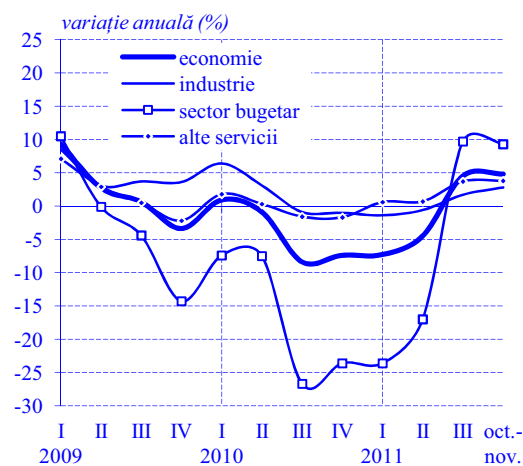
¹² Date ANOFM și INS ajustate sezonier de BNR.

Costul unitar cu forța de muncă în industrie



Sursa: INS, calcule BNR

Salariul net real*



*) deflatat cu IPC

Sursa: INS, calcule BNR

gradul de ocupare¹³ indică un relativ optimism în comerțul cu amănuntul, stabilitate în industria prelucrătoare și în alte servicii și o ușoară înrăutățire în construcții.

În industrie, factorii limitativi de pe partea ofertei mai sus menționați și atenuarea ritmului de creștere a cererii externe au împiedicat redresarea dinamicii productivității muncii, astfel încât costurile unitare cu forța de muncă au continuat să se situeze la niveluri superioare celor din perioada similară a anului anterior (cu 5,3 la sută în intervalul octombrie-noiembrie 2011). Persistența deficitului de cerere în economia națională și intensificarea concurenței pe plan extern, în contextul moderării cererii la nivel global, constituie însă, pe termen scurt, contraponderi pentru presiuni de acest tip asupra prețurilor, fiind de așteptat ca producătorii autohtoni să recurgă la măsuri de control al costurilor sau să accepte reducerea marjelor de profit pentru a-și conserva cota de piață.

Ritmul anual de creștere a salariului mediu net pe economie (8,5 la sută în intervalul octombrie-noiembrie 2011, față de 8,8 la sută în trimestrul III 2011) a fost, în continuare, influențat de efectul de bază favorabil asociat salariilor din sectorul bugetar (13,1 la sută). În sectorul privat, dinamica anuală a salariului net s-a menținut la nivelul consemnat în trimestrul III (7,1 la sută), ca urmare a unor evoluții sectoriale mixte (accelerare de ritm în industrie și construcții; decelerare în servicii). Pentru trimestrul I 2012 se anticipează o încetinire a ratei anuale de creștere a salariului mediu net pe economie, date fiind: (i) politica salarială prudentă promovată de autorități – înghețarea salariilor din sectorul bugetar; majorarea modestă a salariului minim brut pe economie (cu 4,5 la sută, de la 670 lei la 700 lei începând cu 1 ianuarie 2012); (ii) dispariția efectului de bază menționat; (iii) estimările companiilor private¹⁴ referitoare la acordarea unor creșteri salariale moderate.

În ceea ce privește venitul disponibil real, dinamica anuală a acestuia a ajuns la 1,2 la sută în lunile octombrie-noiembrie 2011, după o valoare de -1,3 la sută în trimestrul III. Din perspectiva potențialului de impulsivitate a cererii de consum, înregistrarea unei accelerări de ritm până la valori pozitive nu generează riscuri la adresa plasării ratei inflației pe o traiectorie compatibilă cu atingerea țintelor stabilite, în condițiile în care evoluția s-a datorat nu doar ameliorării unor variabile nominale sau reale – creșterea numărului de salariați, continuarea procesului de dezinflație, atenuarea ritmului de scădere a remiterilor muncitorilor români din străinătate –, ci și persistenței efectului statistic asociat măsurilor de natură salarială din sectorul bugetar începând cu luna iulie 2010.

¹³ Sondajul INS/DG ECFIN privind evoluția anticipată a numărului de salariați în următoarele trei luni.

¹⁴ A se vedea studiul Paywell România 2011, realizat de PricewaterhouseCoopers.

3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul III 2011, presiunile inflaționiste exercitate de prețurile de import și de cele de producție au continuat să se tempereze, pe fondul evoluțiilor pozitive de pe piețele externe ale materiilor prime, dar și ca urmare a unei conjuncturi interne favorabile (rezultate foarte bune consemnate în agricultură). Pentru trimestrul IV 2011 nu se întrevăd modificări de tendință, posibile presiuni putând fi însă asociate majorării costurilor cu utilitățile (resimțite încă din trimestrul III la nivelul sectorului industrial), precum și deprecierei monedei naționale.

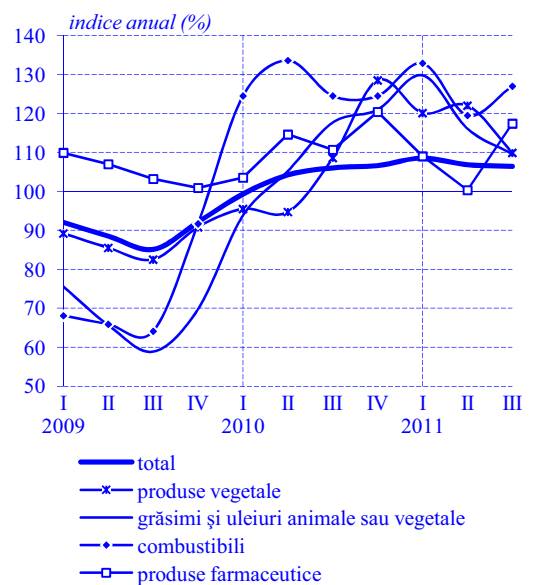
În perioada iulie-septembrie 2011, aportul nefavorabil exercitat de prețurile de import asupra celor interne a continuat să se atenueze, în principal pe fondul aprecierii monedei naționale față de dolarul SUA (principala monedă de decontare pentru materiile prime importate), dar și al reducerii (destul de modeste însă) a indicelui valorii unitare a importurilor (-0,4 puncte procentuale, până la 106,4 la sută).

Din perspectiva prețurilor bunurilor importate cu pondere în coșul de consum, se remarcă evoluții favorabile în cazul mărfurilor alimentare – în directă asociere cu trendul descendent al prețurilor externe ale materiilor prime agricole –, dar și al unor bunuri nealimentare (îmbrăcăminte, încălțăminte). O influență de sens contrar au continuat să exercite produsele farmaceutice, în condițiile în care modificările intervenite în cadrul legislativ al sectorului și recuperarea mult mai rapidă a contravalorii mărfurilor vândute au condus la intensificarea exporturilor de medicamente, cu impact în planul restrângerii ofertei interne și, ulterior, la necesitatea apelului la importuri de completare, cu costuri mai ridicate. O accelerare de ritm s-a consemnat și în cazul combustibililor, probabil pe fondul volatilității ridicate a cotațiilor petrolului pe piețele internaționale (indicele valorii unitare s-a majorat cu 7,5 puncte procentuale, până la 127 la sută).

În cazul bunurilor de capital, scăderea prețurilor externe ale metalelor a contribuit la diminuarea indicilor valorii unitare a importurilor pe unele segmente până la valori subunitare¹⁵. Presiuni în creștere s-au consemnat însă în cazul mijloacelor de transport, posibil ca urmare a reorientării către importuri de mașini noi (în defavoarea celor *second-hand*), pe fondul perspectivelor de modificare a taxei auto.

Pentru trimestrul IV 2011 este posibilă menținerea tendinței observate la nivelul prețurilor externe, această influență favorabilă fiind însă atenuată de deprecierea cursului de schimb al monedei naționale în raport cu principalele valute.

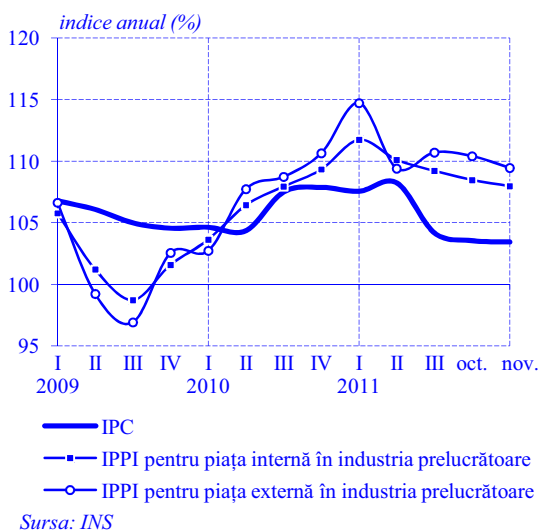
Principalele surse de presiune la nivelul valorii unitare a importurilor



Sursa: INS, calcule BNR

¹⁵ În cazul grupei cazane, turbine, motoare, aparate și dispozitive mecanice.

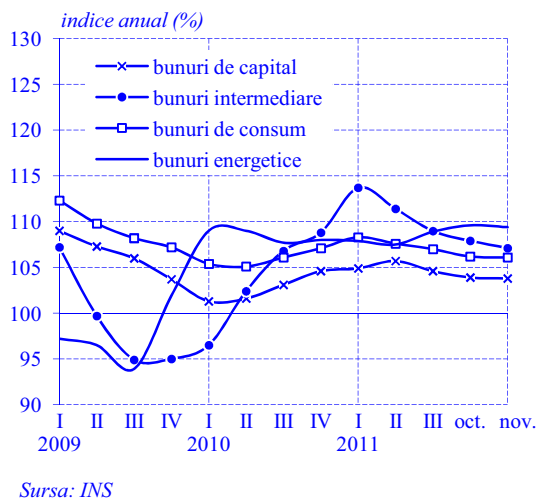
Prețurile producției industriale și de consum



În trimestrul III 2011, dinamica anuală a prețurilor de producție pentru piața internă a continuat să se tempereze, mai lent însă decât în intervalele precedente (-0,4 puncte procentuale comparativ cu trimestrul II 2011, până la 7,9 la sută), în condițiile în care efectul favorabil al detensionării piețelor externe ale materiilor prime și al aprecierii leului în raport cu dolarul SUA a fost parțial atenuat de reticența producătorilor de a scădea prețurile, pe fondul majorării costurilor cu utilitățile.

Aceste evoluții s-au regăsit în special în dinamica prețurilor de producție ale bunurilor intermediare (-2,4 puncte procentuale, până la 9 la sută), în contextul menținerii traiectoriei descendente a prețurilor externe ale metalelor (cu efecte favorabile și asupra prețurilor de producție ale bunurilor de capital: -1,2 puncte procentuale, până la 4,6 la sută). O influență de sens contrar la nivelul grupei bunurilor intermediare a fost exercitată de majorarea prețului gazelor naturale cu 10 la sută (de la 1 iulie) la nivelul operatorilor industriali, vizibilă în sectorul chimic, unde creșterea costurilor a putut fi transmisă în prețuri pe fondul cererii mai mari de îngrășăminte, specifică anului agricol bun.

Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale



În cazul prețurilor de producție ale bunurilor energetice s-a consemnat o accelerare de ritm (+1,3 puncte procentuale, până la 8,9 la sută), posibil pe seama volatilității ridicate a cotațiilor țițeiului pe piețele externe. Potrivit declarațiilor principalului operator de profil, o explicație suplimentară a creșterii prețurilor rezidă în extinderea activității de transport ca urmare a cererii mai mari a sectorului industrial. În plus, o presiune asupra costurilor de producție a fost generată probabil de majorarea semnificativă a cheltuielilor de investiții în contextul exploatării unor noi zăcăminte.

La nivelul bunurilor de consum, panta descendentă a dinamicii anuale a prețurilor de producție (-0,6 puncte procentuale, până la 7 la sută) s-a datorat exclusiv segmentului alimentar, favorizat de rezultatele peste medie din agricultură. Rata anuală de creștere a prețurilor de producție în industria alimentară rămâne însă ridicată (15,5 la sută), producătorii explicând rigiditatea prețurilor prin creșterea costurilor cu utilitățile, precum și prin recuperarea pierderilor acumulate în perioadele anterioare. În ceea ce privește segmentul nealimentar, accelerarea de ritm poate fi parțial atribuită deprecierei monedei naționale față de euro.

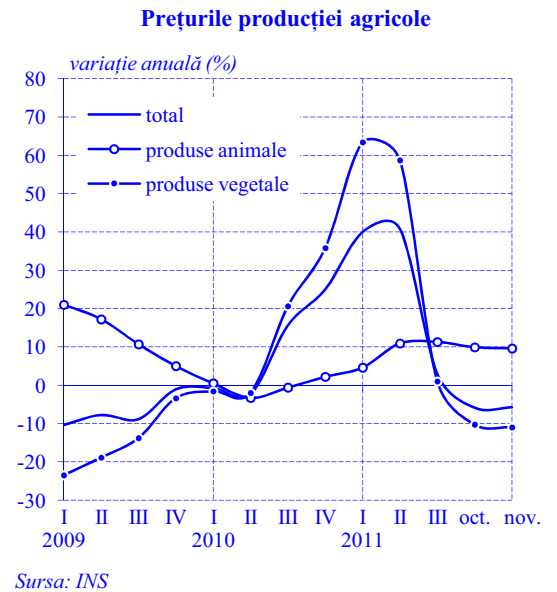
Pentru perioada următoare, este posibilă continuarea traiectoriei descendente a prețurilor de producție pentru piața internă începută în trimestrul II 2011, dinamica anuală situându-se la 7,2 la sută în luna noiembrie, evoluție facilitată de menținerea tendințelor pe

piețele externe ale materiilor prime, precum și de contracția cererii¹⁶.

În trimestrul III 2011, prețurile producției agricole au consemnat o decelerare semnificativă a dinamicii anuale (-37,8 puncte procentuale, până la 3 la sută), traiectorie determinată exclusiv de componenta vegetală (-57,7 puncte procentuale, până la 1 la sută) pe fondul recoltei abundente din anul 2011.

În ceea ce privește prețurile produselor animale, dinamica anuală a fost în ușoară creștere comparativ cu intervalul anterior (+0,3 puncte procentuale, până la 11,3 la sută), pe seama majorării amplitudinii variațiilor anuale la carnea de pasăre și la ouă, probabil ca urmare a restrângerii ofertei interne pe fondul reorientării către export.

Pentru ultimul trimestru al anului 2011 se estimează păstrarea tendințelor curente ale prețurilor producției agricole, nefiind anticipate modificări semnificative din perspectiva factorilor de influență.



¹⁶ Volumul comenzilor noi pentru piața internă în industria prelucrătoare (deflate cu prețurile producției industriale pentru piața internă) în lunile octombrie-noiembrie a înregistrat o reducere în termeni anuali de 2,4 la sută, comparativ cu evoluții pozitive în trimestrele I și III din anul 2011 și cu o cvasistagnare în trimestrul II.

III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

În perioada octombrie 2011 – ianuarie 2012, BNR a reluat ciclul de scădere prudentă a ratei dobânzii de politică monetară¹, pe care a coborât-o în doi pași consecutivi, cu câte 0,25 puncte procentuale, până la nivelul de 5,75 la sută. Ajustarea graduală a condițiilor monetare reale în sens larg – în contextul ameliorării semnificative a evoluției recente și a perspectivei inflației și al manifestării unei volatilități moderate a cursului de schimb leu/euro – a fost de natură să asigure adecvarea acestora din perspectiva menținerii durabile a ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație al țintelor, precum și a stimulării economisirii interne, reprezentând precondiții ale unei creșteri economice sănătoase.

Decizia de reluare a scăderii ratei dobânzii de politică monetară adoptată de Consiliul de administrație al BNR în ședința din 2 noiembrie 2011 (de la 6,25 la 6,0 la sută) a avut în vedere, în principal, semnificativa ameliorare a evoluției curente și a perspectivei inflației², mai cu seamă a celei pe termen scurt – implicând menținerea ratei anuale prognozate a inflației de-a lungul anilor 2011 și 2012 în intervalul de variație din jurul punctului central de 3 la sută al țintelor de inflație. Noua revizuire în sens descendent a prognozei pe termen mediu a inflației a avut ca premise cvasiepuizarea efectului de runda întâi al majorării cotei TVA în iulie 2010 – în linie cu așteptările băncii centrale –, precum și ampla corecție recentă a prețurilor volatile ale produselor alimentare³ (anticipată a continua în lunile următoare), context de natură să permită manifestarea mai pregnantă la nivelul evoluției așteptate a ritmului de creștere a prețurilor de consum a efectelor presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată. Alături de așteptata intensificare a acestor presiuni – pe fondul diminuării ritmului previzionat de redresare a economiei românești, contracarată doar temporar de performanțele agriculturii din anul 2011 –, un determinant important al perspectivei ameliorate a inflației l-a constituit foarte probabilă accentuare în perioada

¹ Rata dobânzii de politică monetară a fost coborâtă în mai 2010 și menținută ulterior la nivelul de 6,25 la sută.

² Conform scenariului de bază al proiecției actualizate, rata anuală a inflației urma să atingă în decembrie 2011 un nivel de 3,3 la sută, mai mic cu 1,3 puncte procentuale față de valoarea proiectată anterior (Raportul asupra inflației din august 2011); rata anuală a inflației prognozate pentru decembrie 2012 (3,0 la sută) era la rândul ei inferioară cu 0,5 puncte procentuale proiecției precedente.

³ Pe acest fond, rata anuală a inflației a coborât de la 7,93 la sută în iunie la 3,45 la sută în luna septembrie (minimul ultimilor 20 de ani).

următoare a recent amorsatei tendințe de ajustare descendentă a așteptărilor inflaționiste.

În aceste condiții, prudența reacției băncii centrale a fost justificată de caracterul complex al riscurilor la adresa perspectivei pe termen scurt a inflației, precum și de menținerea unei asimetrii nefavorabile a balanței riscurilor asociate prognozei pe termen mediu a evoluției prețurilor de consum. Pe termen scurt, riscurile erau generate în principal de incertitudinile legate de evoluția crizei datoriilor suverane din zona euro, cele mai semnificative fiind, pe de o parte, potențialele efecte adverse exercitate asupra cursului de schimb al leului, implicit asupra anticipațiilor inflaționiste, de eventuala continuare a scăderii apetitului global pentru risc și de amplificarea volatilității fluxurilor de capital și, pe de altă parte, posibila încetinire a redresării economiei românești, în condițiile unei slăbiri mai severe a economiei globale, prioritar a celei din zona euro. Pe termen mediu, riscurile inflaționiste derivau mai cu seamă din potențialul derapaj al politicii fiscale în contextul succesiunii de momente electorale programate pentru următorii ani, precum și din eventualele ajustări mai ample de prețuri administrate efectuate pe parcursul derulării procesului de liberalizare a pieței gazelor naturale și a energiei electrice convenit în cadrul acordurilor încheiate cu UE, FMI și Banca Mondială.

Cea de-a doua decizie consecutivă de reducere cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, adoptată de Consiliul de administrație al BNR în acest interval (în ședința din 5 ianuarie 2012), a fost motivată de consolidarea dezinflației corespunzător ritmului prognozat anterior de banca centrală – compatibil cu plasarea în luna decembrie 2011 a ratei anuale a inflației în apropierea punctului central al țintei de 3 la sută ± 1 punct procentual –, precum și de reconfirmarea perspectivei continuării decelerării inflației în lunile imediat următoare. Ambele evoluții aveau ca suport accentuarea recentă și viitoare a declinului în termeni anuali al prețurilor volatile ale produselor alimentare, manifestarea tot mai pregnantă, pe acest fond, a efectelor presiunilor dezinflaționiste ale amplului deficit de cerere agregată, precum și continuarea ajustării descendente a anticipațiilor inflaționiste.

BNR a continuat să dimensioneze cu prudență pasul de scădere a ratei dobânzii de politică monetară, dată fiind persistența riscurilor inflaționiste asociate evoluțiilor mediului extern, în principal a celor legate de creșterea volatilității fluxurilor de capital în condițiile agravării crizei datoriilor suverane din zona euro. În același timp însă, perspectiva activității economice era marcată de incertitudini crescute, în condițiile în care, pe de o parte, foarte probabila slăbire a creșterii economice globale și potențiala reintrare în recesiune a zonei euro în perioada următoare induceau riscul încetirii sensibile a refacerii economiei românești. Pe de altă parte, evoluția din primele luni ale trimestrului IV a unor

indicatori economici cu frecvență ridicată sugera o relativă reziliență pe termen foarte scurt a principalelor componente ale cererii interne la deteriorarea conjuncturii externe, relevante fiind: (i) revenirea la valori pozitive a dinamicii anuale a volumului cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul în octombrie; (ii) creșterea față de luna precedentă a dinamicilor anuale pozitive ale volumului cifrei de afaceri din comerțul auto-moto și din servicii; (iii) prelungirea dinamicii favorabile a producției industriale și a exportului în luna octombrie; (iv) majorarea față de luna anterioară a dinamicii anuale a volumului lucrărilor de construcții și (v) menținerea la niveluri înalte a așteptărilor privind creșterea investițiilor în industrie în anul 2012 și îmbunătățirea ușoară a ESI în luna noiembrie. Acestora li s-a asociat o prelungire a creșterii dinamicii anuale a creditului acordat sectorului privat⁴ în perioada octombrie-noiembrie, dar și a celei aferente depozitelor la termen ale populației.

Amplificarea ratei de creștere a creditului acordat sectorului privat din primele două luni din trimestrul IV – survenită în pofida relativei înrăutățiri a unor parametri relevanți ai cererii și ai ofertei de credite⁵ – a fost alimentată preponderent de avansul mai rapid al împrumuturilor companiilor (o rată medie anuală de creștere de 7,7 la sută, față de 4,8 la sută în trimestrul III), susținut de componenta pe termen scurt⁶ (9,2 la sută, cu 6,3 puncte procentuale peste media perioadei iulie-septembrie), precum și de cea pe termen lung în valută. Pe segmentul populației ameliorarea a fost de proporții modeste; dinamica anuală a împrumuturilor a rămas în teritoriul negativ (-0,7 la sută, față de -3,4 la sută în trimestrul III), în condițiile în care creditele noi și-au temperat creșterea, iar ponderea împrumuturilor destinate refinanțării s-a menținut importantă. Pe ansamblul celor două luni, creditele de consum și-au atenuat ușor scăderea în termeni anuali (-5,6 la sută, față de -7,8 la sută în trimestrul III), cu toate că dinamicile lunare ale componentei în lei și ale celei în valută, exprimate în euro, au înregistrat în acest interval valori negative. Creditele pentru locuințe au continuat însă să-și majoreze ritmul de creștere anuală, în principal ca efect al amplificării volumului creditelor noi în valută.

⁴ În absența altor mențiuni, variațiile anuale sunt exprimate în termeni reali; prezența efectului de bază generat de creșterea cotei TVA în iulie 2010 la nivelul ratei anuale a inflației distorsionează însă într-o anumită măsură indicatorii analizați.

⁵ Ratele dobânzilor la creditele noi în lei și în euro au consemnat o creștere, datorată inclusiv ajustării unor marje față de cotațiile relevante ale pieței monetare. Pe deasupra, cea mai recentă ediție a sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației (noiembrie 2011) a relevat faptul că în ultimul trimestru al anului 2011 băncile anticipau: (i) un regres al cererii de credite a companiilor și al celei pentru credite de consum, precum și (ii) o înăsprire a standardelor de creditare (tendință similară în linii mari celei relevate de sondajele similare efectuate în zona euro, în Polonia și în Ungaria).

⁶ Inclusiv de creditele *overdraft*.

La rândul ei, dinamizarea depozitelor la termen ale populației⁷ (8,0 la sută în perioada octombrie-noiembrie, față de o medie de 6,5 la sută în iulie-septembrie), preponderent pe seama creșterii mai rapide a componenteii în lei, a fost impulsionată de relativa ameliorare a dinamicii veniturilor salariale, precum și de menținerea nivelurilor atractive ale ratelor dobânzilor oferite de bănci pentru depozitele în monedă națională. Consolidarea trendului ascendent al variației depozitelor la termen ale populației – survenită în pofida prelungirii valorilor înalte ale ritmului de creștere a volumului deținerilor de titluri de stat ale persoanelor fizice (inferioare însă celor din trimestrul III) – sugerează conservarea în acest interval a robusteții cererii de bani pentru economisire.

Pe parcursul trimestrului IV, maniera de gestionare de către BNR a lichidității din sistemul bancar a continuat să fie adecvată condițiilor concrete de funcționare a diferitelor segmente ale pieței financiare interne. Poziția netă a lichidității băncilor s-a menținut negativă, astfel încât operațiunile de piață monetară ale băncii centrale au fost destinate furnizării de lichiditate. Aceasta s-a realizat prin intermediul operațiunilor *repo*, cu scadența de o săptămână, efectuate prin licitații la rată fixă de dobândă, în cadrul cărora ofertele băncilor au fost acceptate integral; începând din data de 17 octombrie, licitațiile au fost organizate cu frecvență săptămânală (în ziua de luni). Surplusurile de lichiditate cu caracter temporar au continuat să fie drenate exclusiv prin intermediul facilității de depozit.

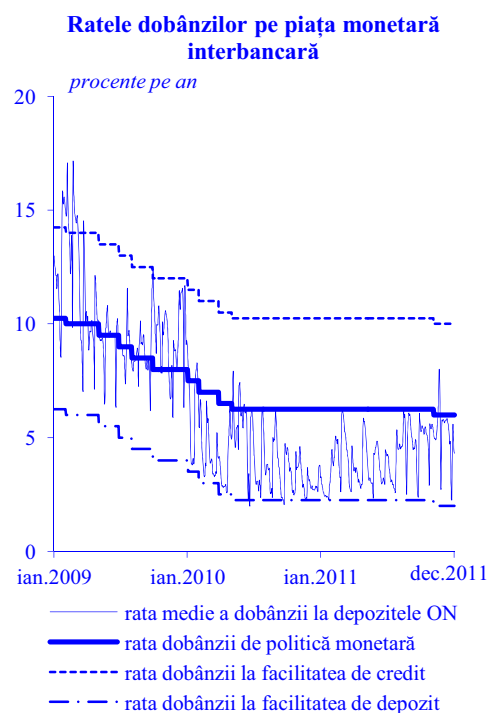
2. Piețe financiare și evoluții monetare

Rata medie a dobânzii de pe piața monetară interbancară a crescut în ultimul trimestru al anului 2011, o tendință similară manifestând și media cotațiilor relevante ROBOR (mai ales cele pe termen scurt); ratele dobânzilor la creditele noi au consemnat la rândul lor valori crescătoare, în timp ce randamentul oferit pentru depozitele la termen a rămas aproape neschimbat în perioada septembrie-noiembrie 2011. Cursul de schimb leu/euro s-a menținut de-a lungul celei mai mari părți a intervalului într-o bandă de variație relativ îngustă, pentru ca spre finele anului să consemneze un declin temporar. Dinamica anuală reală a masei monetare a reintrat în teritoriul pozitiv, o evoluție similară fiind consemnată și de dinamica creditului acordat sectorului privat.

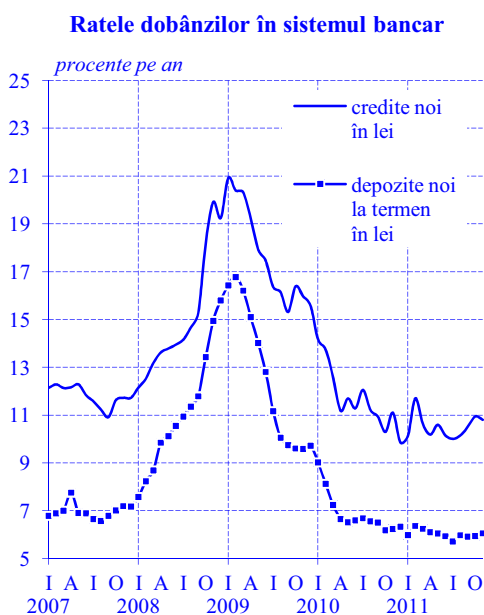
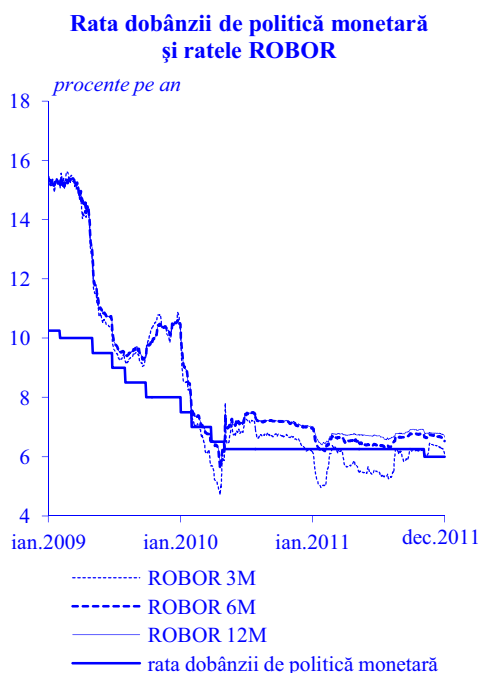
2.1. Ratele dobânzilor

Ratele dobânzilor pieței monetare interbancare au continuat să se majoreze în trimestrul IV 2011, media lor ajungând la un nivel de 5,3 la sută (+0,7 puncte procentuale față de trimestrul precedent).

⁷ Inclusiv a celor cu scadența de peste doi ani.



Randamentele depozitelor interbancare ON s-au menținut în prima jumătate a intervalului analizat pe un palier inferior cu aproximativ 1 punct procentual ratei dobânzii de politică monetară. Ulterior, în condițiile amplificării temporare a deficitului net de rezerve din sistemul bancar, ele au consemnat o creștere, urmată de o relativă stabilizare în imediata apropiere a noului nivel al ratei dobânzii-cheie a băncii centrale; către finele lunii decembrie, ratele dobânzilor ON au revenit la valori mai reduse, pe fondul relativei ameliorări a condițiilor lichidității, decurgând inclusiv din evoluția factorilor autonomi.



Cotațiile ROBOR 1M-12M au fost stabile în prima parte a trimestrului, evoluând la valori aliniate ratei dobânzii de politică monetară în cazul scadențelor de 1 lună și 3 luni, respectiv superioare acestora cu aproximativ 0,5, respectiv 0,65 puncte procentuale în cazul scadențelor de 6 și respectiv 12 luni. La mijlocul lunii noiembrie, cotațiile, în special cele pe termen mai scurt (1M-3M), au înregistrat un scurt episod de creștere, sub influența relativei accentuări a caracterului restrictiv al condițiilor lichidității. Mișcarea s-a corectat însă pe parcursul săptămânilor următoare și mai ales către finele anului, cotațiile ROBOR revenind astfel la poziționarea față de rata dobânzii de politică monetară consemnată la sfârșitul trimestrului III. Ca urmare a acestor evoluții, rata medie a dobânzii ROBOR3M din luna decembrie a crescut față de cea consemnată în ultima lună a trimestrului precedent cu 0,28 puncte procentuale (la 6,30 la sută), în timp ce randamentele aferente maturităților de 6 și respectiv 12 luni au scăzut marginal la 6,65, respectiv 6,76 la sută.

Randamentul mediu de pe piața primară a titlurilor de stat a scăzut în ultimele două luni ale trimestrului IV, atingând în decembrie un nivel de 6,71 la sută (-0,11 puncte procentuale față de luna septembrie). Tendința a fost acompaniată de majorarea progresivă a volumului de titluri emise, raportul dintre acesta și volumul anunțat urcând în decembrie la 125 la sută (53 la sută în octombrie). În schimb, randamentul mediu aferent operațiunilor definitive pe piața secundară a titlurilor de stat a continuat să crească atât în octombrie, cât și în noiembrie, inversându-și mișcarea abia în luna decembrie (6,67 la sută, cu 0,1 puncte procentuale sub nivelul din luna precedentă).

Ratele medii ale dobânzilor la creditele noi au crescut în perioada septembrie-noiembrie 2011, reflectând evoluția ascendentă consemnată de cotațiile relevante ale pieței interbancare în intervalul august-noiembrie; evoluțiile au fost omogene din perspectiva celor două categorii de clienți (+0,72 puncte procentuale, până la 12,88 la sută pe segmentul populației, respectiv +0,75 puncte procentuale, până la 10,16 la sută pe cel al societăților nefinanciare). Randamentele medii ale depozitelor noi la termen au consemnat doar o modificare minoră (+0,08 puncte procentuale,

până la 6,06 la sută), reflectând ajustările opuse ca sens, dar de proporții reduse, operate asupra ratelor dobânzilor oferite pentru plasamentele la termen ale populației (-0,02 puncte procentuale, până la 6,60 la sută), respectiv ale societăților nefinanciare (+0,16 puncte procentuale, până la 5,68 la sută).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

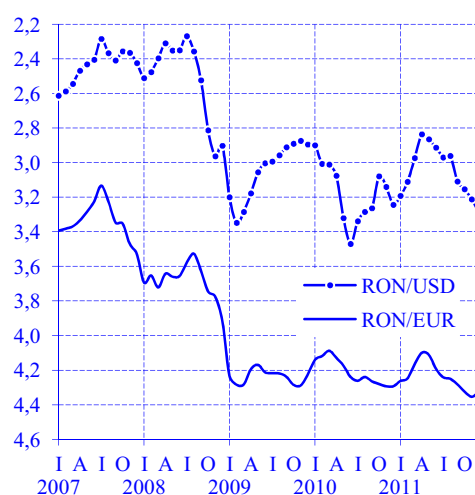
Cursul de schimb leu/euro și-a prelungit creșterea în prima parte a trimestrului IV 2011 pentru ca ulterior, pe fondul unei ușoare ameliorări a percepției investitorilor străini asupra economiei românești, să consemneze o relativă stabilizare, succedată, spre finele anului, de un declin temporar⁸.

Pe ansamblul intervalului octombrie-decembrie, leul s-a depreciat față de euro în termeni nominali cu 1,0 la sută și s-a apreciat în termeni reali cu 0,3 la sută; în raport cu dolarul SUA, în condițiile întăririi semnificative a acestuia pe piețele financiare internaționale, moneda națională s-a depreciat cu 5,6 la sută în termeni nominali și cu 4,4 la sută în termeni reali. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb înregistrate în trimestrul IV moneda națională și-a mărit deprecierea nominală față de euro și a consemnat prima depreciere nominală din ultimele trei trimestre în raport cu dolarul SUA; în termeni reali leul și-a atenuat aprecierea față de ambele monede.

Cursul de schimb leu/euro a oscilat într-o bandă îngustă în prima decadă a lunii octombrie – similar evoluției ratelor de schimb ale zlotului și coroanei cehe –, pentru ca ulterior să consemneze o ușoară creștere, în condițiile reamplificării aversiunii globale față de risc și ale revizuirii în sens nefavorabil a prognozei BERD privind creșterea economică a statelor din ECE, inclusiv a României, în perioada 2011-2012. Spre sfârșitul lunii, acesta a tins însă să se stabilizeze, pe fondul ameliorării sentimentului pieței financiare, survenită în așteptarea întâlnirii șefilor de stat și de guvern ai UE programate pentru acest interval și prelungită ulterior comunicării rezultatelor acesteia⁹.

Optimismul generat de deciziile adoptate a fost însă de scurtă durată, evenimentele petrecute ulterior – inclusiv plasarea sub supraveghere de către principalele agenții de rating a calificativelor țărilor din zona euro – conducând la o nouă amplificare a

Cursul de schimb nominal



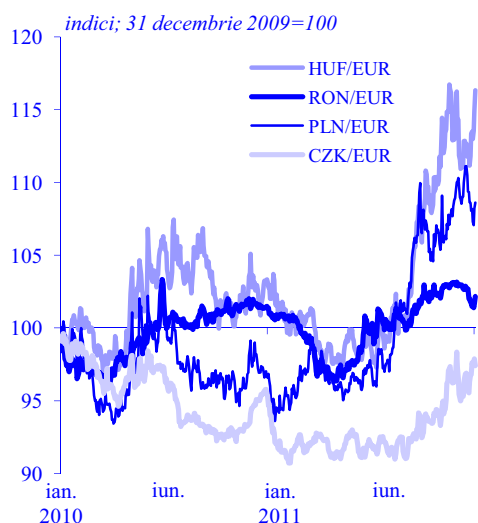
Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2010 11 luni	2011 11 luni
Contul financiar	4 921	4 463
Investiții directe	2 553	1 570
- rezidenți în străinătate	-6	-69
- nerezidenți în România	2 559	1 639
Investiții de portofoliu și derivate financiare	624	2 055
- rezidenți în străinătate	-355	166
- nerezidenți în România	978	1 888
Alte investiții de capital	5 362	463
- credite și împrumuturi de la FMI	4 247	908
- investiții pe termen mediu și lung	-24	-179
- investiții pe termen scurt	113	716
- numerar și depozite pe termen scurt	961	-935
- altele	64	-47
Active de rezervă ale BNR (net)	-3 618	377
("-" creștere/"+"scădere)		

⁸ În trimestrul IV 2011 ritmul de depreciere a leului în raport cu euro a fost net inferior celui al forintului, coroanei cehe și zlotului.

⁹ În cadrul întâlnirii s-au convenit: (i) reducerea datoriei Greciei și instituirea până la sfârșitul anului a unui nou program UE/FMI pentru această țară (în valoare de până la 100 miliarde euro); (ii) creșterea de până la cinci ori a capacității financiare a fondului de urgență (EFSF) și (iii) implementarea unui plan de recapitalizare a băncilor din UE.

Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Sursa: BCE, BNR

tensiunilor și a volatilității de pe piața financiară internațională¹⁰. Impactul advers al acestui context extern asupra cursului de schimb leu/euro¹¹ a fost atenuat însă într-o anumită măsură de ușoara îmbunătățire a percepției investitorilor asupra economiei românești, având ca resorturi: (i) semnalul pozitiv dat de confirmarea de către misiunea UE/FMI a îndeplinirii obiectivelor pentru luna septembrie prevăzute în acordul cu aceste instituții; (ii) menținerea trendului favorabil al unor indicatori relevanți evidențiat de datele publicate în noiembrie, inclusiv estimarea semnal a PIB pentru trimestrul III; (iii) decizia Consiliului de administrație al BNR – mai puțin așteptată de piață – de reducere a ratei dobânzii de politică monetară. Astfel, distonând cu evoluția cursurilor de schimb ale majorității monedelor din regiune – caracterizată de ample fluctuații în ambele sensuri –, rata de schimb leu/euro s-a menținut într-o bandă îngustă de variație în noiembrie și prima jumătate a lunii decembrie. Ulterior, aceasta a consemnat un declin episodic, în condițiile relativei diminuări a tensiunilor de pe piața financiară externă dar, mai ales, ale confirmării de către agenția Moody’s a rating-ului de țară al României cu perspectivă stabilă¹². În acest context, deficitul pieței valutare interbancare s-a redus în decembrie la mai puțin de o treime comparativ cu luna precedentă, iar cursul de schimb leu/euro a coborât în data de 28 decembrie în apropierea minimumului lunii septembrie (4,2875).

Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

variație procentuală în termeni reali

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

Sursa: INS, BNR

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În perioada septembrie-noiembrie 2011, ritmul de creștere a masei monetare¹³ (M3) s-a majorat (+2,9 la sută, față de -1,2 la sută în perioada iunie-august 2011), nivelul atins rămânând însă scăzut din perspectivă istorică; schimbarea de semn a dinamicii M3 a reflectat, în principal, efectul de bază favorabil asociat evoluției inflației¹⁴ și influența statistică a modificării cursului de schimb leu/euro, precum și relativa dinamizare a creditului acordat sectorului privat.

Toate componentele majore ale M3 au contribuit la creșterea dinamicii acestui agregat, rolul principal revenind în continuare depozitelor la termen sub doi ani, al căror ritm de creștere a reintrat

¹⁰ Acestea au cunoscut o relativă diminuare doar în ultima zi din noiembrie, când Fed și alte cinci bănci centrale au recurs la acțiuni coordonate destinate diminuării costurilor finanțării în dolari a băncilor europene.

¹¹ Datorită creșterii pe acest fond a primei de risc a țărilor din regiune, inclusiv România, MFP a amânat derularea emisiunii de obligațiuni pe piața americană.

¹² Conform anunțului publicat pe website-ul MFP.

¹³ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada septembrie-noiembrie 2011.

¹⁴ Creșterea temporară a ratei anuale a inflației în luna iulie 2010 ca urmare a majorării cotei TVA.

în teritoriul pozitiv, exclusiv datorită evoluției plasamentelor populației. Și dinamica masei monetare în sens restrâns (M1) a redevenit pozitivă, atât numerarul în circulație, cât și depozitele *overnight* consemnând variații superioare celor din intervalul anterior; rata de creștere a celor din urmă a rămas însă negativă, pe seama evoluției depozitelor pe termen foarte scurt ale populației. Analiza structurii pe deținători a M3 relevă o ameliorare a tendinței dinamicii depozitelor ambelor categorii principale de clienți. În cazul populației, aceasta s-a asociat creșterii consemnate de dinamica anuală reală a veniturilor din salarii, în condițiile manifestării efectului statistic al măsurilor de reducere a salariilor din sectorul bugetar¹⁵, precum și scăderii interesului pentru acțiuni ale fondurilor de piață monetară. În cazul companiilor, creșterea de dinamică s-a datorat însă exclusiv efectului statistic al scăderii ratei anuale a inflației; acesta a devansat influența contracționistă exercitată de sporirea volumului de titluri de stat deținut de companii și, posibil, a plăților efectuate de acestea în contul datoriei lor externe¹⁶. Și structura pe monede a M3 s-a îmbunătățit, ponderea depozitelor denominate în lei continuând să crească în perioada analizată.

Din perspectiva contrapartidelor masei monetare, creșterea variației acesteia a reflectat majorarea dinamicii creditului acordat sectorului privat și a creditului net al administrației publice centrale; un efect opus au exercitat sporirea valorii negative a dinamicii activelor externe nete și amplificarea ritmului de creștere a pasivelor financiare pe termen lung (inclusiv conturile de capital).

Creditul

În intervalul septembrie-noiembrie 2011, variația¹⁷ creditului acordat sectorului privat a redevenit, după doi ani, pozitivă (3,4 la sută, față de -2,3 la sută). Mișcarea a fost rezultatul prelungirii tendinței ascendente a dinamicii componentei în lei și a celei în valută, dar și a efectelor statistice ale scăderii ratei anuale a inflației și respectiv ale deprecierei monedei naționale. În aceste condiții, ponderea medie a împrumuturilor în devize în totalul creditelor acordate sectorului privat a crescut, nivelul atins fiind cel mai ridicat din ultimii nouă ani.

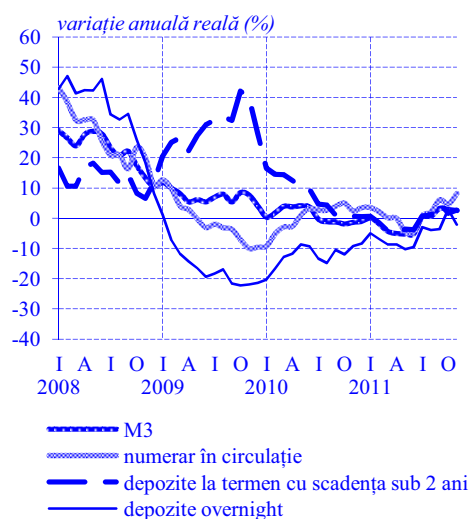
Ambele categorii principale de clienți au consemnat o mișcare ascendentă a dinamicii creditelor. Pe segmentul companiilor, aceasta a atins maximum ultimilor doi ani și jumătate, preponderent

¹⁵ Începând cu luna iulie 2010.

¹⁶ Conform datelor din balanța de plăți, în perioada septembrie-octombrie 2011, creditul financiar net pe termen mediu și lung al sectorului nebancar au înregistrat ample valori negative.

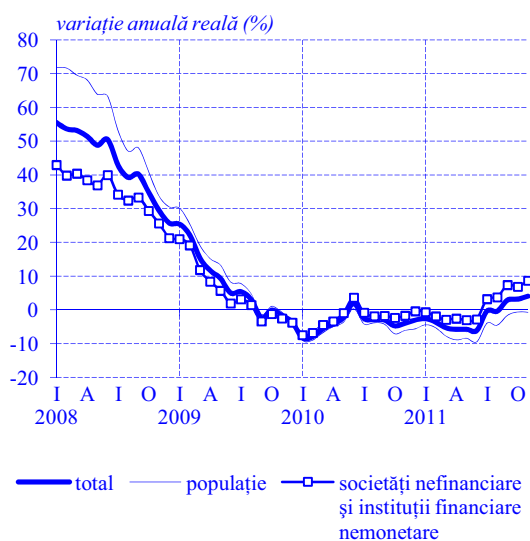
¹⁷ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada septembrie-noiembrie 2011.

Principalele componente ale masei monetare

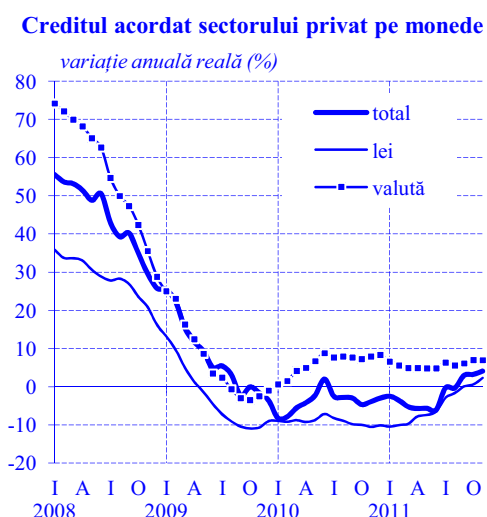


Sursa: INS, BNR

Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Sursa: INS, BNR



Sursa: INS, BNR

pe seama dinamizării componentei pe termen scurt. În cazul populației, variația împrumuturilor a continuat să-și comprime valoarea negativă, la aceasta contribuind reaccelerarea puternică a vitezei de creștere a componentei pentru locuințe și respectiv continuarea atenuării dinamicii negative a celorlalte categorii de credite¹⁸. Evoluțiile par să fi avut ca factor determinant majorarea sumelor acordate pe descoperit de cont și prin intermediul cardurilor de credit¹⁹, fluxul de credite noi consemnând o scădere²⁰, care s-a asociat unei creșteri a ratelor dobânzilor (în special la creditele noi în lei), precum și relativei deteriorări a unor parametri ai ofertei de credite.

¹⁸ Creditele pentru consum, pentru alte scopuri și pentru dezvoltarea afacerilor, analizate sub forma unui indicator unic, în vederea eliminării 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.

¹⁹ Creditele *overdraft*, reînnoibile automat și aferente cardurilor de credit, raportate de bănci conform Normei BNR nr. 11/2009.

²⁰ Conform ediției din noiembrie 2011 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, avansul din trimestrul III al cererii de împrumuturi a companiilor a fost mai lent decât în trimestrul precedent, pentru trimestrul IV 2011 băncile anticipând un regres al cererii de credite a acestor entități. Totodată, cererea de credite ipotecare a populației a crescut doar marginal în trimestrul III, iar cererea de credite de consum a fost în scădere; pentru trimestrul IV 2011, băncile au estimat o contracție semnificativă a celei din urmă. În trimestrul III 2011, băncile au înăspriț o serie de termeni de creditare și/sau au anunțat asemenea ajustări pentru perioada următoare.

IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2012 la nivelul de 3,2 la sută, cu 0,2 puncte procentuale peste cel anticipat în Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2011. Pentru sfârșitul anului 2013 se prevede o rată a inflației situată la nivelul de 3 la sută.

Traietoriile ratelor anuale ale inflației IPC și CORE2 ajustat sunt similare celor prognozate în luna noiembrie. Rata inflației IPC va rămâne în interiorul intervalului de variație din jurul țintelor centrale pe întreaga perioadă de referință. Se anticipează atingerea, pe seama unor efecte statistice de bază, a unui nivel minim în trimestrul I 2012 (2 la sută) și a unui maxim în trimestrul III (3,8 la sută). Configurarea prudentă, pe întreg intervalul de prognoză, a condițiilor monetare în sens larg va asigura revenirea în trimestrul IV 2012 și menținerea, până la orizontul proiecției, a ratei anuale a inflației IPC la valori apropiate de nivelul de 3 la sută. Pentru rata inflației CORE2 ajustat se prevede stabilizarea, din trimestrul I 2012, la niveluri care nu vor depăși 2 la sută.

Ușoara revizuire în sus a prognozei ratei anuale a inflației IPC pentru sfârșitul anului 2012 este rezultatul unor contribuții relativ mai puțin favorabile decât cele proiectate anterior ale dinamicilor componentelor CORE2 ajustat, prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare (LFO) și prețurilor produselor din tutun. Scenariul de evoluție a prețurilor administrate este revizuit ușor mai favorabil pentru anul 2012 și în sens contrar în 2013. Ritmul prognozat de creștere a prețurilor combustibililor este mai lent în scenariul de bază curent decât în proiecția anterioară, pe întregul interval de prognoză. Revizuirea acestei componente este mai accentuată în 2013, când și dinamica indicelui CORE2 ajustat este anticipată a deveni comparativ mai favorabilă, ambii factori contribuind la prognozarea reducerii cu 0,2 puncte procentuale a ratei anuale a inflației IPC în decembrie 2013 față de decembrie 2012.

Diferențele marginale dintre proiecția actualizată a inflației CORE2 ajustat și cea anterioară sunt rezultatul unor reevaluări moderate ale influențelor factorilor fundamentali, cu efect net de compensare reciprocă. Astfel, anticipațiile privind inflația sunt mai reduse pe întregul interval de referință, în timp ce deficitul de cerere revizuit implică, în termeni relativi, presiuni dezinflaționiste mai scăzute. Creșterea anticipată a prețurilor de import este, comparativ cu proiecția anterioară, mai rapidă în prima parte a perioadei de referință și mai lentă în cea de-a doua parte.

Banca centrală va continua să urmărească poziționarea ratei dobânzii de politică monetară pe o traiectorie care să asigure o configurație a condițiilor monetare reale în sens larg adecvată consolidării perspectivelor de menținere durabilă a ratei inflației în interiorul intervalului-țintă pe întreaga perioadă de prognoză, precum și de redresare sustenabilă a procesului de creditare a economiei. În particular, este necesară o calibrare a condițiilor monetare în sens larg adecvată prevenirii reinflamării anticipațiilor inflaționiste ca urmare a creșterii temporare a ratei anuale a inflației, asociată unui efect de bază statistic nefavorabil, previzionată pentru trimestrul III 2012.

Balanța generală a riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației apare a fi înclinată în sensul unor abateri nefavorabile de la scenariul de bază. Atât factori externi, cât și interni constituie potențiale surse de risc.

Principalele surse externe de risc sunt persistența incertitudinilor cu privire la concretizarea unei soluționări ferme și credibile a crizei datoriilor suverane din zona euro și tensiunile politice și sociale din Orientul Mijlociu.

Prelungirea sau agravarea crizei datoriilor suverane ar accentua nervozitatea piețelor financiare internaționale și aversiunea la risc a investitorilor. Aceasta ar genera în context european și regional constrângeri severe în privința costurilor și accesului la finanțarea externă necesară redresării sustenabile a economiei românești și ar crea presiuni substanțiale asupra cursului de schimb al leului. Creșterea economică ar fi afectată negativ. Con tracția cererii interne și deprecierea monedei naționale ar genera efecte divergente asupra dinamicii prețurilor, însă, date fiind viteza și intensitatea propagării efectelor deprecierei asupra prețurilor și anticipațiilor inflaționiste, este de așteptat ca efectul net să conducă la inflație mai rapidă decât în scenariul de bază.

Escaladarea tensiunilor din Orientul Mijlociu ar putea conduce la creșteri substanțiale ale prețului petrolului pe piețele internaționale. Acest șoc advers de ofertă ar provoca abateri nefavorabile de la scenariul de bază atât în privința ratei inflației, cât și a creșterii economice.

Balanța riscurilor provenite din surse interne pare a fi mai puțin dezechilibrată decât cea a riscurilor externe. Calendarul electoral al acestui an reprezintă o sursă tipică de risc la adresa inflației, provenit din partea unor derapaje posibile în privința politicii fiscale și a implementării reformelor structurale. A priori, acest risc este atenuat de rezultatele bune înregistrate în aceste domenii în anul 2011, ceea ce creează premise favorabile de continuare a fermității implementării măsurilor prevăzute în acordurile convenite

cu UE, FMI și Banca Mondială. Cu toate acestea, balanța riscurilor legate de acest factor ar putea fi înclinată în sens nefavorabil în contextul manifestării unor presiuni de natură politică sau socială care ar putea periclita consecvența aplicării măsurilor convenite.

Riscurile asociate atât dinamicii prețurilor administrate, cât și celei a prețurilor volatile ale alimentelor sunt considerate a fi relativ simetrice față de scenariul adoptat în proiecția curentă.

Limitarea potențialului de manifestare a efectelor nefavorabile ale materializării riscurilor relevante asupra inflației și creșterii economice este strict condiționată de continuarea aplicării cu consecvență a programului economic de consolidare fiscală și reforme structurale stabilit în cadrul acordurilor convenite cu UE, FMI și Banca Mondială.

1. Scenariul de bază

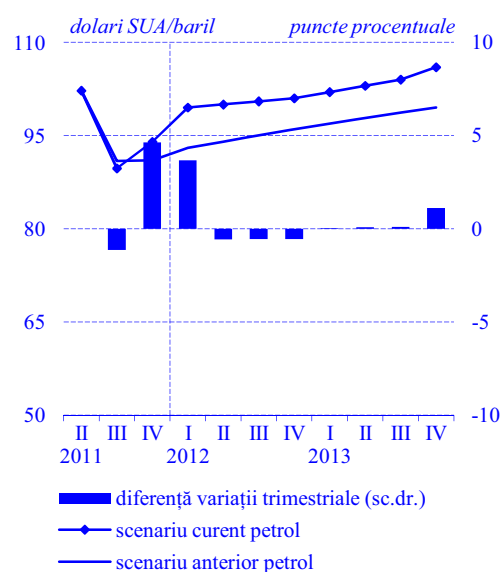
1.1. Ipoteze externe

Scenariul curent de evoluție a economiei principalului partener comercial al României, zona euro, prevede o încetinire a creșterii medii anuale a PIB real de la 1,6 la sută în 2011 la 0,5 la sută în 2012, urmată de o ușoară revenire în 2013 la valoarea de 1,4 la sută¹. Creșterea economică modestă este anticipată pe fondul impactului exercitat de criza datoriilor suverane din zona euro, precum și al măsurilor de austeritate fiscală asociate acesteia. De asemenea, este de așteptat deteriorarea condițiilor de finanțare a gospodăriilor populației și companiilor ca urmare a tensiunilor de pe piața internațională și a înrăutățirii indicatorilor de încredere la nivelul agenților economici. Se anticipează că revenirea ulterioară, treptată, a activității economice va fi susținută de revirimentul cererii globale, de influența benefică a reducerii prețurilor energiei și alimentelor asupra veniturilor reale ale agenților economici, de impactul favorabil al ratelor reduse ale dobânzii și de măsurile luate în sensul restabilirii funcționării sistemului financiar.

Având în vedere anticiparea unei creșteri economice lente în zona euro, scenariul de bază prevede o reducere a ratei dobânzii EURIBOR la 3 luni în 2012 față de 2011 și apoi o majorare ușoară pe parcursul anului 2013.

¹ Pentru runda curentă de proiecție, scenariul de evoluție a economiei zonei euro este preluat din prognoza de toamnă a Comisiei Europene, 2011. Pentru anul 2012, reconfigurarea acestui scenariu va avea loc odată cu publicarea de către Comisie, pe 23 februarie, a prognozei interimare. Prognoza finală de primăvară, care va include și o revizuire a scenariului privind creșterea economică din 2013, va fi publicată pe 13 mai 2012.

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	2013
Prețul petrolului (dolari SUA/baril)	94,9	100,2	103,7
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,39	1,29	1,31
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	1,39	1,05	1,11
Creștere economică în zona euro (%)	1,6	0,5	1,4
Inflația anuală din zona euro (%)	2,7	1,9	1,8

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

Rata inflației IAPC din zona euro este anticipată a se reduce pe parcursul anului 2012 sub valoarea de 2 la sută și a se menține la un nivel similar pe parcursul anului 2013. Față de cursul de schimb dolar SUA/euro înregistrat în ultimul trimestru al anului 2011, proiecția curentă prevede o depreciere a monedei euro până la o valoare medie de 1,29 dolari/euro în 2012, urmată de o apreciere ușoară până la 1,31 dolari/euro în 2013.

Ipoteza privind evoluția prețului internațional al petrolului prevede o creștere graduală a acestuia pe tot intervalul de proiecție². Nivelurile medii anuale ale prețului petrolului în 2012 și 2013 sunt mai ridicate decât cele considerate în runda anterioară.

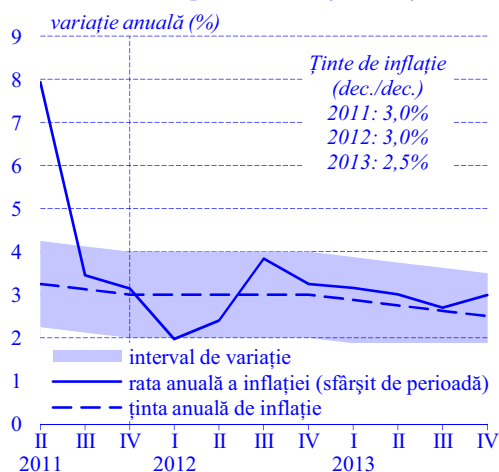
1.2. Perspectivele inflației

Conform scenariului de bază, rata anuală a inflației IPC se va situa la valoarea de 3,2 la sută la sfârșitul anului 2012, urmând a atinge 3,0 la sută la finele anului viitor. Pe întreaga perioadă de referință de opt trimestre, traiectoria ratei anuale a inflației se plasează în interiorul intervalului de variație de ± 1 punct procentual în jurul țintei centrale³.

Valoarea proiectată pentru sfârșitul anului curent a fost ușor revizuită în sus (+0,2 puncte procentuale) față de cea publicată în raportul anterior, rezultat al anticipării unor dinamici mai alerte ale indicelui CORE2 ajustat, ale prețurilor volatile ale alimentelor LFO și ale celor ale produselor din tutun, parțial contrabalansate de contribuțiile mai reduse ale evoluției prețurilor administrate și ale celor ale combustibililor.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată să își continue tendința descrescătoare inițiată la jumătatea anului 2011, până în trimestrul II 2012, urmând a se stabili ulterior la valori care nu depășesc 2 la sută. Traiectoria prognozată este similară celei publicate anterior, în condițiile, însă, ale reconsiderării în sens divergent a impactului unora dintre factorii determinanți ai acesteia. Astfel, deși continuă să exercite presiuni ample dezinflaționiste, deviația PIB a fost reevaluată la valori mai puțin negative, în timp ce așteptările inflaționiste ale agenților economici au fost revizuite în jos, beneficiind inclusiv de plasarea ratei anuale a inflației IPC din decembrie 2011 în imediata apropiere a țintei centrale. Comparativ cu proiecția din noiembrie, prețurile de import vor crește mai rapid în prima parte a intervalului de proiecție, având în vedere efectele propagate recent ale crizei datoriilor din zona euro asupra cotației monedei naționale, precum și revizuirea în sus a

Previțiuni privind evoluția inflației



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

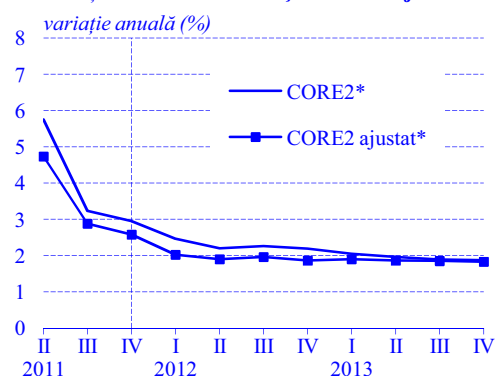
Sursa: INS, proiecție BNR

Rata anuală a inflației în scenariul de bază

variație anuală (procente, sfârșit de perioadă)

	2012				2013			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Țintă				3,0				2,5
Proiecție	2,0	2,4	3,8	3,2	3,2	3,0	2,7	3,0

Inflația anuală CORE2 și CORE2 ajustat



*) medie trimestrială

Sursa: INS, proiecție BNR

² Începând cu această rundă de proiecție, U.S. Energy Information Administration publică valori trimestriale ale prețului internațional al petrolului pentru anul 2013. În exercițiul de proiecție anterior, acestea erau disponibile numai la nivelul anului curent.

³ Stabilită la 3,0 la sută pentru decembrie 2012 și la 2,5 la sută pentru decembrie 2013.

scenariului exogen de evoluție a prețurilor externe (IAPC). În a doua parte a intervalului de proiecție, disiparea preconizată a impactului nefavorabil al mediului extern asupra cursului de schimb al leului este de așteptat să aibă ca efect reducerea graduală a dinamicii prețurilor de import.

Prognoza ratei anuale a inflației la produsele din tutun are la bază în principal majorările de accize prevăzute în Codul fiscal⁴. Față de proiecția anterioară, contribuția componentei la inflația IPC la sfârșitul acestui an a fost ușor revizuită în sus⁵, ca urmare a creșterii de către comercianți a prețurilor de vânzare ale țigaretelor operate pe parcursul trimestrului I⁶.

Scenariul de evoluție a prețurilor LFO este construit pe baza ipotezei unui an agricol normal și prevede menținerea dinamicii anuale a acestora la valori negative în prima jumătate a anului curent, ca urmare a încorporării impactului recoltei agricole excepționale din vara anului trecut. Începând din trimestrul III 2012, pe fondul unui efect statistic de bază nefavorabil, sensul de evoluție a dinamicii componentei se va inversa, contribuind, pe această cale inclusiv la accelerarea ratei anuale a inflației IPC. Contribuția anuală proiectată a componentei LFO la rata inflației IPC este marginal mai ridicată în 2012 comparativ cu cea preconizată anterior.

Prognoza pentru rata anuală a inflației prețurilor administrate se situează la valoarea de 4,9 la sută în trimestrul IV 2012 (revizuire în jos de 0,4 puncte procentuale față de nivelul prognozat anterior) și la 6,7 la sută în trimestrul IV 2013.

Rata anuală a inflației combustibililor este proiectată în scădere pe întreg intervalul proiecției. Anticiparea unei valori mai reduse în trimestrul I 2012 (punct de pornire al proiecției), precum și disiparea impactului nefavorabil al cursului de schimb din perioada recentă determină plasarea traiectoriei curente sub nivelul celei publicate anterior.

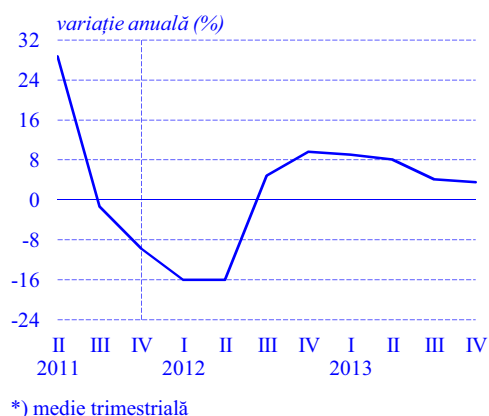
În ansamblu, contribuția cumulată a componentelor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele ale alimentelor LFO, combustibililor și produselor din tutun – la rata anuală a inflației IPC este de 2,1 puncte procentuale în trimestrul IV 2012 și 1,8 puncte procentuale în trimestrul IV 2013.

⁴ Conform prevederilor Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 117/2010, creșterile accizei totale din intervalul 2012-2017 vor avea loc o dată pe an, la 1 iulie. În 2018, majorarea accizei totale se va face la 1 ianuarie. Conform aceleiași surse, în structură, componenta fixă a accizei (specifică) urmează să crească permanent, în timp ce componenta raportată la prețul de vânzare al țigaretelor (acciza *ad valorem*) urmează să se reducă treptat.

⁵ Cu 0,1 puncte procentuale.

⁶ De menționat că aceste creșteri nu sunt ocazionate de majorarea accizei la țigaretate prevăzută de Codul fiscal.

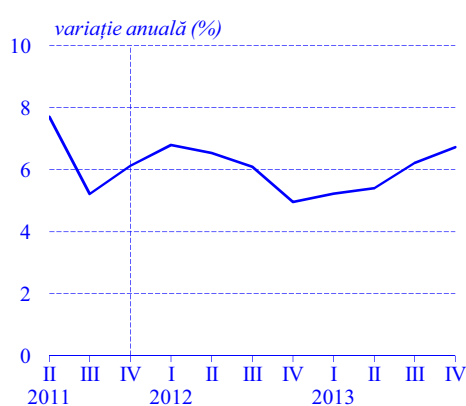
Inflația anuală a prețurilor LFO*



*) medie trimestrială

Sursa: INS, proiecție BNR

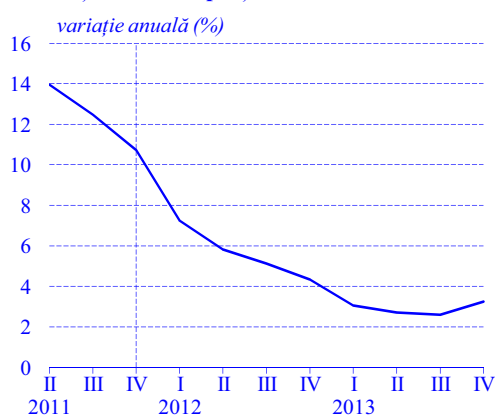
Inflația anuală a prețurilor administrate*



*) medie trimestrială

Sursa: INS, proiecție BNR

Inflația anuală a prețurilor combustibililor*



*) medie trimestrială

Sursa: INS, proiecție BNR

Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

	puncte procentuale	
	2012	2013
Prețuri administrate	0,8	1,2
Combustibili	0,3	0,3
Prețuri LFO	0,6	0,3
CORE2, din care:	1,5	1,2
– produse din tutun	0,3	0,1

* calcule sfârșit de perioadă

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁷

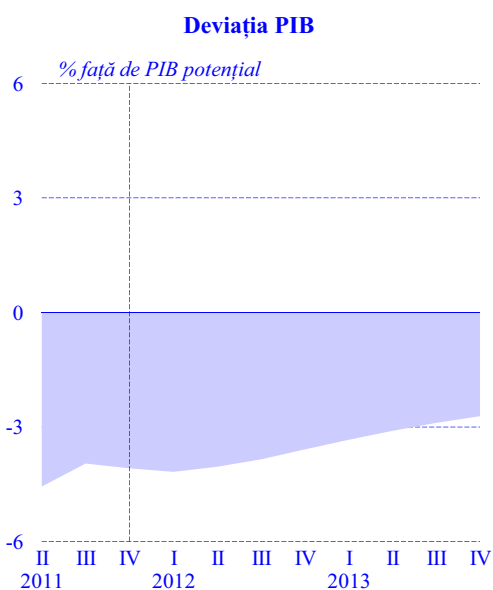
Deviația PIB

Pentru trimestrul IV 2011 se anticipează o decelerare semnificativă a creșterii PIB real comparativ cu trimestrul anterior în care s-a înregistrat o creștere considerabilă, de 1,8 la sută, rata trimestrială fiind așteptată însă a rămâne în teritoriu pozitiv. În termeni anuali rata de creștere a PIB din trimestrul IV 2011 este estimată a se menține la o valoare comparativă ca magnitudine cu cea din trimestrul III.

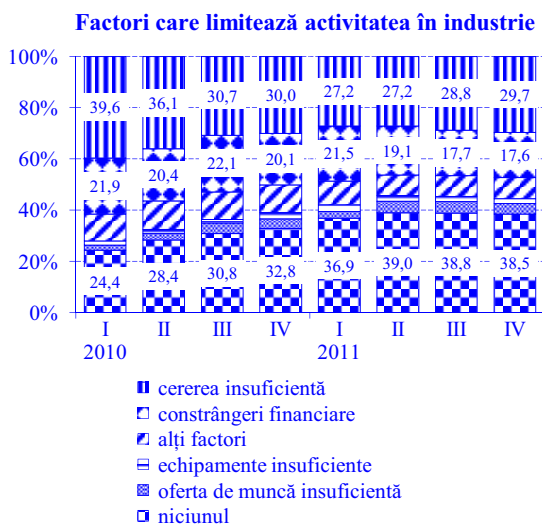
Pentru runda actuală de proiecție, revizuirea semnificativă în sus a creșterii economice pentru anul 2011 susține evaluarea unei dinamici a PIB potențial superioare celei din runda anterioară. Valorile estimate rămân însă net inferioare celor înregistrate în perioada anterioară declanșării crizei economice. Analiza dinamicii PIB potențial prin metodologia bazată pe funcția de producție relevă contribuțiile pozitive modeste ale factorului capital, precum și cele ale productivității totale a factorilor, în timp ce contribuția factorului muncă este ușor negativă. Pentru orizontul de prognoză, se evaluează o ușoară ameliorare a dinamicii factorilor de producție capital și muncă. În condițiile unui volum al operațiunilor de re tehnologizare a capacităților de producție diminuat în comparație cu perioada anterioară crizei economice, productivitatea totală a factorilor este evaluată a avea în continuare un aport pozitiv relativ redus.

Deficitul de cerere din trimestrul IV 2011 este evaluat într-o ușoară accentuare față de trimestrul anterior, indicând, *ceteris paribus*, creșterea presiunilor dezinflaționiste provenite din partea cererii agregate. Cu toate acestea, trebuie menționat că nivelul deficitului de cerere a fost reevaluat la valori mai reduse comparativ cu cele din runda anterioară de proiecție, în principal ca urmare a revizuirii în sens ascendent a seriei istorice a PIB efectuate de INS în decembrie 2011⁸.

Ușoara deschidere a *gap*-ului PIB real în trimestrul IV 2011 este sugerată și de dinamica indicatorului agregat al activității



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: CE-DG ECFIN

⁷ 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.

⁸ Începând cu trimestrul IV 2010 ratele trimestriale de creștere economică (date ajustate sezonier) au fost revizuite în creștere.

economice⁹. De asemenea, evoluția individuală a unor indicatori relevanți pentru poziția ciclică confirmă această evaluare a *gap*-ului PIB. Astfel, în lunile octombrie și noiembrie, comparativ cu media trimestrului III 2011, producția industrială s-a menținut aproximativ la același nivel (+0,1 la sută), în timp ce gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie a scăzut ușor¹⁰. Indicatorul de încredere în economie s-a redus marginal în trimestrul IV 2011 față de trimestrul anterior (de la valoarea de 92,5 la 91,4), iar sondajul realizat de CE-DG ECFIN indică o pondere în creștere a respondenților care invocă factorul „cerere insuficientă” ca element de constrângere a activităților de producție în industrie.

Deficitul de cerere este anticipat a se menține pe tot intervalul de proiecție, însă, comparativ cu Raportul asupra inflației din noiembrie 2011, valorile prognozate sunt mai puțin pronunțate, indicând, în termeni comparativi, presiuni dezinflaționiste de mai mică amploare. Reevaluarea deficitului de cerere la valori mai reduse a fost determinată de revizuirea la valori mai ridicate a seriei istorice a PIB, inclusiv de realizarea în trimestrul III 2011 a unei creșteri mai accentuate decât cea anticipată anterior. În același sens, al reducerii deficitului de cerere prognozat, sunt de așteptat să acționeze și diminuarea în termeni relativi a caracterului restrictiv al politicii fiscale (măsurată prin prisma impulsului fiscal) din prima parte a orizontului de prognoză, precum și accentuarea impactului stimulantiv al condițiilor monetare reale de-a lungul întregului interval de proiecție. În sens invers, al adâncirii deficitului de cerere, se remarcă dinamica preconizată a cererii externe, aproximată în cadrul proiecției prin deviația de la trend a PIB real din zona euro (principalul partener comercial al României).

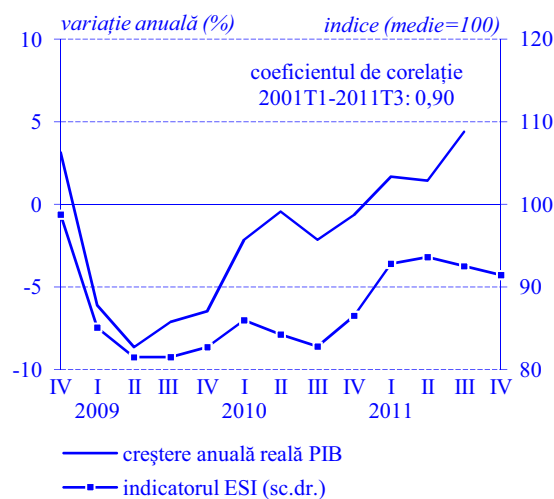
Componentele cererii agregate

În trimestrul IV 2011 se anticipează continuarea dinamicii trimestriale pozitive a consumului final efectiv al gospodăriilor, însă într-un ritm mai redus comparativ cu evoluția înregistrată în trimestrul anterior. Încetinirea dinamicii consumului final efectiv al gospodăriilor populației este susținută de relativa stagnare a salariului real net (-0,1 la sută în lunile octombrie și noiembrie față de media trimestrului anterior) și ușoara comprimare a volumului serviciilor de piață prestate populației (-1,4 la sută în octombrie față de media trimestrului anterior), în timp ce comerțul cu amănuntul a înregistrat

⁹ Indicatorul agregat menționat combină evoluțiile mai multor variabile macro-economice (descriind aspecte specifice relevante ale activității economice) într-o variabilă sintetică. Indicatorul 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 EA17, indicatorul de încredere în economie (ESI), consumul de energie electrică în economie, numărul de comenzi noi în industria prelucrătoare.

¹⁰ Date ajustate sezonier, sondaj CE-DG ECFIN.

Indicatorul de încredere în economie* și creșterea economică



*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

un avans de 1,6 la sută în lunile octombrie și noiembrie față de media trimestrului anterior. Pentru trimestrul IV 2011 se anticipează atenuarea dinamicii trimestriale negative a consumului public, evoluția acestuia fiind în concordanță cu îndeplinirea angajamentului autorităților de a atinge ținta de deficit bugetar 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 anului 2011 reprezintă 4,35 la sută din PIB anual nominal (metodologie *cash*), asigurând astfel respectarea angajamentului asumat.

Evoluția preconizată a consumului individual al gospodăriilor populației din intervalul de proiecție este de așteptat să fie rezultatul acțiunii unor factori cu influență divergentă. Pe de-o parte, majorarea anticipată a dinamicii venitului disponibil¹¹ din sectorul privat, preconizată de menținerea ritmului anual pozitiv al PIB și, implicit, de redresarea productivității muncii, precum și continuarea tendinței de diminuare a costurilor de acces la finanțare¹² vor avea ca efect probabil relaxarea treptată a constrângerilor financiare ale gospodăriilor populației, în funcție de evoluția condițiilor de creditare ale instituțiilor de credit din România. Pe de altă parte, este de așteptat ca acest efect să fie atenuat la nivelul agregat al consumului gospodăriilor de implementarea preconizată a măsurilor de consolidare fiscală¹³ anunțate de guvern. Pe ansamblu, dinamica grupei „consum individual al gospodăriilor populației” ar urma să fie favorabilă în 2012 și în 2013, pe măsura disipării treptate a constrângerilor financiare resimțite de angajații din sectorul public. În același timp, traiectoria „consumului colectiv al administrației publice” va rămâne concordantă cu angajamentul autorităților de a atinge țintele de deficit bugetar agreate cu UE, FMI și Banca Mondială pentru sfârșitul anilor 2012 și 2013¹⁴. În aceste condiții, scenariul de bază al proiecției anticipează înregistrarea unor rate anuale negative de creștere ale acestei componente în 2012, urmată de revenirea la ritmuri pozitive în 2013.

Pentru trimestrul IV 2011 se preconizează menținerea ritmului trimestrial de creștere a formării brute de capital fix la nivelul celui

¹¹ Cu precădere a componentei „câștiguri salariale”.

¹² În contextul continuării relaxării, începută în perioadele recente, a standardelor și termenilor creditării aplicate populației.

¹³ De exemplu, conform prevederilor Legii nr. 283 din 14 decembrie 2011 privind aprobarea Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 80/2010 pentru completarea art. 11 din Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 37/2008 privind reglementarea unor măsuri financiare în domeniul bugetar, una dintre măsurile de consolidare fiscală legiferate de guvern pentru anul 2012 este cea de înghețare a salariilor în sectorul public „la același nivel cu cel ce se acordă personalului plătit din fonduri publice pentru luna decembrie 2011”.

¹⁴ Conform textului Scrisorii de intenție a Guvernului României publicate pe 2 decembrie 2011 (<http://www.imf.org/external/np/loi/2011/rou/120211.pdf>), ținta de deficit pentru anul 2012 este de sub 3 la sută din PIB (metodologie ESA), echivalentul a 1,9 la sută din PIB (metodologie *cash*).

înregistrat în trimestrul anterior. Evoluția formării brute de capital fix în trimestrul IV 2011 este susținută din partea componentei construcțiilor atât de volumul construcțiilor noi, care s-a majorat cu 8,1 la sută în octombrie și noiembrie față de media trimestrului anterior, cât și de evoluția numărului de permise noi în construcții, care a crescut cu 3,3 la sută în același interval. În cazul componentei de investiții în utilaje se preconizează o creștere datorată în principal avansului producției industriale de bunuri de capital cu 1,3 la sută în primele două luni ale trimestrului IV față de media trimestrului anterior.

Pentru anii 2012 și 2013 se anticipează o accelerare moderată a dinamicii investițiilor din economie, această componentă urmând să aibă o contribuție pozitivă la creșterea economică din intervalul de proiecție. În anul curent, formarea brută de capital fix va cunoaște o revigorare, cu precădere pe seama producției destinate consumului intern. În același timp, respectarea de către guvern a angajamentelor asumate față de UE, FMI și Banca Mondială în materie de prioritizare a proiectelor de investiții¹⁵ va avea ca efect probabil inclusiv îmbunătățirea capacității de atragere a fondurilor europene de postaderare, cu consecințe favorabile asupra ritmului de evoluție a formării brute de capital fix atât în 2012, cât și în 2013.

Pentru trimestrul IV 2011 se anticipează continuarea evoluției pozitive a exporturilor, cu o rată trimestrială de creștere ușor superioară celei înregistrate în trimestrul anterior. Această dinamică este susținută atât de datele lunare privind evoluția exporturilor de bunuri și servicii din balanța de plăți, care au înregistrat în octombrie și noiembrie o creștere de 5,2 la sută față de media trimestrului anterior, cât și de deprecierea cu 3 la sută în termeni trimestriali a cursului de schimb real efectiv în trimestrul IV 2011. În același timp, este de așteptat ca menținerea unei dinamici pozitive a cererii interne să susțină plasarea ritmului trimestrial de creștere a importurilor ușor peste nivelul înregistrat în trimestrul anterior. Această evoluție este anticipată de dinamica importurilor de bunuri și servicii din balanța de plăți, care au crescut cu 1,7 la sută în lunile octombrie și noiembrie față de media trimestrului III.

În anul 2012, pe fondul încetinirii preconizate a cererii externe, se anticipează temperarea ritmului de creștere a exporturilor față de 2011, având ca efect implicit și o diminuare a volumului bunurilor importate în scopul producției de bunuri destinate exportului. Pentru anul 2013, pe fondul revenirii mai accentuate a cererii interne, dinamica importurilor va înregistra o ușoară accelerare, depășind-o pe cea a exporturilor. Cu toate acestea, deficitul de cont curent, calculat ca pondere în PIB, este proiectat a nu se accelera pe acest interval, în condițiile unei dinamici mai reduse a prețurilor de import decât a celor de export, explicată parțial de revenirea

¹⁵ Prin favorizarea celor profitabile și cu șanse sporite de a fi finanțate în următorii 3-5 ani.

începând din 2013 a ritmului anual de creștere a costurilor unitare reale cu forța de muncă din sectorul privat la valori pozitive.

Condițiile monetare în sens larg

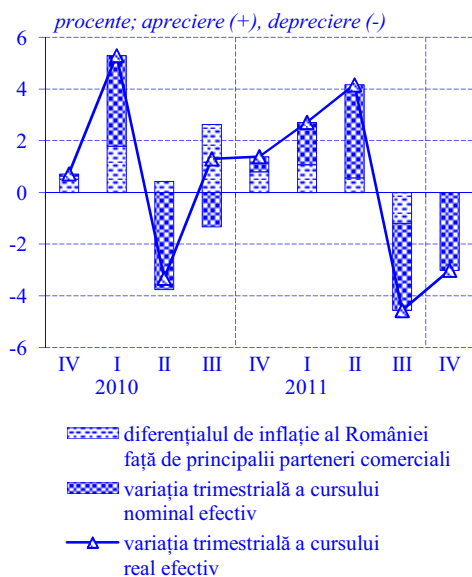
Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul dinamicilor ratelor reale ale dobânzilor în lei, practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebancari, al cursului real de schimb și al costului creditelor în valută, exprimat în lei, asupra evoluției cererii agregate viitoare.

Pe parcursul trimestrului IV 2011, ratele nominale ale dobânzilor în lei practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebancari¹⁶ au crescut ușor în cazul creditelor și s-au menținut aproape constante în cazul depozitelor. În aceste condiții, diminuarea semnificativă a anticipațiilor inflaționiste a determinat creșterea ratelor reale ale dobânzilor, atât în cazul creditelor, cât și în cel al depozitelor. Ca urmare, se estimează că efectul cumulat al ratelor reale ale dobânzilor din trimestrul IV asupra activității economice viitoare devine ușor restrictiv.

În trimestrul IV 2011, deprecierea trimestrială în termeni reali a leului¹⁷ indică o îmbunătățire a competitivității prin preț a exporturilor românești și, astfel, un impact potențial stimulativ asupra cererii agregate viitoare. Această evoluție se datorează integral deprecierei nominale a monedei naționale, având în vedere faptul că inflația internă a fost aproximativ egală cu cea a partenerilor comerciali. Deprecierea nominală a monedei naționale, atât față de dolarul SUA, cât și față de euro, a survenit în contextul deteriorării percepției investitorilor asupra perspectivei macroeconomice ale statelor din regiune, reflectată și în majorarea primei de risc suveran asociate României. De asemenea, creșterea aversiunii la risc a investitorilor s-a reflectat în dinamica trimestrială ascendentă a *spread*-urilor *credit default swap* (CDS). Spre deosebire de impulsul favorabil transmis prin canalul exportului net, deprecierea monedei naționale induce un efect restrictiv asupra activității economice viitoare prin creșterea costului creditului în valută exprimat în lei.

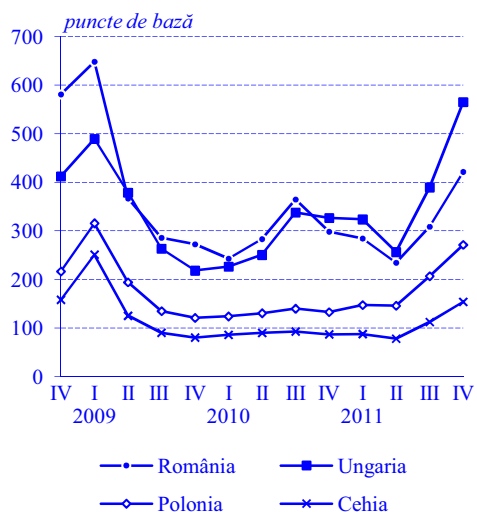
Potrivit evaluării BNR, ansamblul condițiilor monetare reale din trimestrul IV 2011 exercită o influență stimulativă asupra activității economice viitoare. Sensul acestei influențe este datorat efectului stimulativ provenit din partea cursului de schimb real prin canalul

Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



Sursa: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics, BNR, calcule BNR

Spread-urile CDS (5 ani) pentru România și alte state din regiune



Sursa: Bloomberg

¹⁶ Ratele nominale ale dobânzilor în lei la credite și depozite sunt calculate ca medii ponderate, în funcție de volum, ale dobânzilor corespunzătoare agregatelor de tip stoc.

¹⁷ 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.

exportului net, contrabalansat parțial de efectul restrictiv al dobânzilor la credite și al costului creditelor în valută exprimat în lei.

Pe intervalul de proiecție, se anticipează o influență moderat stimulative a condițiilor monetare reale în sens larg asupra cererii agregate, asociată impactului dominant al evoluției anticipate a cursului de schimb real efectiv asupra exporturilor nete. Traectoria ratei dobânzii de politică monetară este calibrată pentru a favoriza atât menținerea ratei inflației în interiorul intervalului-țintă, cât și realizarea premiselor de consolidare sustenabilă a procesului de creditare a economiei reale. În mod consistent cu traectoria proiectată a ratei dobânzii de politică monetară și cu cea a ratei inflației, deviațiile de la trend ale ratelor reale ale dobânzilor la credite și depozitele denominate în lei practicate de băncile comerciale în relația cu clienții nebancari sunt anticipate a fi stimulative pentru activitatea economică în cea mai mare parte a intervalului de prognoză. Totuși, comparativ cu runda anterioară, ajustarea în jos a așteptărilor de inflație are ca efect anticipat atenuarea caracterului stimulative exercitat de acestea asupra cererii agregate.

Scenariul de bază al proiecției curente este construit în ipoteza realizării unor corecții treptate, pe parcursul următoarelor opt trimestre, ale dezechilibrelor de ordin macroeconomic care se manifestă la ora actuală la nivelul zonei euro¹⁸. În aceste condiții, se anticipează că pe ansamblul intervalului de proiecție poziționarea cursului de schimb real efectiv al leului față de nivelul de echilibru pe termen mediu va exercita, *ceteris paribus*, o influență favorabilă asupra competitivității externe a exporturilor și activității economice. Influența asupra activității economice va fi atenuată în prima parte a intervalului de prognoză de efectele de avuție și bilanț ale cursului de schimb, anticipate a-și epuiza ulterior impactul nefavorabil pe fondul temperării efectelor crizei datoriiilor suverane și, pe această cale, al îmbunătățirii percepției nefavorabile de risc a investitorilor față de plasamentele în active denominate în lei.

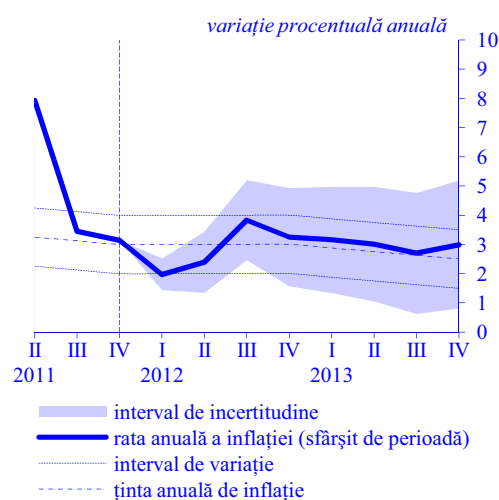
1.4. Riscuri asociate proiecției

În runda curentă, balanța riscurilor continuă să fie înclinată în sensul unor abateri în sus ale ratei anuale a inflației IPC de la traectoria din scenariul de bază, posibilele surse de asimetrie fiind asociate atât evoluțiilor mediului extern, cât și unor factori interni.

Cea mai importantă sursă de risc este identificată la nivelul evoluțiilor din zona euro, în condițiile prelungirii manifestării efectelor unei crize a datoriiilor suverane declanșate în urmă cu aproape doi ani. În momentul de față, persistă incertitudini ample cu privire la: (i) coordonarea politicilor fiscale din țările membre

¹⁸ Pentru un scenariu alternativ cu privire la posibile evoluții nefavorabile ale crizei datoriiilor, a se vedea subsecțiunea 1.4. Riscuri asociate proiecției.

Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază



Notă: Intervalul de incertitudine a fost recalculat pe baza erorilor de prognoză ale proiecțiilor BNR din intervalul 2005-2011. Față de valorile publicate în Raportul asupra inflației din noiembrie 2011, amplitudinea intervalului actualizat este mai redusă cu 0,2 puncte procentuale la sfârșitul anului curent și cu 0,4 puncte procentuale la finele anului 2013.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

ale zonei euro; (ii) reacția politicii Băncii Centrale Europene în cazul agravării tensiunilor; (iii) activitatea unor grupuri bancare europene în noile state membre ale Uniunii Europene în condițiile unei gestiuni a lichidităților și finanțării ce reflectă întărirea reglementărilor prudențiale privind capitalul¹⁹. Prin urmare, nu poate fi exclus un scenariu în care, pe fondul accentuării crizei din zona euro și al generalizării aversiunii la risc, unele consecințe negative s-ar răsfrânge inclusiv asupra economiilor din afara acesteia²⁰, determinând creșterea costurilor de finanțare, reducerea creditării, deprecierea monedelor naționale și scăderea puterii de cumpărare a populației.

Un alt risc major s-ar putea materializa în eventualitatea tensionării contextului politic din regiunea Orientului Mijlociu, ceea ce s-ar reflecta nefavorabil pe piețele internaționale, în special la nivelul dinamicii prețului petrolului²¹. Concomitent cu apariția unor presiuni inflaționiste inerente și dificil de contracarat²², manifestarea unui astfel de șoc ar conduce la încetinirea ritmului creșterii economiei globale, în condițiile în care resursele energetice convenționale reprezintă un factor de producție dificil de substituit pe termen mediu.

Pe plan intern, riscurile asociate conduitei politicii fiscale sunt percepute ca fiind echilibrate, în pofida calendarului electoral încărcat din perioada următoare. Ultimele informații privind execuția bugetului de stat pe anul anterior indică o performanță bună relativ la ținta asumată, ceea ce crește probabilitatea unor evoluții similare în anul curent. Totuși, pe fondul crizei din zona euro, condițiile de finanțare a deficitului bugetar s-ar putea deteriora, ceea ce ar atrage creșterea aversiunii la risc și reducerea intrărilor de capital cu consecințele menționate mai sus.

Există unele indicii recente²³ care sugerează posibilitatea unei mai bune absorbții în perioada următoare a fondurilor europene de

¹⁹ Există două categorii de reglementări prudențiale care trebuie menționate: (a) cele impuse de o manieră coordonată de către Autoritatea Bancară Europeană, având ca termen jumătatea anului 2012 (<http://www.eba.europa.eu/News--Communications/Year/2011/The-EBA-details-the-EU-measures-to-restore-confide.aspx>) și (b) cele impuse prin decizii unilaterale, de exemplu decizia recentă a Băncii Naționale a Austriei și Autorității Austriece de Reglementare a Piețelor Financiare (http://www.oenb.at/en/presse_pub/aussendungen/2011q2/Copy_3_of_2010q1/pa_20111121_fma_and_oenb_devise_a_set_of_measures_to_strengthen_business_model_sustainability_for_austrian_banks_operating_in_cesee.jsp#cm:16-241498).

²⁰ Vulnerabilitatea economiei românești la un astfel de factor de risc derivă din existența unor strânse legături comerciale și financiare cu zona euro.

²¹ Conform datelor disponibile pe *website*-ul OPEC, țările din Orientul Mijlociu concentrează o parte semnificativă din rezervele de petrol ale lumii (http://www.opec.org/opec_web/en/data_graphs/330.htm).

²² În general, instrumentele specifice politicii monetare sunt percepute a fi puțin eficiente în combaterea unor șocuri puternice de natura ofertei.

²³ Conform informațiilor publicate de Ministerul Afacerilor Europene, rata absorbției fondurilor europene a crescut semnificativ în luna decembrie 2011 față de perioadele anterioare (<http://www.dae.gov.ro/338/stadiul-absorbției-fondurilor-structurale-de-coeziune>).

postaderare. Pe lângă contribuția pozitivă pe termen mediu la creșterea potențialului economic și temperarea presiunilor inflaționiste²⁴, atragerea acestor fonduri ar putea îmbunătăți deficitul de cont curent, atenuând vulnerabilitățile economiei și evitând presiunile asupra cursului de schimb.

În lipsa unor repere clare din partea autorităților cu privire la etapele liberalizării anumitor sectoare ale pieței de energie²⁵, continuă să persiste unele incertitudini inerente cu privire la dinamica prețurilor administrate, balanța riscurilor asociate fiind însă apreciată a fi relativ echilibrată pe intervalul proiecției. O balanță relativ echilibrată a riscurilor este asociată și evoluției pe intervalul proiecției a prețurilor alimentare volatile, în condițiile în care afluența precipitațiilor din perioada recentă ar putea contribui la recuperarea într-o manieră sustenabilă a deficitului de apă din sol, manifestat în ultima parte a anului 2011.

2. Evaluarea de politică monetară

Dezinflația a continuat să se consolideze în trimestrul IV al anului 2011, corespunzător previziunilor băncii centrale. Scăderea ratei anuale a inflației a fost ușor mai amplă decât se anticipase, în condițiile în care aceasta a coborât în luna decembrie la nivelul de 3,14 la sută, situat în imediata proximitate a punctului central al țintei de inflație stabilite pentru sfârșitul anului (3 la sută ± 1 punct procentual). Evoluția a fost în principal rezultanta prelungirii trendului descendent al dinamicii anuale a prețurilor volatile²⁶ și a decelerării relativ mai alerte a inflației de bază (CORE2 ajustat). Aceasta din urmă a reflectat, cu precădere, persistența deficitului amplu de cerere agregată, precum și ameliorarea așteptărilor inflaționiste, susținută inclusiv de menținerea conduitei prudente a politicii monetare.

Beneficiind de o asemenea premisă și de revizuirii moderate în ambele sensuri ale ipotezelor ei principale, proiecția actualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu reconfirmă în linii generale coordonatele favorabile ale perspectivei inflației evidențiate în cadrul scenariului de bază al precedentului exercițiu de prognoză. Astfel, rata anuală proiectată a inflației continuă să se plaseze de-a

²⁴ De exemplu, proiectele finanțate prin fonduri europene care conduc la modernizarea și dezvoltarea rețelelor de transport rutier și feroviar au capacitatea de a reduce costurile de transport al bunurilor materiale, având implicit un impact benefic asupra PIB potențial. Un alt exemplu se referă la acele proiecte de mediu care au ca scop prevenirea și reducerea efectelor inundațiilor sau ale altor elemente de risc cu impact nefavorabil asupra culturilor agricole și, implicit, asupra prețurilor acestor produse. Mai multe informații despre proiectele finanțate prin fonduri europene se pot găsi la adresa <http://www.fonduri-ue.ro/programe-operationale-190>.

²⁵ Este vorba de piața energiei electrice și de cea a gazelor naturale.

²⁶ Această componentă a indicelui prețurilor de consum include prețurile din categoria „legume, fructe, ouă” și prețul combustibililor.

lungul întregului orizont de proiecție în interiorul intervalului de variație din jurul punctelor centrale ale țintelor de inflație²⁷. La sfârșitul trimestrului I al anului 2012, ea coboară chiar la limita inferioară a acestui interval, ca urmare a efectului statistic de bază al previzibilei accentuări în primele luni ale anului curent a declinului în termeni anuali al prețurilor volatile ale produselor alimentare. Ulterioara ajustare în sens ascendent anticipată a fi consemnată de rata anuală a inflației – indusă de același efect de bază statistic – este urmată de stabilizarea acesteia în jumătatea superioară a intervalului de variație, ea rămânând însă în apropierea punctului central al țintei; o asemenea perspectivă are ca ipoteză o amplitudine relativ modestă a viitoarelor șocuri adverse pe partea ofertei, incluzând potențialele efecte de bază nefavorabile asociate evoluției din trimestrele anterioare a prețurilor volatile ale produselor alimentare.

Din perspectiva conducerii politicii monetare, esențial este faptul că această perspectivă a inflației continuă să fie puternic susținută de *pattern*-ul ameliorat al ratei anuale prognozate a inflației de bază (CORE2 ajustat). Traectoria acesteia – coborâtoare în prima parte a anului și ulterior cvasistaționară – este ușor mai joasă decât cea relevată de prognoza anterioară, reflectând cu precădere relativa accelerare a ajustării descendente a așteptărilor inflaționiste, inclusiv a celor pe termen mediu, relevată de sondajele de specialitate.

Presiunile dezinflaționiste anticipate a fi exercitate de cererea agregată de-a lungul întregului orizont de prognoză sunt însă mai puțin intense în termeni comparativi decât cele prognozate anterior, în condițiile în care valorile estimate ale *gap*-ului negativ al PIB au fost ajustate descendent, în principal ca urmare a rectificării crescătoare a proiecțiilor de creștere economică în anii 2011 și 2012. Aceasta a fost motivată prioritar de revizuirea ascendentă a datelor istorice privind evoluția PIB, precum și de relativa accelerare a creșterii economice în trimestrul III, care, împreună cu dinamica trimestrială pozitivă previzionată a fi consemnată de PIB în trimestrul IV, exercită un efect statistic semnificativ asupra ritmului anual de creștere economică anticipat pentru anul 2012. Menținerea la o valoare pozitivă a dinamicii trimestriale a PIB în trimestrul IV – deși anticipată a fi inferioară celei din intervalul anterior – este sugerată de evoluția din primele două luni a unor indicatori relevanți pentru comportamentul principalelor componente ale cererii agregate, care par să indice o anumită reziliență la înrăutățirea situației economice a zonei euro.

Adecvarea reacției politicii monetare la contextul prefigurat de actuala prognoză pe termen mediu a inflației din scenariul de bază

²⁷ Ținta de inflație stabilită pentru sfârșitul anului 2012 este de 3 la sută ± 1 punct procentual; începând cu anul 2013, ținta de inflație este staționară, ea fiind stabilită la nivelul de 2,5 la sută ± 1 punct procentual.

continuă să fie afectată de caracterul complex al balanței riscurilor inflaționiste ce îi sunt asociate. Deosebit de relevantă din această perspectivă este categoria diversă de riscuri – anticipate a acțiunii potențial în ambele sensuri – induse la adresa traiectoriei viitoare a ratei anuale a inflației de mediul extern. Ele au ca principală sursă incertitudinile crescute privind evoluția crizei datoriilor suverane și impactul ei asupra economiilor/sistemelor bancare din zona euro, precum și asupra economiei globale, de natură să afecteze semnificativ evoluțiile economice și financiare interne.

Astfel, pe de o parte, o eventuală prelungire a crizei sau o continuare a escaladării acesteia ar putea exercita efecte inflaționiste suplimentare pe plan intern – imediate sau episodice – prin intermediul unor depreciări mai accentuate ale leului, provocate de creșterile aversiunii investitorilor față de moneda europeană, și, implicit față de monedele din regiune. Efectele adverse ale cursului de schimb al leului ar putea fi amplificate de o eventuală restrângere de durată a accesului băncilor și companiilor locale la finanțarea externă, datorată posibilei intensificări a dezintermedierii și a eforturilor de capitalizare a instituțiilor de credit din zona euro, decurgând inclusiv din necesitatea îndeplinirii cerințelor noilor reglementări bancare, eforturi care ar putea afecta disponibilitatea lichidității și constrânge finanțarea grupurilor bancare din Uniunea Europeană.

Pe de altă parte, o agravare a crizei datoriilor suverane ar putea conduce la o relativă intensificare a presiunilor dezinflaționiste ale cererii agregate – de natură să contrabalanseze cel puțin parțial influența cursului de schimb al leului – în condițiile în care redresarea economiei românești ar fi semnificativ frânată de continuarea slăbirii economiei globale și de potențiala prelungire a recesiunii în zona euro, inclusiv de trenarea redresării ei ulterioare. Este de așteptat ca efectele unor asemenea evoluții să fie receptate prioritar de exporturile românești destinate zonei euro, dar și de unele componente ale cererii interne, în special de investițiile private; acestea ar fi afectate mai cu seamă de continuarea erodării încrederii, creșterea serviciului datoriei externe și al celei interne exprimate în valută suportat de companii și populație, precum și de restrângerea accesibilității/scumpirea finanțării interne și externe a agenților economici. Cea din urmă influență ar putea fi agravată de o eventuală extindere a procesului de dezintermediere financiară în zona euro, care să vizeze și o reducere a expunerii unor instituții de credit europene pe piețele financiare din regiune, inclusiv pe cea românească.

Efectele adverse ale evoluțiilor externe s-ar propaga, cel mai probabil, și asupra execuției bugetului general consolidat, inclusiv prin intermediul unui acces limitat la surse de împrumut, precum și al unui cost relativ mai ridicat al finanțării și refinanțării deficitului fiscal și a datoriei publice. Acestea ar putea spori

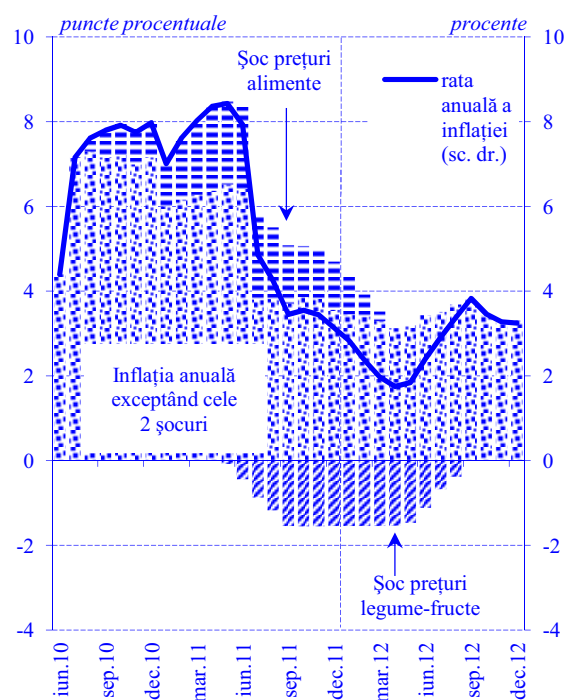
potențialele dificultăți la adresa conduitei politicii fiscale și a atingerii țintei de deficit fiscal generate în anul 2012 de mediul intern, mai cu seamă de programul electoral al acestui an și de eventuala manifestare a unor presiuni de natură socială și politică. Într-o asemenea conjunctură, continuarea implementării ferme a măsurilor de consolidare fiscală și a reformelor structurale, concomitent cu intensificarea eforturilor de atragere a fondurilor europene, corespunzător angajamentelor asumate în cadrul acordurilor convenite cu UE și FMI, este imperativă, fiind esențială pentru prevenirea creșterii primei de risc suveran, implicit pentru consolidarea dezinflației și redresarea pe baze sustenabile a economiei românești.

O altă sursă de riscuri pe care mediul extern le poate induce la adresa perspectivei inflației o constituie evoluția prețurilor internaționale ale materiilor prime agricole și energetice, mai ales cea a prețului petrolului. Se consideră că, în actualul context, balanța acestor riscuri continuă să fie relativ echilibrată, cel puțin pe termen scurt, dată fiind, pe de o parte, tendința de scădere a cererii pentru asemenea bunuri, pe fondul încetirii semnificative a creșterii economice globale. Pe de altă parte, se are în vedere posibilitatea producerii unei restrângeri semnificative, cel puțin temporare, a ofertei globale de petrol și produse agricole, în ipoteza persistenței tensiunilor geopolitice în anumite zone ale lumii și a manifestării durabile pe teritorii extinse a unor condiții meteorologice nefavorabile.

Dacă asemenea condiții ar afecta și teritoriul României, efectele lor inflaționiste ar fi amplificate de o evoluție semnificativ sub așteptări a producției agricole interne. În același timp însă, nu poate fi exclusă ipoteza prevalenței în cursul acestui an a unor condiții climaterice care să permită repetarea performanțelor consemnate de agricultura românească în anul anterior, în principal pe segmentul legumelor și fructelor, de natură să atenueze, în raport cu previziunile, impactul inflaționist al prețurilor volatile ale produselor alimentare indus de existența unui efect de bază statistic semnificativ. Într-un relativ echilibru se apreciază că se află în anul 2012 și balanța riscurilor la adresa perspectivei inflației induse de ajustările de prețuri administrate, cu toate că evaluarea lor continuă să fie îngreunată de absența unui calendar oficial al acestor măsuri. Pe termen mediu, este însă de așteptat ca riscurile inflaționiste asociate acestui factor să redevină dominante – inclusiv cel de generare a unor efecte secundare – dată fiind perspectiva relativei accelerări în viitor a ajustării semnificative, respectiv eliminării unor prețuri administrate, reprezentând condiționalități ale acordurilor convenite cu UE, FMI și Banca Mondială, precum și obligații ce derivă din legislația aferentă calității de stat membru al Uniunii Europene.

Data fiind reconfirmarea perspectivei plasării ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație din jurul punctelor centrale ale țintelor de inflație stabilite pentru anii 2012 și 2013, dar și persistența unei relative asimetrii a balanței riscurilor pe termen mediu la adresa acesteia, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 2 februarie 2012 reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 5,50 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. Ajustarea graduală și judicioasă a condițiilor monetare reale în sens larg este de natură să contribuie la ancorarea eficace a anticipațiilor pe întreg orizontul proiecției, având în vedere perspectivele inflației, respectiv continuarea decelerării atât a inflației totale, cât și a celei de bază în perioada imediat următoare, dar și efectele statistice de bază nefavorabile care vor influența evoluția acesteia în partea a doua a anului 2012 (fără a depăși însă intervalul de variație de ± 1 punct procentual din jurul țintei de 3 la sută).

Influența efectelor de bază asupra ratei anuale a inflației în anul 2012



	Șoc prețuri alimente	Șoc prețuri legume-fructe
Perioada de manifestare a șocului	aug.10-apr.11	mai 11-sep.11
Perioada de persistență a efectului în rata anuală a inflației	aug.10-mar.12	mai 11-aug.12

Sursa: INS, proiecție BNR

