



**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. It has a central dome with a grid pattern, arched windows, and a balcony. The drawing is rendered in a dark brown color against a light background.

**RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI**  
**mai 2012**

Anul VIII, nr. 28  
Serie nouă



**Banca Națională a României**

# **RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI**

**Mai 2012**

**Anul VIII, nr. 28**

**Serie nouă**

## **NOTĂ**

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

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

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

*Banca Națională a României*

*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 mai 2012 și include informațiile disponibile până la data de 26 aprilie 2012.*

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

## Lista abrevierilor

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

# Cuprins

<b>SINTEZĂ</b> .....	<b>7</b>
<b>I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI</b> .....	<b>11</b>
<b>II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE</b> .....	<b>14</b>
<b>1. Cererea și oferta</b> .....	<b>14</b>
1.1. Cererea .....	15
1.2. Oferta .....	17
<b>2. Piața muncii</b> .....	<b>18</b>
<b>3. Prețurile de import și prețurile de producție</b> .....	<b>20</b>
<b>III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE</b> .....	<b>23</b>
<b>1. Politica monetară</b> .....	<b>23</b>
<b>2. Piețe financiare și evoluții monetare</b> .....	<b>26</b>
2.1. Ratele dobânzilor .....	26
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital.....	28
2.3. Moneda și creditul .....	29
<b>IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI</b> .....	<b>32</b>
<b>1. Scenariul de bază</b> .....	<b>34</b>
1.1. Ipoteze externe.....	34
1.2. Perspectivele inflației .....	35
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție .....	37
1.4. Riscuri asociate proiecției .....	43
<b>2. Evaluarea de politică monetară</b> .....	<b>45</b>



### *Evoluția inflației și cauzele acesteia*

Rata anuală a inflației IPC a coborât la sfârșitul trimestrului I 2012 la un minim istoric de 2,4 la sută, situându-se cu 0,7 puncte procentuale sub nivelul atins la finele anului 2011 și cu 0,6 puncte procentuale sub punctul central (3 la sută) al intervalului-țintă stabilit pentru anul curent. În același timp, valoarea înregistrată în luna martie se plasează cu 0,4 puncte procentuale peste cea prognozată în Raportul asupra inflației din luna februarie 2012.

La reducerea inflației anuale în trimestrul I au contribuit cvasitotalitatea grupelor de prețuri de consum, excepție făcând cea a prețurilor produselor din tutun. În cazul prețurilor volatile ale mărfurilor alimentare (LFO<sup>1</sup>) și al prețurilor combustibililor, atenuarea dinamicilor anuale s-a datorat integral unui efect de bază. Față de sfârșitul anului anterior însă, prețurile acestor mărfuri au înregistrat creșteri însemnate, pe seama costurilor sporite antrenate de condițiile meteorologice nefavorabile și a majorării cotațiilor internaționale pe piețele materiilor prime alimentare și energetice, în condițiile potențării celei din urmă de deprecierea moderată, în intervalul analizat, a monedei naționale față de euro și dolarul SUA. Magnitudinea acestor efecte adverse explică abaterea ratei anuale a inflației IPC de la nivelul prognozat anterior pentru sfârșitul trimestrului I.

Consolidarea, în trimestrul I 2012, a progresului substanțial al dezinflației realizat în a doua parte a anului anterior este ilustrată de contribuția dominantă la acest proces a dinamicii inflației de bază CORE2 ajustat<sup>2</sup>. Rata anuală a acesteia a coborât la sfârșitul trimestrului I la 2 la sută, cu 0,4 puncte procentuale sub nivelul de la finele anului 2011 și s-a situat doar marginal peste cel prognozat în luna februarie. Determinantul principal al acestei evoluții a fost accentuarea presiunilor exercitate de menținerea cererii agregate sub nivelul PIB potențial. Influența deficitului de cerere a fost ușor atenuată de impactul nefavorabil al deprecierii leului asupra prețurilor importurilor. Anticipațiile privind inflația au scăzut într-un ritm ceva mai lent în trimestrul I, după ajustările semnificative în jos din a doua jumătate a anului 2011.

Ritmul anual de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă s-a accelerat în industrie în perioada ianuarie-februarie 2012, efectul creșterilor salariale din acest sector fiind amplificat de dinamica negativă pe termen scurt a productivității muncii. În aceste condiții, se impune în continuare menținerea unei corelări adecvate a creșterii salariilor cu cea a productivității muncii, pentru conservarea perspectivelor favorabile ale inflației și îmbunătățirea competitivității exporturilor României ca suport al redresării economice durabile.

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

În ședința din 2 februarie 2012, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei dobânzii de politică monetară cu 0,25 puncte procentuale, până la nivelul de 5,50 la sută pe an. Continuarea pașilor de reducere a ratei dobânzii a fost motivată de reconfirmarea, prin proiecția macroeconomică actualizată, a perspectivelor de menținere a ratei anuale a inflației în interiorul intervalului-țintă în cursul anilor 2012 și 2013. Pe de altă parte, menținerea abordării graduale a ajustării ansamblului condițiilor monetare reale era impusă de persistența unor surse interne și externe de risc cu potențial de a determina abaterea în sus a inflației de la traiectoria prognozată de banca centrală.

---

<sup>1</sup> Legume, fructe și ouă.

<sup>2</sup> Măsură a inflației de bază, care elimină din calculul IPC total o serie de prețuri asupra cărora influența politicii monetare (prin gestionarea cererii agregate) este puțin semnificativă sau nulă: cele administrate, volatile (legume, fructe, ouă, combustibili), ale produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice.



Decelerarea dinamicii prețurilor de consum a continuat în primele două luni ale anului 2012, în pofida unor influențe conjuncturale nefavorabile de natura ofertei, în special cu impact asupra prețurilor volatile ale produselor alimentare. Ușoara contracție economică indicată de datele statistice în trimestrul IV 2011 confirma menținerea presiunilor dezinflaționiste semnificative din partea deficitului de cerere, iar analiza ansamblului indicatorilor macroeconomici sugera conservarea perspectivelor de înscriere a ratei inflației pe traiectoria anticipată pe termen mediu. În același timp, rămâneau relevante riscurile asociate contextului electoral al anului 2012, alături de incertitudinile legate de evoluțiile mediului extern, ale fluxurilor de capital și ale unor prețuri volatile și administrate.

Ca urmare a evaluării acestui complex de factori de influență, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 29 martie 2012 reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,25 la sută pe an.

### ***Perspectivile inflației***

Proiecția actualizată reconfirmă perspectivele inflației prezentate în Raportul asupra inflației din luna februarie 2012, prevăzând menținerea ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație de  $\pm 1$  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 IV 2011, creșterea în termeni anuali a PIB real a rămas în teritoriu pozitiv, dar a decelerat substanțial comparativ cu perioada anterioară, în condițiile înregistrării unei ușoare contracții trimestriale. Proiecția BNR prevede revenirea creșterii economice la rate trimestriale pozitive cu începere din trimestrul II 2012. Este de așteptat ca pe ansamblul anului 2012 dinamica pozitivă a activității economice să fie mai lentă decât în 2011, în contextul unei cereri externe constrânse de recesiunea prevăzută pentru zona euro și al revenirii producției agricole la un potențial mediu după performanța deosebită din anul precedent. În aceste condiții se anticipează că în anul curent creșterea economică va fi susținută de cererea internă de consum și investiții, în timp ce pentru 2013 se prevede o accelerare a dinamicii PIB impulsionată atât de expansiunea cererii interne, cât și de redresarea cererii externe. Este de așteptat ca majorarea mai rapidă în anul următor a cererii interne să implice o creștere moderată a ponderii în PIB a deficitului de cont curent al balanței de plăți, de natură a nu induce presiuni semnificative asupra cursului de schimb al monedei naționale. Deficitul de cerere a fost revizuit în proiecția actuală la valori care implică presiuni dezinflaționiste relativ mai accentuate decât în runda anterioară de prognoză pe întreaga perioadă de referință. Intensitatea acestora este prevăzută a se diminua treptat, cu începere din a doua jumătate a anului curent, dar nivelul PIB va rămâne sub cel potențial la orizontul proiecției.

Scenariul de bază al proiecției curente prevede rate anuale ale inflației IPC la finele anilor 2012 și 2013 identice celor anticipate în Raportul asupra inflației din luna februarie: 3,2 la sută și, respectiv, 3 la sută.

În pofida unei abateri în sus, de 0,4 puncte procentuale, a ratei anuale a inflației IPC în luna martie de la nivelul prognozat anterior, începând din trimestrul II 2012 traiectoriile proiectate ale ratelor inflației IPC și CORE2 ajustat sunt în mare măsură similare celor din runda precedentă. Rata anuală a inflației IPC este prevăzută a 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 II 2012 (2 la sută în mai) și a unui maxim în trimestrul III (3,8 la sută în septembrie), urmate de o relativă stabilizare, cu începere din trimestrul IV 2012, la niveluri apropiate de 3 la sută. Pentru rata anuală a inflației CORE2 ajustat se prevede

stabilizarea, pe parcursul întregii perioade de referință, la niveluri care nu vor depăși pe cel de 2 la sută, atins deja la sfârșitul trimestrului I 2012.

Reconfirmarea prognozelor anterioare pentru rata inflației de sfârșit de an în 2012 și 2013 a avut loc în condițiile unor reevaluări marginale ale contribuțiilor componentelor coșului de consum, cu efect net de compensare reciprocă. Pentru finele anului curent, contribuția ușor mai favorabilă comparativ cu runda precedentă a dinamicii indicelui CORE2 ajustat și a celei a prețurilor alimentare volatile este contrabalansată de influența de sens contrar a evoluției anticipate a prețurilor combustibililor. Pentru anul 2013, revizuirea favorabilă în cazul inflației CORE2 ajustat este contracarată de evoluția preconizată pentru grupa produse din tutun.

Anticiparea unei evoluții ușor mai favorabile comparativ cu runda anterioară a inflației CORE2 ajustat se datorează în principal proiectării unui deficit de cerere relativ mai accentuat pe întreg intervalul de prognoză. Anticipațiile privind inflația au fost doar marginal revizuite în jos pe intervalul de referință. Traectoria lor implică o relativă stabilizare în concordanță cu cea a inflației proiectate, dar la niveluri ceva mai ridicate decât ale acesteia, explicabile prin inerția de ajustare a anticipațiilor. Creșterea prognozată a prețurilor de import este, comparativ cu proiecția anterioară, mai rapidă la începutul perioadei de referință, influența fiind anticipată a se atenua semnificativ ulterior.

Rata dobânzii de politică monetară va fi în continuare poziționată pe o traiectorie adecvată consolidării perspectivelor de menținere durabilă a ratei inflației în interiorul intervalului-țintă, contribuind prin aceasta la crearea premiselor necesare obținerii unei creșteri economice sustenabile. În condițiile specifice perioadei de referință, banca centrală va acorda o atenție deosebită calibrării condițiilor monetare reale în sens larg în scopul prevenirii reinflamării anticipațiilor inflaționiste ca urmare a creșterii temporare a ratei anuale a inflației, previzionată pentru trimestrul III 2012 pe seama unui efect de bază statistic nefavorabil.

Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică o balanță înclinată în sensul unor abateri nefavorabile de la scenariul de bază, într-o măsură mai mare decât se prevedea în Raportul asupra inflației din luna februarie. La dezechilibrul balanței riscurilor contribuie atât factori externi, cât și interni.

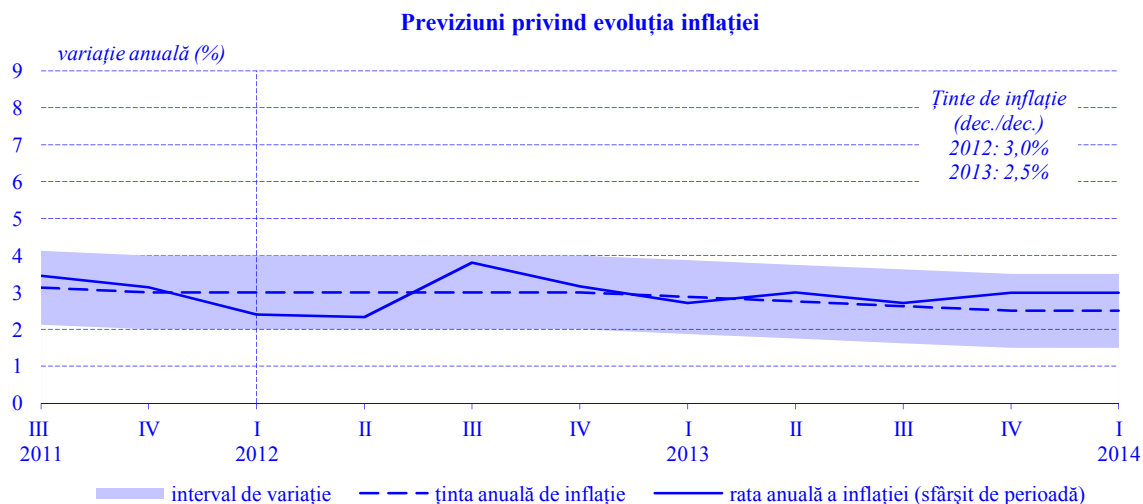
Incertitudinile asociate demersurilor de soluționare durabilă a crizei datoriilor suverane din zona euro, revizuirii în jos a perspectivelor creșterii economice din zona euro în 2012, precum și tensiunilor acumulate pe piața internațională a petrolului reprezintă, în continuare, principalele surse externe de risc.

Date fiind dezechilibrele macroeconomice create până în prezent de criza datoriilor suverane, nu numai agravarea acestora, ci și evoluții în sens opus, de atenuare treptată, prin continuarea procesului de consolidare fiscală în zona euro, ar putea genera, pe termen scurt și mediu, restructurări ale portofoliilor investitorilor. Acestea ar conduce la creșterea volatilității fluxurilor de capital destinate economiilor emergente din Uniunea Europeană, inclusiv celei a României. Aceste riscuri sunt amplificate de posibilele implicații asupra expunerii față de filialele și sucursalele unor grupuri bancare din zona euro ale perspectivelor lichidității și finanțării la nivelul băncilor-mamă, inclusiv pe fundalul continuării procesului de dezintermediere financiară și al întăririi reglementărilor prudentiale privind capitalul. Accentuarea volatilității fluxurilor de capital ar afecta negativ costul și volumul finanțării externe necesare redresării durabile a economiei românești și ar putea crea presiuni substanțiale asupra cursului de schimb al leului. Materializarea acestor efecte ar avea potențialul de a abate în sus, în special pe termen scurt, rata inflației IPC de la valorile acesteia din scenariul de bază, în condițiile în care redresarea sustenabilă a activității economice ar fi întârziată.

Creșterea prețului petrolului pe piețele internaționale ar conduce la abateri nefavorabile ale inflației de la valorile din scenariul de bază. Relevanța ridicată a acestui risc în orizontul actual al prognozei este dată de criza politică provocată de programul nuclear al Iranului și de tensiunile politice din alte țări producătoare de petrol.

Principala sursă de asimetrie a balanței riscurilor generate de factori interni economiei naționale este dată de posibilitatea unor derapaje ale politicii fiscale și ale implementării reformelor structurale, în contextul incertitudinilor asociate calendarului electoral din anul curent. Dinamica prețurilor administrate și cea a prețurilor volatile ale alimentelor sunt marcate și în cazul proiecției curente de un grad relativ ridicat de incertitudine, dar riscurile asociate acestora sunt considerate a fi relativ simetric distribuite față de scenariul de bază.

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  $\pm 1$  punct procentual.

Sursa: INS, proiecție BNR

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

Perspectiva plasării ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație din jurul punctului central al țintei de inflație, reconfirmată de prognoza actualizată, este marcată pe termen scurt de fluctuații semnificative ale apetitului pentru risc al investitorilor. Acestea sunt corelate cu modificările așteptărilor privind creșterea economică pe plan internațional și efectele exercitate asupra economiilor din Europa Centrală și de Est de începerea procesului de reducere a expunerilor de către unele instituții de credit din UE, care, conjugate cu evoluțiile interne în context electoral, pot amplifica volatilitatea mișcărilor de capital. Considerând că existența acestor riscuri și incertitudini impune păstrarea unei atitudini prudente a ansamblului condițiilor monetare în vederea ancorării eficiente a anticipațiilor și asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 2 mai 2012 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,25 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

## I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

Pe parcursul trimestrului I 2012, rata anuală a inflației și-a continuat tendința pronunțat descendentă, atingând la sfârșitul lunii martie un nou minim istoric (2,40 la sută față de 3,14 la sută la finele lunii decembrie 2011). Scăderea ratei inflației sub punctul central al țintei stabilite pentru anul în curs (3 la sută  $\pm 1$  punct procentual) s-a datorat efectului de bază favorabil asociat șocurilor manifestate asupra prețurilor alimentelor și combustibililor în prima parte a anului trecut, dar și persistenței deficitului de cerere. Acesta a avut rolul de a atenua parțial presiunile inflaționiste din partea prețurilor de import sau a costurilor sporite antrenate de condițiile meteorologice nefavorabile. Pe fondul deficitului de cerere și al efectului de bază favorabil manifestat pe segmentul produselor alimentare, o traiectorie descendentă a urmat și rata anuală a inflației calculate pe baza indicelui CORE2 ajustat, care a coborât în martie 2012 la 2,03 la sută.

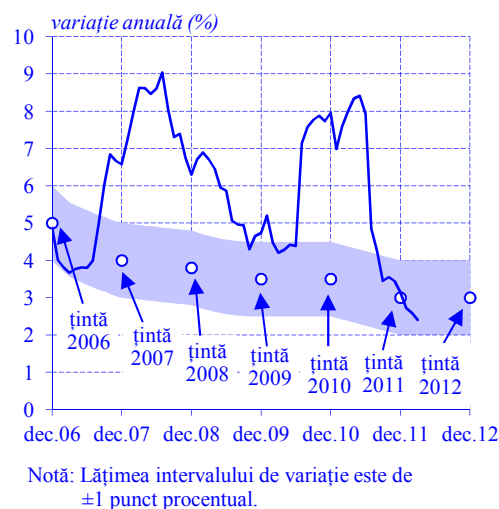
Dintre componentele IPC, cea mai consistentă contribuție la reducerea ratei anuale a inflației a revenit prețurilor volatile, a căror dinamică anuală s-a adâncit în teritoriul negativ cu peste două puncte procentuale, până la -2,4 la sută la sfârșitul lunii martie. Evoluția s-a datorat integral unui efect de bază favorabil, intervalul analizat fiind marcat de o serie de influențe adverse. Astfel, prețurile volatile ale produselor alimentare (LFO) au crescut cu rate ridicate relativ la media acestei perioade a anului (+10,2 la sută în primul trimestru al anului 2012<sup>1</sup>), pe fondul: (i) perturbării aprovizionării centrelor comerciale din cauza condițiilor meteorologice adverse; (ii) intrării în vigoare, de la 1 ianuarie 2012, a prevederilor comunitare privind condițiile de creștere a păsărilor, cu impact asupra volumului importurilor și a costurilor de producție pe plan intern (prețul ouălor a crescut de la începutul anului cu circa 27 la sută, ceea ce a contribuit cu 0,2 puncte procentuale la rata anuală a inflației aferentă lunii martie); (iii) deprecierei monedei naționale față de euro într-o perioadă de dependență de importuri. De asemenea, prețurile combustibililor s-au majorat cu rate lunare peste media ultimilor ani, reflectând traiectoria ascendentă a cotațiilor țițeiului pe plan internațional<sup>2</sup>, dar și ușoara depreciere a leului față de dolarul SUA (-0,6 la sută în martie 2012 față de decembrie 2011).

În sens dezinflaționist au acționat și prețurile administrate, dinamica anuală a acestora diminuându-se – în absența unor ajustări notabile în perioada analizată – cu 0,6 puncte procentuale, până la 6,1 la sută. Totuși, nivelul acesteia rămâne sensibil superior

<sup>1</sup> Variație lunară cumulată.

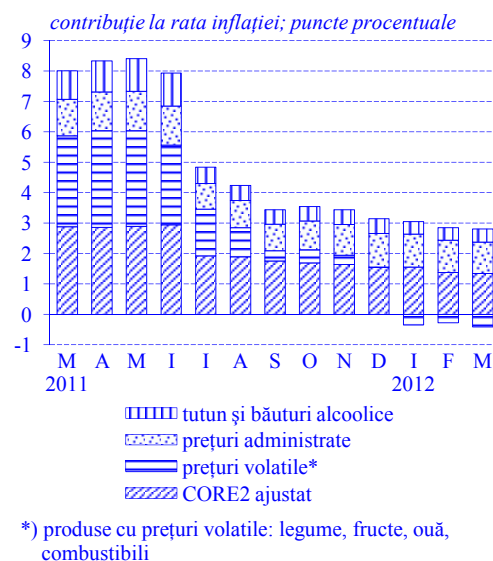
<sup>2</sup> Prețul țițeiului Brent a urcat la 124,5 dolari SUA pe baril în luna martie 2012, de la 108,1 dolari SUA pe baril în luna decembrie 2011, în contextul tensionării relațiilor dintre țările occidentale și Iran.

### Evoluția inflației

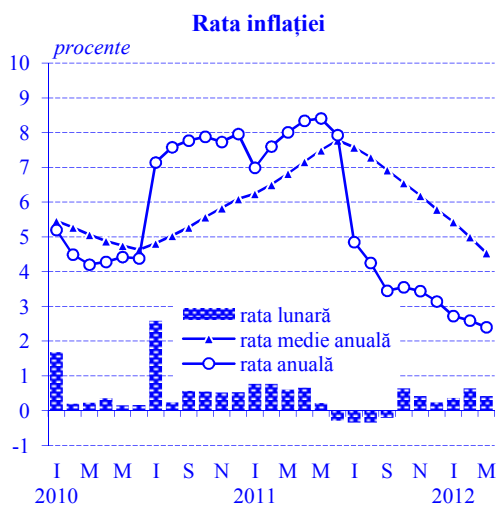


Sursa: INS, calcule BNR

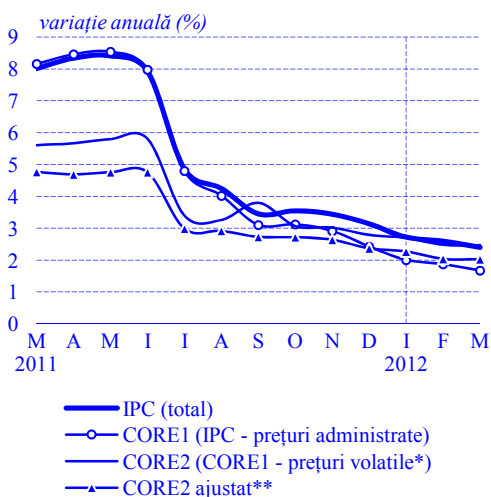
### Rata anuală a inflației



Sursa: INS, calcule BNR



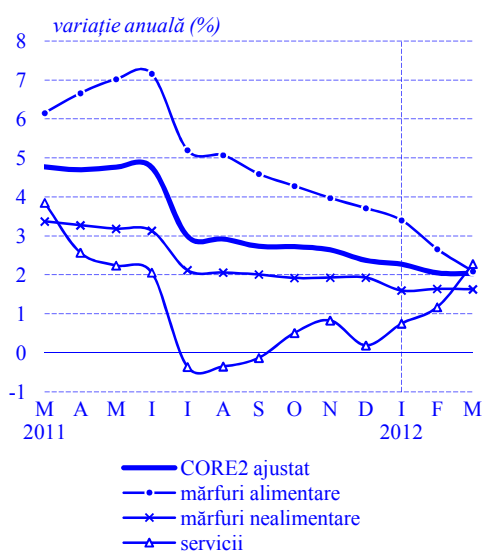
Sursa: INS

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

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

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

Sursa: INS

**Componentele CORE2 ajustat**

Sursa: INS, calcule BNR

inflației IPC – fiind determinat de modificările anterioare ale tarifelor pentru energia electrică și termică, servicii comunale și de transport –, astfel încât peste 40 la sută din rata anuală a inflației consemnate la finele trimestrului I s-au datorat evoluției prețurilor administrate.

Deși în scădere semnificativă față de nivelurile cu două cifre consemnate până la jumătatea anului precedent, superior mediei se menține și ritmul anual de creștere a prețurilor produselor din tutun: 6,7 la sută în luna martie, mai mare cu 0,2 puncte procentuale față de decembrie 2011. Spre deosebire de anii anteriori însă, principalii factori explicativi nu includ de această dată modificarea regimului accizelor sau a cursului de referință utilizat pentru calculul acestora în lei, ci vizează politica de preț a companiilor de profil.

Din perspectiva sferei de influență a politicii monetare, măsura de inflație relevantă rămâne CORE2 ajustat, a cărei dinamică anuală a continuat traiectoria descendentă a ultimelor două trimestre (-0,34 puncte procentuale față de decembrie 2011, până la 2,03 la sută). Tendința se regăsește la nivelul ambelor componente de mărfuri, grupa serviciilor libere, cu sensibilitate pronunțată la evoluția cursului de schimb, încorporând impactul negativ al deprecierei înregistrate de moneda națională în raport cu euro pe parcursul primului trimestru al anului<sup>3</sup>.

Trenarea cererii a constituit principalul factor care a atenuat influența unor surse de presiune inflaționistă pe segmentul mărfurilor alimentare, precum majorarea repetată a prețului gazelor naturale pentru producătorii industriali (+10 la sută la 1 iulie 2011, +8 la sută la 1 octombrie 2011, respectiv +5 la sută la 1 ianuarie 2012) sau creșterea costurilor de transport, pe fondul scumpirii carburanților. Trebuie precizat, totuși, că la diminuarea dinamicii anuale a acestor prețuri au contribuit nu numai contextul menționat, de natură să determine variații de preț moderate în perioada curentă, ci și prezența unui efect statistic favorabil.

O situație similară s-a înregistrat în ceea ce privește mărfurile nealimentare incluse în măsura CORE2 ajustat, deficitul de cerere inhibând transferul în prețul final al presiunilor generate de prețurile externe<sup>4</sup>, amplificate de tendința de depreciere a monedei naționale față de euro, dar și de creșterea salariilor din industrie într-un ritm superior celui aferent productivității muncii.

<sup>3</sup> O depreciere în termeni anuali de -4,6 la sută în martie 2012 față de -0,8 la sută în decembrie 2011.

<sup>4</sup> Aproximate prin prețurile producătorilor industriali de bunuri de consum (exclusiv mărfuri alimentare și tutun) din UE-15 pentru piața externă, disponibile pentru lunile ianuarie și februarie.

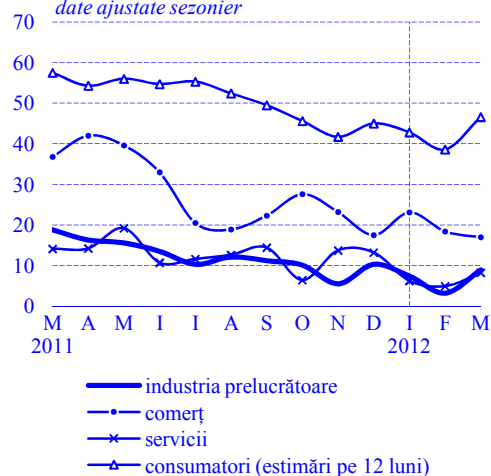
Anticipațiile inflaționiste ale consumatorilor<sup>5</sup> s-au situat, în medie, sub nivelul consemnat în trimestrul anterior, fiind însă vizibilă o ușoară deteriorare a acestora la sfârșitul perioadei. Având în vedere modul preponderent adaptiv de formare a anticipațiilor, o posibilă explicație pentru această ajustare rezidă în creșterile de preț ale unor produse care fac obiectul achizițiilor cu frecvență ridicată (LFO, combustibili) sau în evoluția cursului de schimb.

Din perspectiva criteriului privind rata inflației prevăzut de Tratatul de la Maastricht, rata medie anuală a IAPC (4,6 la sută) înregistrează în continuare un decalaj pozitiv (1,5 puncte procentuale), însă în scădere, o dată cu reflectarea în această măsură a dezinflației susținute pe plan intern. O diminuare similară s-a înregistrat la nivelul ecarterului față de inflația medie din Uniunea Europeană (1,5 puncte procentuale în martie 2012).

În luna martie 2012, rata anuală efectivă a inflației s-a plasat cu 0,4 puncte procentuale peste proiecția prezentată în Raportul asupra inflației din luna februarie. Deviația față de prognoză s-a datorat, în principal, avansului consemnat de prețurile volatile ale produselor alimentare, pe fondul unor condiții meteorologice adverse neanticipate, dar și ca urmare a preluării în legislația națională a directivei europene privind standardele minime pentru protecția găinilor ouătoare. O influență de semn opus, dar de mică amplitudine, a rezultat din supraevaluarea ajustărilor tarifelor administrate, în condițiile în care unele autorități locale au acoperit (integral sau parțial) din surse proprii impactul retragerii subvenției pentru energie termică acordate de la bugetul de stat.

### Anticipațiile inflaționiste ale operatorilor economici

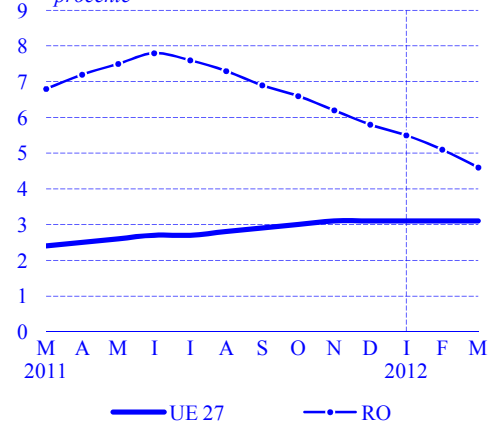
soldul opiniilor (%); estimări pe 3 luni, date ajustate sezonier



Sursa: CE-DG ECFIN

### Rata medie anuală a IAPC

procente

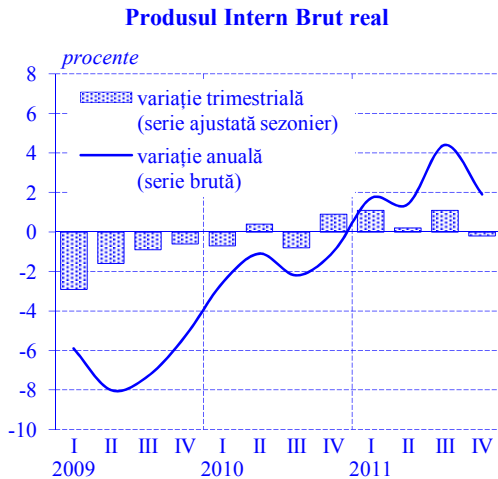


Sursa: Eurostat

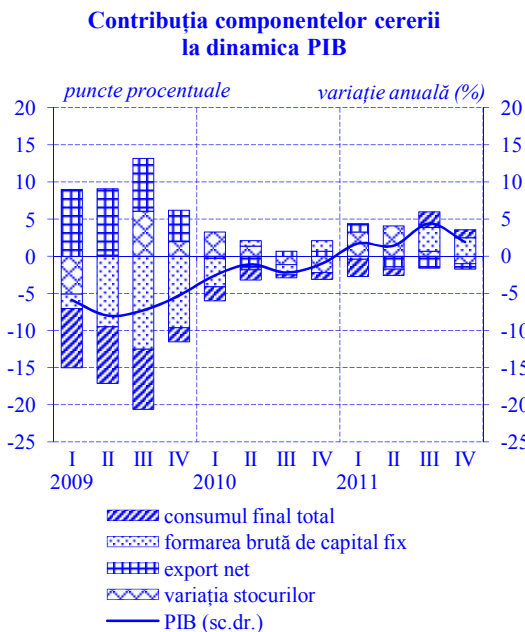
<sup>5</sup> Estimări conform metodei Carlson-Parkin pe baza datelor din sondajul realizat de INS/CE-DG ECFIN.

## II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

### 1. Cererea și oferta



Sursa: INS



Sursa: INS, calcule BNR

Ultimul trimestru al anului 2011 a marcat o nouă creștere în termeni anuali a PIB real (1,9 la sută<sup>1</sup>). Avansul a fost însă sensibil mai lent comparativ cu cel din intervalul anterior, ca urmare a inversării de semn a dinamicii trimestriale în perioada curentă (-0,2 la sută<sup>2</sup>).

Pe partea cererii, seria de date anuale permite identificarea segmentelor cu conținut economic care au generat atenuarea dinamicii anuale a PIB real – consumul final și formarea brută de capital fix au înregistrat viteze inferioare de creștere față de trimestrul III, iar aportul cererii externe nete a rămas negativ. Cu toate acestea, nu poate fi ignorat faptul că „variația stocurilor” – singura poziție reziduală evidențiată în cadrul seriei brute exprimate în prețuri comparabile<sup>3</sup> – a continuat să aibă un rol important în explicarea evoluției în termeni anuali a PIB real; astfel, la nivelul trimestrului IV 2011, reducerea cu peste 50 la sută a acestei componente a erodat cu 1 punct procentual creșterea PIB.

În ceea ce privește însă variația în termeni trimestriali, seria ajustată de conturi naționale publicată de INS prezintă o dezagregare deficitară pe elemente de cerere, fapt care afectează relevanța analizei în structură a absorbției interne și a cererii externe. Astfel, determinante pentru reducerea cu 0,2 la sută a PIB real au fost pozițiile reziduale („variația stocurilor” și „discrepanța statistică”), a căror contribuție cumulată (-2,9 puncte procentuale) a anihilat influențele favorabile imprimare, pe de o parte, de dinamica pozitivă (chiar dacă mai lentă decât în trimestrul III) a consumului final și a investițiilor în active fixe, iar pe de altă parte, de dublarea aportului pozitiv al exportului net (+1,6 puncte procentuale).

Pe partea ofertei, o analiză a valorii adăugate brute pe sectoare economice nu mai este deocamdată posibilă întrucât recalcularea de către INS a pozițiilor din conturile naționale ca urmare a

<sup>1</sup> În absența unei mențiuni explicite, ritmurile de creștere prezentate în textul și secțiunea grafică din acest subcapitol exprimă variații anuale de volum, determinate pe baza seriilor de date neajustate.

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

<sup>3</sup> Potrivit INS, variațiile în termeni anuali aferente PIB și componentelor acestuia sunt determinate pe baza seriei trimestriale neajustate exprimate în prețurile medii ale trimestrului corespunzător din anul precedent (denumite pe scurt „prețuri comparabile”).

implementării CAEN Rev. 2 este realizată, într-o primă fază, asupra seriilor în prețuri curente și în prețuri comparabile, seriile ajustate sezonier urmând a fi revizuite ulterior.

### 1.1. Cererea

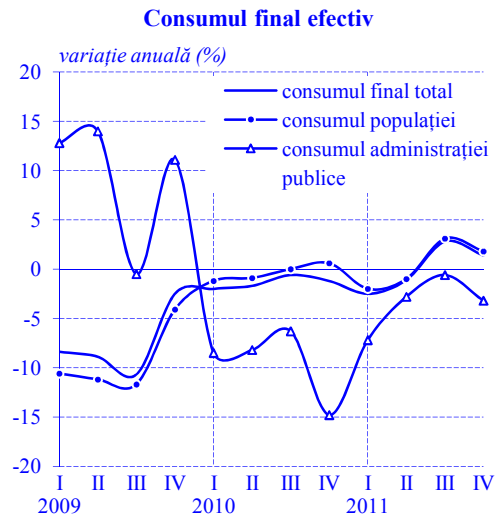
Comparativ cu trimestrul IV 2010, cererea de consum a populației s-a majorat cu 1,8 la sută, dinamică inferioară cu 1,3 puncte procentuale celei aferente intervalului precedent. Cea mai pronunțată influență pozitivă a fost exercitată de revigorarea achizițiilor din rețeaua comercială, sugerată de indicii volumului cifrei de afaceri din comerț. În contextul cvasistagnării venitului real disponibil al populației<sup>4</sup> și a volumului creditelor de consum nou acordate, se poate aprecia că un rol important în redresarea cumpărărilor de mărfuri a revenit unui factor de natura ofertei, respectiv extinderea agresivă a rețelei de hiper/supermarketuri, de magazine de tip discount, dar și a magazinelor specializate, concomitent cu promovarea pe scară largă a unor produse mai ieftine, de tipul mărcilor private. Contribuții de semn contrar au fost exercitate de poziția „autoconsum și achiziții de pe piața țărăneasă” – după maximul istoric înregistrat în trimestrul anterior, pe fondul recoltei agricole de excepție –, dar și de o serie de cheltuieli bugetare incluse, potrivit metodologiei conturilor naționale, în consumul final al populației (sănătate, educație, cultură, asistență socială etc.).

În ceea ce privește influența 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 sugerează o ușoară revigorare a cererii, localizată atât la nivelul comerțului alimentar (creștere cu 0,3 la sută, variație trimestrială), cât și pe anumite categorii de produse nealimentare – notabilă este inversarea de semn a dinamicii vânzărilor de confecții (+9 la sută în perioada analizată).

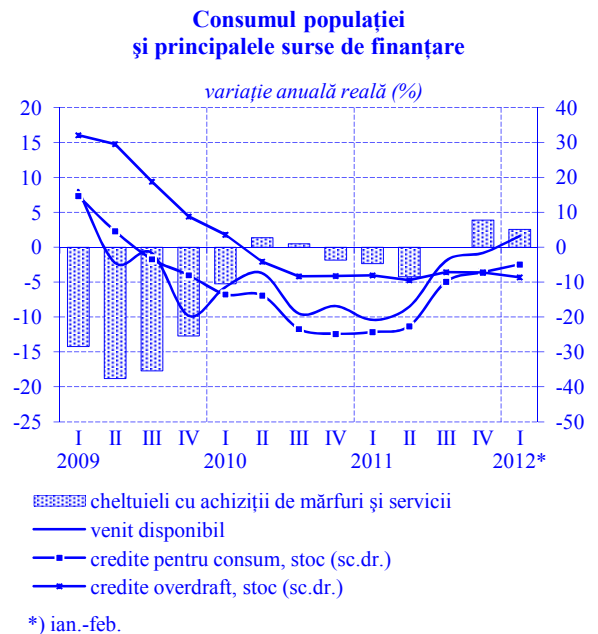
Consumul final guvernamental și-a intensificat rata de scădere (de la -0,6 la sută la -3,2 la sută în trimestrul IV 2011).

Similar intervalului precedent, formarea brută de capital fix a reprezentat componenta cea mai alertă a PIB (+10,3 la sută). Comparativ cu trimestrul III 2011, ritmul anual de creștere s-a diminuat cu 0,9 puncte procentuale, în principal pe seama reducerii de peste 4 ori a dinamicii lucrărilor de reparații capitale (până la circa 5 la sută). Avansul cel mai puternic (35,4 la sută) a fost din nou înregistrat de achizițiile de utilaje (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții), trimestrul IV

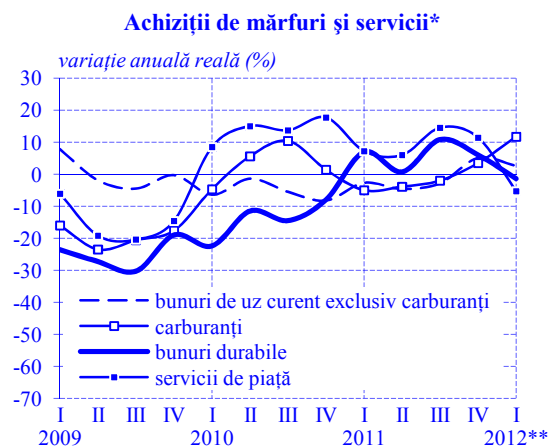
<sup>4</sup> Aproximat prin suma dintre veniturile din salarii, transferurile sociale (asigurări sociale de stat, asigurări de șomaj și de sănătate) și fluxurile din exterior sub forma remiterilor din munca în străinătate și a transferurilor curente private de la rezidenți.



Sursa: INS



Sursa: INS, MFP, calcule BNR

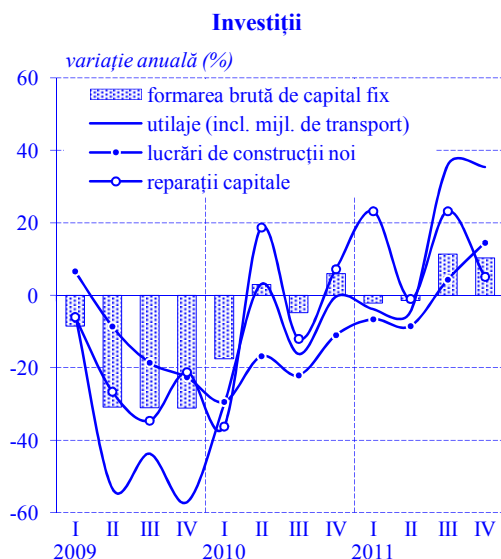


\*) pe baza datelor privind volumul cifrei de afaceri în comerț și servicii de piață pentru populație

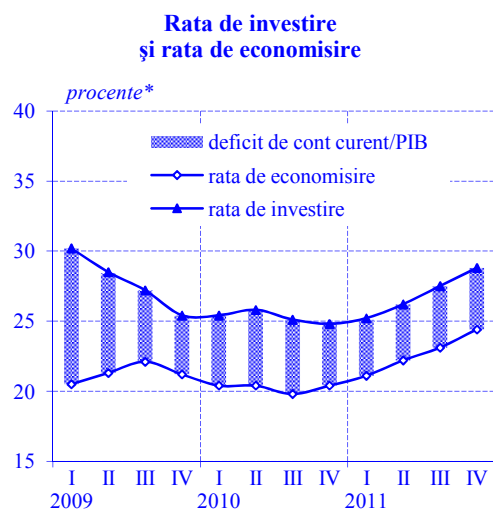
\*\*) ian.-feb.

Sursa: INS, calcule BNR





Sursa: INS, calcule BNR



\*) 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

consemnând o consolidare a poziției deținute de bunurile de capital din import<sup>5</sup> în detrimentul cotei de piață a ofertei autohtone<sup>6</sup>. Volumul lucrărilor de construcții de obiective noi și cel aferent altor investiții<sup>7</sup> s-au majorat cu 14,5 la sută și respectiv 12,6 la sută, ambele ritmuri fiind mai intense comparativ cu cele din trimestrul precedent.

La nivelul principalelor sectoare, informațiile statistice disponibile sugerează accelerări ale ratei anuale de creștere a cheltuielilor de investiții în sectorul bugetar și, cu intensitate mai scăzută, în sectorul populației, pe fondul unei ușoare dinamizări a stocului real al creditelor pentru locuințe (avansul din trimestrul IV 2011 a fost de aproape 5 la sută). În sectorul corporatist au continuat să se înregistreze acumulări de capital, însă amplitudinea acestora s-a restrâns comparativ cu intervalul anterior, în condițiile în care: (i) sursele proprii par să-și fi temperat rata de creștere, dată fiind creșterea mai lentă a valorii adăugate brute aferente sectorului nebugetar; (ii) sursele atrase în vederea investițiilor tehnologice au marcat fie o dinamică similară celei din trimestrul III 2011 (este cazul creditelor bancare pentru echipamente<sup>8</sup> – creștere reală de 10 la sută), fie o încetinire de ritm (este cazul finanțării în sistem *leasing*, pentru care avansul aferent valorii în euro a contractelor încheiate în trimestrul IV 2011 a fost mult mai modest decât în perioada precedentă: 17,7 la sută pe segmentul „echipamente” și 25,7 la sută pe segmentul auto); (iii) fondurile împrumutate pentru investiții imobiliare s-au redus (îndeosebi pe partea de *leasing*); (iv) fluxul investițiilor străine directe ale nerezidenților (calculat ca valoare pe ultimele patru trimestre) a continuat să se diminueze, deși cu o viteză de circa 4 ori mai mică decât în intervalul precedent (-14 la sută).

În ceea ce privește cererea externă, volumul exporturilor de bunuri și servicii și-a atenuat rata anuală de creștere (de la 9,1 la sută la 4 la sută), decelerări de ritm observându-se atât pe relația cu Uniunea Europeană, cât și pe segmentul extra-UE<sup>9</sup>. O frânare și mai pronunțată (cu 7 puncte procentuale, până la 5,4 la sută) a înregistrat dinamica

<sup>5</sup> 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.

<sup>6</sup> Evoluția ofertei interne de bunuri este estimată pe baza volumului cifrei de afaceri aferente producției industriale pentru piața internă.

<sup>7</sup> În principal, cheltuieli de capital efectuate în agricultură și cheltuieli pentru serviciile asociate transferului de proprietate.

<sup>8</sup> Calculele privind creditele pentru echipamente și cele imobiliare au la bază datele furnizate de Centrala Riscului de Credit.

<sup>9</sup> În trimestrul IV 2011, creșterea economică la nivelul UE25 a înregistrat o nouă încetinire (până la +0,6 la sută, jumătate din avansul consemnat în intervalul precedent), evoluție care a antrenat cvasistagnarea în termeni anuali a cererii de bunuri și servicii din import. În ceea ce privește orientarea către piețe extra-UE, datele din bilanța comercială relevă temperarea cu 6,6 puncte procentuale a dinamicii anuale a valorii exporturilor (până la +12,1 la sută).

reală a importurilor de bunuri și servicii, pe fondul dependenței accentuate a exporturilor de achizițiile din străinătate, dar și al ritmului mai lent de creștere a cererii interne. În consecință, deși importurile au rămas mai dinamice față de exporturi, trimestrul IV a marcat îngustarea ecartului de ritm dintre aceste două componente, evoluție care s-a reflectat în scăderea contribuției negative a cererii externe nete la creșterea economică (până la -0,7 puncte procentuale).

Încetinirea ratei de creștere a exporturilor de bunuri<sup>5</sup> s-a datorat, în esență, întreruperii traiectoriei ascendente a livrărilor de echipamente electrice, metale comune și de produse ale industriei ușoare (după ce în trimestrul III 2011 dinamica anuală a depășit 10 la sută în toate cele trei cazuri). În schimb, mai mult de jumătate din avansul exporturilor a fost susținut de revigorarea vânzării de produse vegetale și de menținerea pe trend crescător a segmentului auto (23,2 la sută și respectiv 9,4 la sută).

## 1.2. Oferta

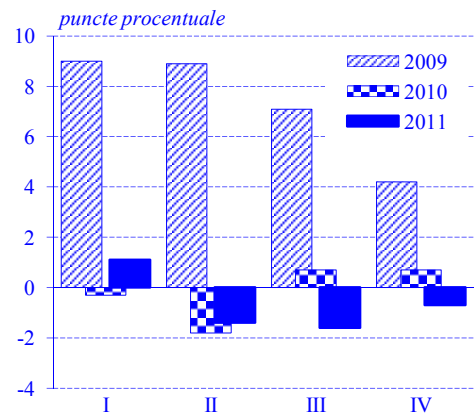
Din perspectiva ofertei, atenuarea ritmului anual de creștere a PIB real în trimestrul IV 2011 a fost imprimată, în principal, de „depășirea” punctului de maxim al curbei descrise de agricultură (comparativ cu trimestrul III, dinamica anuală a valorii adăugate brute a scăzut de peste 7 ori, până la +3,1 la sută).

O influență în același sens, dar de amplitudine mai redusă, a fost exercitată de industrie, dată fiind diminuarea ratei de creștere a VAB la mai puțin de jumătate din cea consemnată în perioada anterioară (până la +2 la sută). Temperarea cererii, atât pe segmentul autohton, cât și pe cel extern, a generat fie decelerări de ritm (în cazul producției de bunuri intermediare și al celei de bunuri de capital, inclusiv mijloace de transport), fie chiar restrângeri ale producției (este cazul bunurilor de consum, scăderi fiind consemnate de ambele grupe de mărfuri – de uz curent și de folosință îndelungată).

Contribuția cea mai consistentă la creșterea economică a revenit construcțiilor (+0,7 puncte procentuale), sector care a înregistrat o majorare cu 5,7 la sută a VAB. Evoluția s-a datorat ritmului mai alert de creștere a volumului lucrărilor pentru clădiri rezidențiale și proiecte de infrastructură și a fost doar parțial estompată de inversarea traiectoriei pe segmentul nerezidențial.

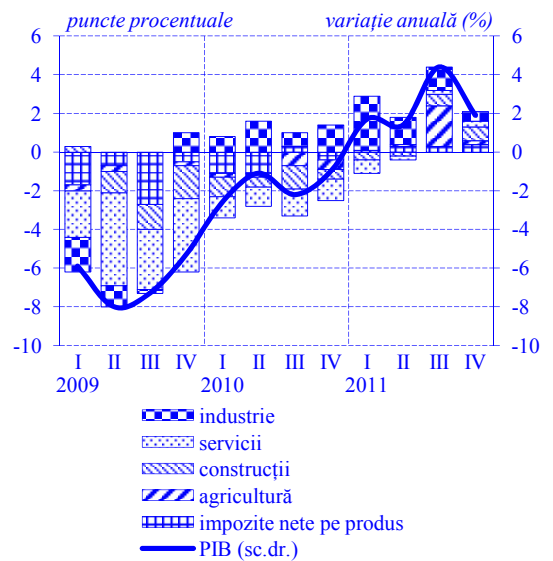
VAB aferentă serviciilor a crescut cu 0,5 la sută, dinamică similară celei din perioada precedentă. Implementarea CAEN Rev. 2 în conturile naționale permite o analiză mai detaliată a evoluției sectorului „servicii” (pe șapte activități, în loc de trei). Astfel, majoritatea segmentelor au consemnat creșteri ale VAB:

**Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB**

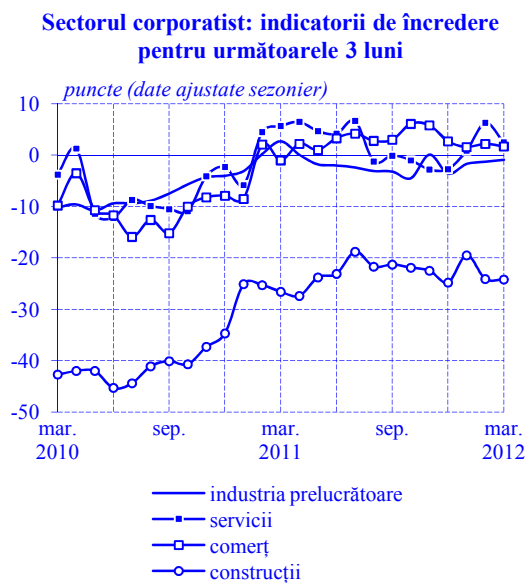


Sursa: INS, calcule BNR

**Contribuția componentelor ofertei la dinamica PIB**



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: CE-DG ECFIN

- (i) intensificări de ritm, în cazul serviciilor de comunicații și în cel al serviciilor cultural-recreative și de reparații ale produselor de uz casnic (până la 1,7 și respectiv 11,1 la sută);
- (ii) decelerări, pe segmentele „comerț; hoteluri și restaurante; transporturi”, „tranzacții imobiliare” și „servicii tehnice și administrative” (dinamica anuală a variat între +0,4 și +1,3 la sută); în ceea ce privește primul segment – care deține o pondere de circa 40 la sută în VAB aferentă sectorului servicii – reducerea ratei anuale de creștere la mai puțin de jumătate din cea consemnată în trimestrul precedent (până la +0,9 la sută) a fost imprimată de pierderile de ritm în încasările din comerțul cu ridicata (de produse industriale și agricole) și din serviciile de transport și depozitare, care au fost doar parțial compensate de dinamizarea comerțului cu amănuntul.

Contractii ale VAB au continuat să înregistreze două subsectoare – servicii financiare și servicii de administrație publică, asigurări și asistență socială, învățământ și sănătate (cu 0,8 și respectiv 3,1 la sută).

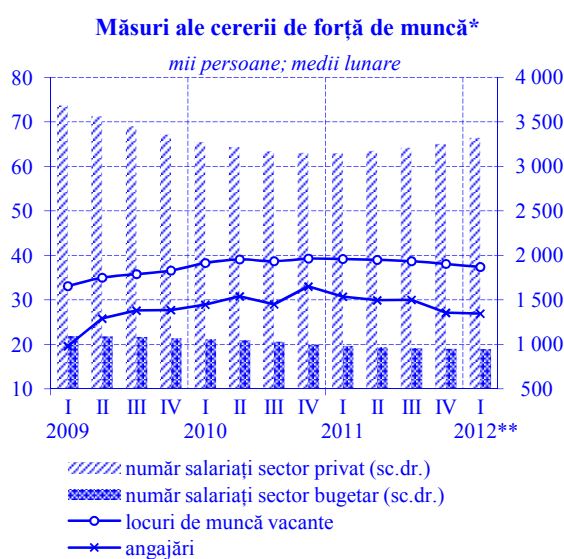
## 2. Piața muncii

După relativa ameliorare consemnată de condițiile pe piața muncii pe parcursul anului 2011, semnalele recente indică posibilitatea continuării tendinței de redresare lentă în trimestrul I 2012. În această perioadă, este posibil ca temperarea creșterii anuale a câștigurilor salariale să fi avut un efect limitativ asupra cererii de consum, însă, din perspectiva costurilor unitare cu forța de muncă, evoluția a fost insuficientă pentru restabilirea corelației cu productivitatea muncii, datele statistice disponibile punând în evidență acumularea de presiuni inflaționiste la nivelul sectorului industrial.

Încetinirea activității economice în trimestrul IV și perioada ianuarie-februarie 2012 s-a reflectat într-o ușoară reducere a numărului de locuri de muncă vacante comparativ cu primele trei trimestre ale anului anterior<sup>10</sup>, însă sondajele referitoare la intențiile angajatorilor indică menținerea perspectivelor relativ favorabile ale dinamicii ocupării forței de muncă<sup>11</sup>. Conform reprezentanților agențiilor de recrutare, oportunități de angajare există îndeosebi în comerțul cu amănuntul (pe fondul extinderii

<sup>10</sup> Date ANOFM și INS ajustate sezonier de BNR.

<sup>11</sup> Sondajul INS/DG ECFIN din februarie și martie 2012 privind evoluția așteptată a numărului de salariați în următoarele trei luni arată perspective ușor mai optimiste ale managerilor din industria prelucrătoare, comerț și alte servicii, dar și persistența unor anticipații nefavorabile în construcții; sondajul Manpower pentru trimestrul II 2012 referitor la intențiile de angajare ale companiilor relevă menținerea unui optimism moderat privind activitatea de recrutare.



\*) date ajustate sezonier

\*\*\*) ian.-feb.

Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR

rețelelor de super/hipermarketuri), unele activități ale industriei prelucrătoare, sectorul telecomunicațiilor, serviciile financiare. De altfel, sectorul privat a continuat să determine avansul numărului salariaților înregistrați pe ansamblul economiei, chiar dacă ritmul de creștere pare a fi supraestimat, într-o oarecare măsură, din cauza modificării anuale a eșantionului utilizat.

Așteptările relativ optimiste ale angajatorilor sunt confirmate și de evoluția modestă a numărului disponibilizărilor, care au contribuit la menținerea ratei șomajului înregistrat la un nivel redus (4,9 la sută în intervalul ianuarie-februarie 2012, în scădere cu încă 0,1 puncte procentuale față de trimestrul IV 2011) și la reducerea ratei estimate a șomajului BIM (7,2 la sută, comparativ cu 7,5 la sută).

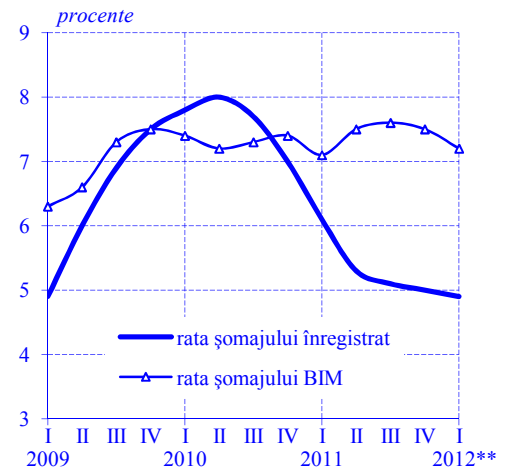
Câștigul salarial mediu net nominal pe economie și-a atenuat dinamica anuală de la 8 la sută în trimestrul IV 2011 la 3,6 la sută în intervalul ianuarie-februarie 2012, tendință regăsită în toate sectoarele economice. În cazul sectorului bugetar, diferența de ritm (de -11 puncte procentuale) poate fi atribuită în mare măsură unui efect de bază, asociat majorării cu 15 la sută a salariilor din acest sector în ianuarie 2011. În schimb, evoluția din sectorul privat (decelerare de ritm anual de 2,2 puncte procentuale, până la 4,3 la sută) pare să fie asociată unor factori multipli: consolidarea procesului dezinflaționist, relativa deteriorare în trimestrul IV 2011 a perspectivelor de creștere economică pe termen scurt, modificarea abordării politicilor de salarizare, ca urmare a experienței acumulate în perioada de criză și a deținerii, în continuare, de către angajatori a unei puteri de negociere ridicată.

Din perspectiva costurilor unitare cu forța de muncă, este probabil ca dinamica anuală a acestora pe ansamblul economiei să fi rămas în trimestrul I 2012 în teritoriu pozitiv, ca urmare a trenării anticipate a productivității muncii, a cărei influență a fost doar parțial compensată de încetinirea creșterii câștigurilor salariale. În cazul sectorului industrial – mai relevant din punct de vedere al competitivității externe a produselor românești –, ritmul anual de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă<sup>12</sup> s-a accelerat în intervalul ianuarie-februarie 2012 față de trimestrul IV 2011, pe seama rezultatelor mai slabe din industria extractivă și din ramuri importante ale industriei prelucrătoare (industria chimică, metalurgie, mașini și echipamente).

În pofida temperării creșterii veniturilor salariale, dinamica anuală a venitului disponibil real s-a accelerat în perioada ianuarie-februarie 2012 (1,6 la sută de la -0,8 la sută în trimestrul IV 2011),

<sup>12</sup> Calculate pe baza volumului producției industriale și a numărului de salariați, spre deosebire de cele pe ansamblul economiei, pentru care productivitatea muncii a fost determinată prin raportul dintre indicele PIB real și indicele populației ocupate.

### Rata șomajului\*

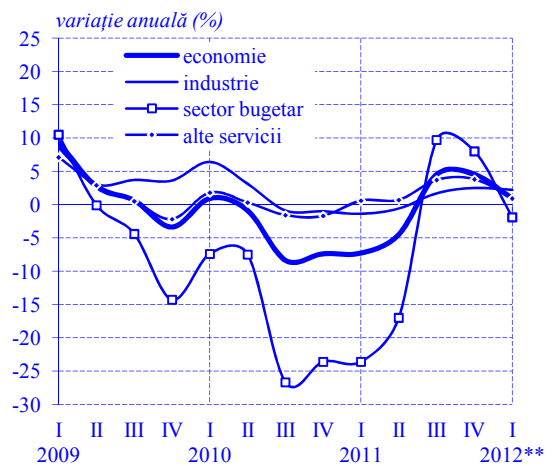


\*) date ajustate sezonier

\*\*\*) ian.-feb.

Sursa: INS, calcule BNR

### Salariul net real\*

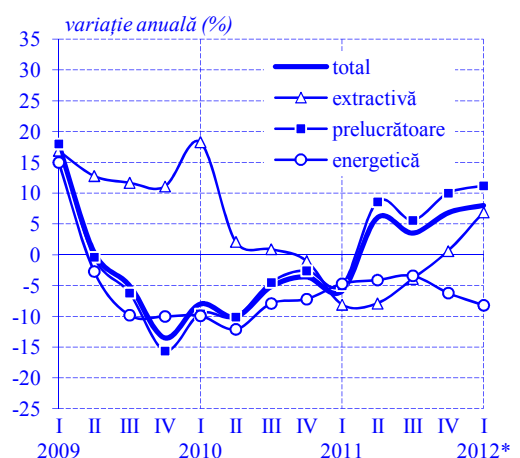


\*) deflatat cu IPC

\*\*\*) ian.-feb.

Sursa: INS, calcule BNR

### Costul unitar cu forța de muncă în industrie



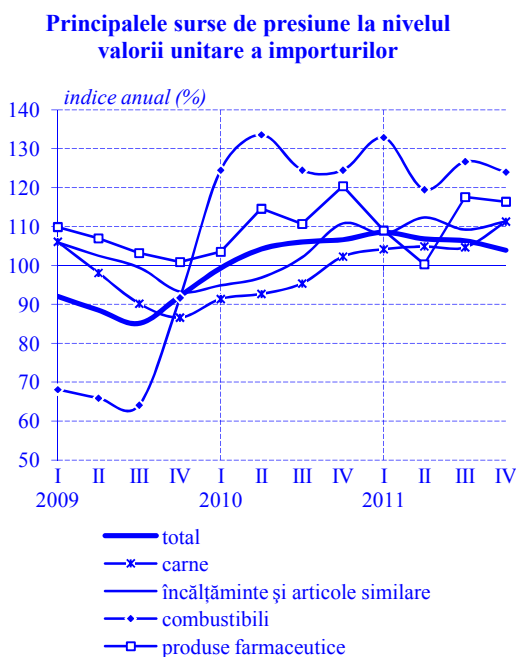
\*) ian.-feb.

Sursa: INS, calcule BNR

ca urmare a saltului substanțial al ritmului aferent remiterilor din străinătate. Totuși, nivelul acestei dinamici indică potențialul în continuare redus al venitului disponibil de a impulsiona cererea de consum și, implicit, de a determina manifestarea unor riscuri inflaționiste.

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

Trimestrul IV 2011 a consemnat o nouă diminuare a presiunilor inflaționiste exercitate de prețurile de import și de cele de producție, îndeosebi ca urmare a menținerii traiectoriei descendente a prețurilor externe ale materiilor prime. Tendința este posibil să se mențină în cazul prețurilor de producție industrială și în trimestrul I 2012, tensiunile apărute pe piețele externe în prima parte a anului fiind atenuate de evoluția nefavorabilă a cererii interne.



Sursa: INS, calcule BNR

Presiunile inflaționiste generate de prețurile externe au continuat să se atenueze în trimestrul IV 2011, indicii anual al valorii unitare a importurilor pierzând încă 2,3 puncte procentuale, până la 103,9 la sută; în sens contrar a acționat deprecierea leului față de principalele valute.

Analiza dinamicii prețurilor bunurilor importate cu pondere în coșul de consum relevă menținerea evoluției favorabile pe segmentul mărfurilor agricole, indicii valorii unitare a importurilor devenind subunitari în cazul produselor vegetale și al grăsimilor. O tendință contrară s-a observat însă la nivelul importurilor de carne, acțiunea unor factori de natură structurală (creșterea cererii din partea piețelor emergente) fiind dublată de unele influențe conjuncturale (diminuarea efectivului de animale pe fondul secetei din toamnă, încorporarea în preț a costurilor anterioare mai mari cu hrana animalelor). În ceea ce privește bunurile nealimentare tendința a fost în general descendentă<sup>13</sup>. Dinamici anuale în scădere s-au consemnat inclusiv în cazul produselor farmaceutice și al combustibililor, totuși indicii valorii unitare a importurilor s-au păstrat la valori ridicate<sup>14</sup>, având în vedere preferința tot mai pronunțată a farmaciilor pentru comercializarea medicamentelor originale (mai scumpe) în defavoarea genericelor și, respectiv, accentuarea temerilor internaționale legate de programul nuclear al Iranului.

În trimestrul I 2012, prelungirea tendinței de depreciere a monedei naționale și presiunile în creștere pe piețele externe (majorarea cotațiilor Țiteiului, pe seama intensificării tensiunilor geopolitice în

<sup>13</sup> O creștere a indicelui valorii unitare s-a consemnat doar la grupa „încălțăminte, pălării, umbrele și articole similare”.

<sup>14</sup> 124 la sută în cazul combustibililor, 116,4 la sută în cazul produselor farmaceutice.

principalele țări producătoare, respectiv inversarea de trend în cazul cotațiilor metalelor, ca urmare a restrângerii ofertei globale) fac probabilă schimbarea traiectoriei descrise de dinamica prețurilor de import.

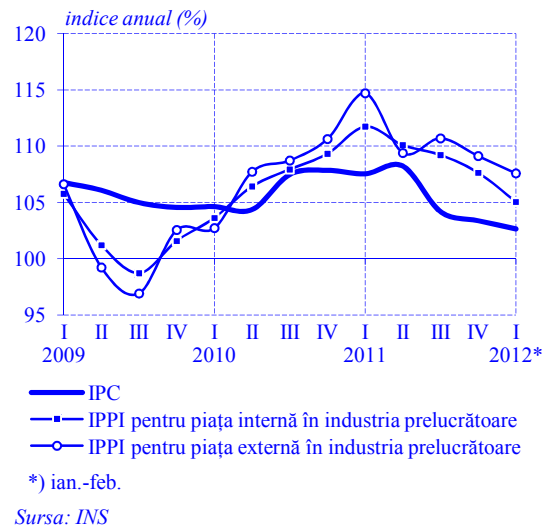
În trimestrul IV 2011, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a coborât la 7,1 la sută, în corelație cu evoluția favorabilă a prețurilor externe ale materiilor prime, dar și pe fondul slăbirii cererii interne<sup>15</sup>. Amploarea decelerării a rămas redusă (-0,7 puncte procentuale sub media trimestrului precedent), în principal ca urmare a majorării costurilor cu utilitățile (gaze, energie electrică<sup>16</sup>).

În acest context, prețurile bunurilor intermediare au înregistrat cea mai importantă pierdere de ritm anual comparativ cu trimestrul anterior (2,1 puncte procentuale până la 6,9 la sută), cu aportul industriei metalurgice, confruntată cu ajustarea severă a prețului extern al metalelor (cu efect și asupra prețurilor de producție ale bunurilor de capital). În cadrul grupei de bunuri intermediare, influențe contrare au venit din partea industriei chimice – asociate creșterii prețului gazelor naturale livrate operatorilor industriali<sup>17</sup> – și a sectorului „activități de servicii anexe extracției”<sup>18</sup>, probabil ca urmare a începerii lucrărilor de forare în Marea Neagră de către ExxonMobil și Petrom.

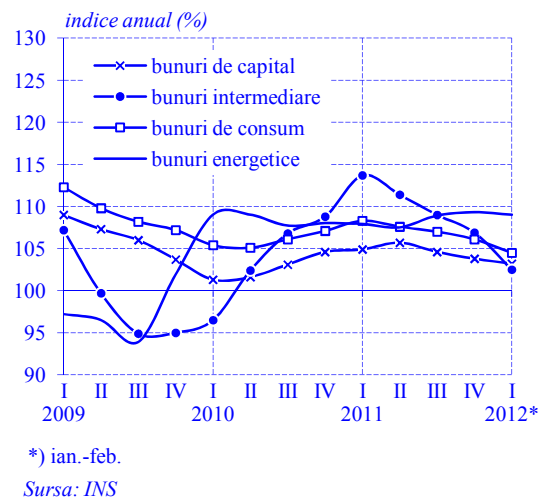
O decelerare a ritmului anual au consemnat și prețurile de producție ale bunurilor de consum (0,9 puncte procentuale, până la 6,1 la sută), cu aportul industriei alimentare, determinantă în acest sens fiind contracția cererii interne.

În ceea ce privește grupa de bunuri energetice, ritmul anual de creștere s-a intensificat în trimestrul IV până la 9,3 la sută, în condițiile majorării prețului energiei electrice, evoluție contracarată doar parțial de decelerarea de ritm din ramura de prelucrare a hidrocarburilor. În acest din urmă caz, evoluția s-a datorat exclusiv unui efect de bază, analiza evoluțiilor curente relevând noi creșteri de preț, în contextul acumulării mai multor factori de presiune: pe de o parte, volatilitatea cotațiilor internaționale a țigiei și deprecierea leului față de moneda de decontare, iar pe de altă parte, creșterea cererii interne de

**Prețurile producției industriale și de consum**



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



<sup>15</sup> Volumul comenzilor noi pentru piața internă deflatare cu indicele prețurilor producției industriale pentru piața internă s-a redus în termeni anuali cu 2,3 la sută în trimestrul IV 2011.

<sup>16</sup> Seceta prelungită din toamna anului 2011 a determinat reducerea considerabilă a livrărilor de energie electrică ale Hidroelectrica și la activarea clauzei de forță majoră. În aceste condiții, prețurile la care s-au aprovizionat consumatorii industriali de pe piața OPCOM în trimestrul IV s-au majorat, în medie, cu 12 la sută față de perioada similară a anului anterior.

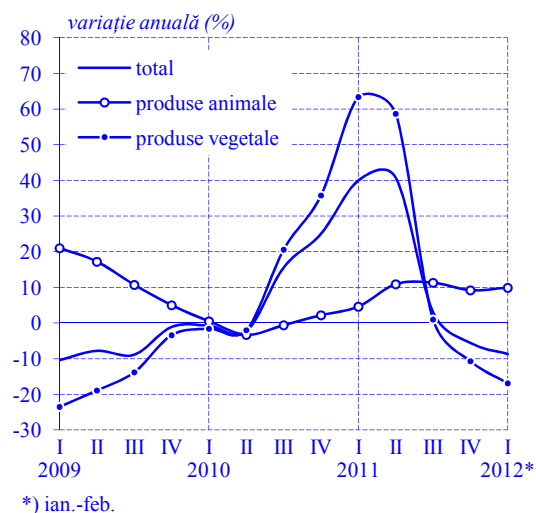
<sup>17</sup> Cu 8 la sută, începând cu 1 octombrie 2011.

<sup>18</sup> Ritm anual de 20,1 la sută, comparativ cu 6,7 la sută în trimestrul III 2011.

carburanți (pe seama dinamizării activității de transport) și a cheltuielilor cu investițiile de exploatare ale operatorilor de profil.

Tendința descendentă a prețurilor de producție, observată încă din trimestrul II 2011, a continuat și în primele două luni ale anului 2012 (rată anuală de 5,4 la sută) și se va menține, probabil, la nivelul întregului trimestru, dată fiind evoluția negativă a volumului comenzilor adresate sectorului prelucrător; în sens contrar este posibil să acționeze presiunile externe (pe piața țițeiului și a metalelor).

**Prețurile producției agricole**



Sursa: INS

Prețurile produselor agricole au revenit în trimestrul IV 2011 la un ritm anual negativ (-5,6 la sută, după cinci trimestre de variații anuale pozitive), tendință imprimată de componenta vegetală, ca urmare a recoltei abundente din anul 2011.

În ceea ce privește produsele animale, pierderea de ritm anual din perioada analizată se regăsește la majoritatea sortimentelor de carne. Evoluții contrare s-au consemnat pe segmentul cărnii de pasăre – în condițiile reluării exporturilor în Rusia – și al ouălor, pe seama unui deficit temporar de ofertă și a costurilor antrenate de implementarea, de la 1 ianuarie 2012, a prevederilor comunitare privind condițiile de creștere a păsărilor.

Pentru perioada următoare este posibilă acumularea de presiuni pe segmentul produselor animale, ca urmare a investițiilor menționate anterior și a reluării exporturilor de carne de porc în Uniunea Europeană de la 1 ianuarie 2012.

### III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

---

#### 1. Politica monetară

*BNR a prelungit în lunile februarie și martie ciclul de scădere prudentă a ratei dobânzii de politică monetară, aceasta fiind redusă în doi pași consecutivi de câte 0,25 puncte procentuale, până la nivelul de 5,25 la sută. Continuarea ajustării graduale a condițiilor monetare reale în sens larg a vizat ancorarea eficace a anticipațiilor inflaționiste, implicit consolidarea inflației în interiorul intervalului de variație din jurul punctului central al țintelor stabilite pentru 2012 și 2013<sup>1</sup>, de natură să creeze premisele unei redresări sustenabile a economiei românești.*

Accelerarea dezinflației spre finele anului 2011, implicând coborârea ratei anuale a inflației în luna decembrie la nivelul de 3,14 la sută – situat în apropierea punctului central al țintei de inflație (3,0 la sută  $\pm 1$  punct procentual) –, precum și reconfirmarea perspectivei<sup>2</sup> menținerii acesteia în interiorul intervalului de variație din jurul punctelor centrale ale țintelor de inflație stabilite pentru 2012 și 2013<sup>3</sup> au constituit principalele argumente ale deciziei de scădere cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară (de la 5,75 la 5,50 la sută), adoptată de Consiliul de administrație al BNR în ședința din 2 februarie 2012. Perspectiva favorabilă a inflației continua să fie susținută de *pattern*-ul ameliorat al ratei anuale prognozate a inflației de bază (CORE2 ajustat), reflectând în principal relativa accelerare a ajustării descendente a așteptărilor inflaționiste, inclusiv a celor pe termen mediu. Presiunile dezinflaționiste anticipate a fi exercitate de deficitul de cerere agregată erau însă ușor inferioare celor proiectate anterior, în condițiile în care valoarea prognozată a *gap*-ului negativ al PIB a fost ajustată în sens descendent, în principal datorită revizuirii crescătoare a proiecției privind creșterea economică în 2012 și 2013 (preponderent datorită rectificării de către INS a seriei de date istorice privind evoluția PIB, precum și înregistrării în trimestrul III 2011 a unei creșteri economice peste așteptări).

Banca centrală a continuat să dimensioneze cu prudență pasul de ajustare a ratei dobânzii de politică monetară, dată fiind menținerea asimetriei nefavorabile a balanței riscurilor la adresa perspectivei

<sup>1</sup> Ținta de inflație stabilită pentru anul 2012 este de 3 la sută  $\pm 1$  punct procentual; începând cu anul 2013, ținta de inflație este staționară, nivelul acesteia fiind de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual.

<sup>2</sup> Relevată de precedentă proiecție trimestrială pe termen mediu (Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2011).

<sup>3</sup> Conform scenariului de bază al prognozei actualizate, rata anuală a inflației urma să atingă la finele acestor ani valoarea de 3,2 la sută, respectiv 3 la sută.



inflației. Cele mai importante surse de risc le constituiau potențiala agravare a crizei datoriei suverane și eventuala persistență a tensiunilor politice și sociale din Orientul Mijlociu, de natură să exercite presiuni inflaționiste prin intermediul cursului de schimb al leului și, respectiv, al prețului internațional al petrolului. În același timp însă, asemenea evoluții ar fi avut ca efect încetinirea față de așteptări a ritmului refacerii economiei românești (decurgând din slăbirea relativ mai accentuată a economiei zonei euro), implicit intensificarea relativă a presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere. Persistau, de asemenea, riscurile la adresa perspectivei inflației induse de ajustări ale prețurilor administrate<sup>4</sup>, de posibilele derapaje ale politicii fiscale și ale implementării reformelor structurale, precum și de tensiunile asociate contextului electoral.

Decizia de prelungire a mișcării descendente a ratei dobânzii de politică monetară adoptată de Consiliul de administrație al BNR în data de 29 martie (cu 0,25 puncte procentuale, la nivelul de 5,25 la sută pe an) a fost motivată de continuarea scăderii ratei anuale a inflației – în perioada recentă, dar și în lunile următoare –, la niveluri aflate sub punctul central al țintei stabilite pentru 2012, implicit la valori minime istorice, ca efect al evoluției favorabile a prețurilor volatile ale produselor alimentare și al persistenței deficitului de cerere agregată. Evaluările sugerau chiar o relativă creștere a *gap*-ului negativ al PIB și a intensității presiunilor dezinflaționiste exercitate de acesta, date fiind scăderea consemnată de dinamica anuală a PIB în trimestrul IV 2011 și foarte probabila continuare a slăbirii ritmului activității economice în trimestrul I 2012. Într-un asemenea context, prezervarea prudenței pasului de reducere a ratei dobânzii de politică monetară a avut ca argumente potențialul risc la adresa anticipațiilor inflaționiste indus de așteptata creștere temporară a ratei anuale a inflației în a doua parte a anului 2012 – reflectând un efect statistic de bază –, riscurile interne asociate contextului electoral, precum și incertitudinile legate de evoluțiile mediului extern, ale fluxurilor de capital și ale unor prețuri volatile.

Perspectiva pe termen foarte scurt a activității economice continua însă să fie marcată de mari incertitudini, în condițiile în care impactului exercitat asupra dinamicii PIB de evoluția preponderent favorabilă a indicatorilor economici din prima lună a anului 2012 i se contrapuneau efectele adverse generate de condițiile meteo nefavorabile din luna februarie. Totodată, datele aferente primelor două luni ale anului au pus în evidență o relativă încetinire a redresării dinamicii creditului acordat sectorului privat<sup>5</sup>, plusul de ritm înregistrat de acesta (4,5 la sută, față de 3,5 la sută, respectiv

---

<sup>4</sup> Decurgând din acordurile încheiate cu UE, FMI și Banca Mondială, precum și din obligațiile ce derivă din legislația aferentă calității de stat membru al UE.

<sup>5</sup> În absența altor mențiuni, indicatorii sunt calculați ca variații anuale exprimate în termeni reali.

0,8 la sută în trimestrul IV, respectiv III 2011) datorându-se preponderent influenței statistice asociate deprecierei leului. Slăbirea relativă a activității de creditare s-a produs în condițiile în care cererea de împrumuturi și-a stopat tendința de ameliorare, în pofida ajustării descendente a ratelor dobânzilor la credite, iar restrictivitatea unor termeni ai creditării a fost crescută (în trimestrul IV 2011 și, probabil, în primul trimestru din 2012)<sup>6</sup>; este posibil ca cea din urmă să reflecte, în principal, preocuparea instituțiilor de credit pentru ajustarea propriilor bilanțuri, inclusiv din perspectiva unei potențiale intensificări a procesului de dezintermediere din zona euro. Dinamica împrumuturilor acordate companiilor (7,5 la sută) a rămas relativ nemodificată în acest interval<sup>7</sup>, accelerarea creșterii componentei pe termen scurt fiind acompaniată de scăderea variației soldului creditelor pe termen mediu și lung. În schimb, rata anuală de creștere a creditelor acordate populației s-a mărit și a reintrat în teritoriul pozitiv (1,4 la sută, față de -0,8 la sută în trimestrul IV 2011), în condițiile atenuării dinamicii anuale negative a împrumuturilor destinate consumului și ale majorării variației soldului creditelor pentru locuințe (atribuibilă la rândul ei în mare măsură deprecierei leului).

În același timp, tendința de creștere a dinamicii depozitelor la termen ale populației<sup>8</sup> s-a consolidat în intervalul ianuarie-februarie 2012 (9,1 la sută, față de o medie de 7,8 la sută în trimestrul IV 2011) – în principal ca efect al accelerării creșterii componentei în monedă națională; mișcarea – aflată în contrast cu relativa încetinire față de media trimestrului anterior a ritmului anual de creștere a salariului mediu net real<sup>9</sup> – s-a corelat cu menținerea nivelurilor atractive ale randamentelor oferite la plasamentele la termen în lei. Evoluția a reflectat, cel mai probabil, robustețea cererii de bani pentru economisire, susținută de absența unei atenuări evidente a pesimismului populației privind situația financiară viitoare.

Gestionarea adecvată a lichidității de către BNR a continuat să se realizeze prin adaptarea acesteia la particularitățile condițiilor lichidității din sistemul bancar și la cele de funcționare a diferitelor segmente ale pieței financiare interne. Acestea s-au caracterizat prin menținerea deficitului net de lichiditate la nivelul sistemului bancar, valoarea acestuia reducându-se în ianuarie și amplificându-se în următoarele luni, preponderent sub impactul injecțiilor/absorbțiilor efectuate de Trezorerie, precum și al relativei creșteri,

<sup>6</sup> Conform ediției din luna februarie 2012 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației; creșterea restrictivității unor termeni ai creditării a fost în linii mari similară tendinței evidențiate de sondajele similare efectuate în zona euro, Polonia și Ungaria.

<sup>7</sup> Datele statistice corectate cu influența operațiunilor de externalizare/achiziționare de credite relevă însă o creștere ușoară de dinamică.

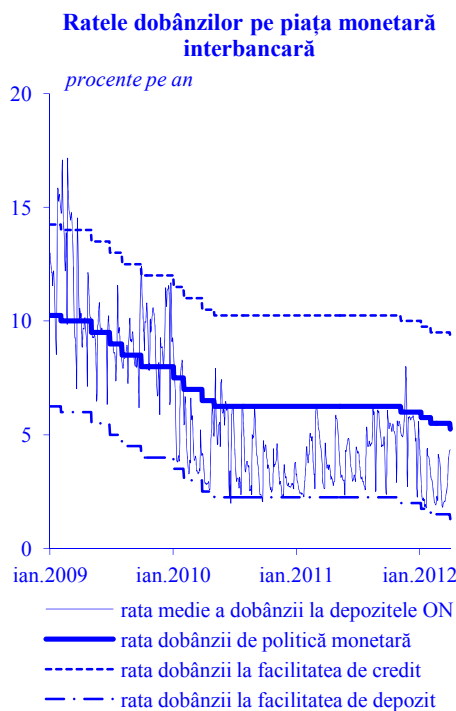
<sup>8</sup> Inclusiv a celor cu scadența de peste doi ani, neincluse în masa monetară.

<sup>9</sup> Parțial asociată unui efect de bază.

în luna februarie, a nivelului prevăzut al RMO<sup>10</sup>. Totodată, perioada a fost marcată de accentuarea asimetriei distribuției lichidității în sistemul bancar și prelungirea influenței exercitate de limitele de expunere dintre instituțiile de credit pe piața monetară interbancară; în aceste condiții, amplificarea volumului de lichiditate furnizată de banca centrală s-a asociat cu menținerea la niveluri relativ ridicate a sumelor plasate la facilitatea de depozit. BNR a acomodat cererea de rezerve a instituțiilor de credit prin operațiuni *repo* cu scadența de 7 zile, efectuate săptămânal; acestea au fost derulate prin licitații la rată fixă de dobândă, în cadrul cărora ofertele băncilor au fost acceptate integral.

În perioada analizată, banca centrală a continuat să adapteze mecanismul RMO la condițiile macroeconomice și financiare interne curente și viitoare, puternic influențate de evoluțiile mediului extern; astfel, restrictivitatea acestui mecanism a fost atenuată prin eliminarea constrângerii exercitate asupra prelungirii scadenței inițiale a pasivelor băncilor<sup>11</sup>. Măsura a reprezentat, de asemenea, o nouă etapă a procesului de armonizare a mecanismului RMO cu standardele în materie ale BCE. Totodată, BNR a extins gama activelor eligibile pentru operațiunile de politică monetară, prin includerea obligațiunilor denominate în dolari SUA emise de România pe piața externă<sup>12</sup>.

## 2. Piețe financiare și evoluții monetare



*Rata medie a dobânzii pieței monetare interbancare s-a diminuat sensibil în trimestrul I 2012, iar cotațiile relevante ROBOR, inclusiv cele pe termen mai lung, au coborât la cel mai mic nivel al seriei de date istorice; la rândul lor, ratele medii ale dobânzilor la creditele și depozitele noi s-au redus în intervalul decembrie 2011 – februarie 2012. Cursul de schimb a manifestat o tendință ușoară de creștere, care s-a accentuat în ultima lună a trimestrului. Creșterea anuală reală a masei monetare a continuat să se majoreze, în principal ca efect al relativei accelerări a dinamicii creditului acordat sectorului public.*

### 2.1. Ratele dobânzilor

Ratele dobânzilor pieței monetare interbancare au scăzut substanțial în trimestrul I 2012, până la o valoare medie de 3,0 la sută (-2,3 puncte procentuale comparativ cu trimestrul anterior).

Mișcarea descendentă a randamentelor depozitelor interbancare ON, inițiată către finele lunii decembrie 2011, s-a prelungit în primele zile ale trimestrului I 2012, acestea intrând și

<sup>10</sup> Pe seama sporirii bazei de calcul a acestora.

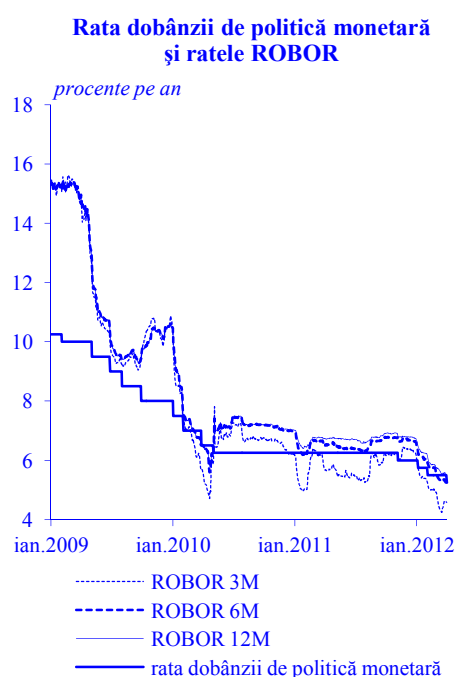
<sup>11</sup> Măsura a intrat în vigoare la 24 februarie 2012.

<sup>12</sup> Măsura a intrat în vigoare la 1 martie 2012.

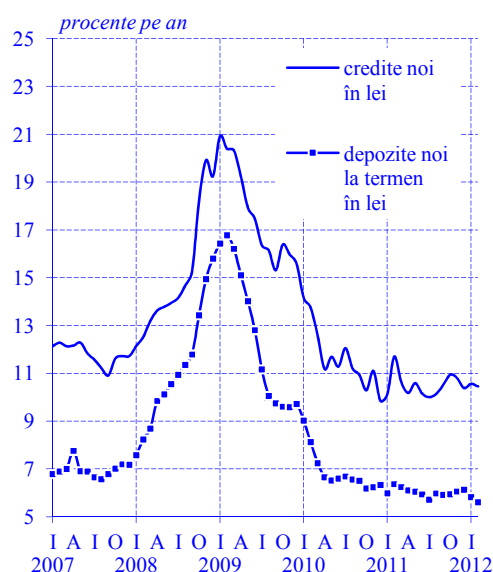
menținându-se apoi în zona inferioară a coridorului determinat de ratele dobânzilor la facilitățile permanente oferite de banca centrală. Reveniri către valori mai înalte, de aproximativ 4 la sută, au fost consemnate doar temporar, în debutul perioadelor de constituire a RMO. Evoluția a reflectat ameliorarea condițiilor lichidității, în contextul în care BNR a continuat să furnizeze în mod regulat lichiditate prin intermediul operațiunilor *repo* 1W săptămânale, în cadrul cărora ofertele au fost alocate integral. Pe deasupra, volumul acestor operațiuni a fost superior necesarului agregat de rezerve al sistemului bancar, în principal datorită particularităților actuale ale procesului de redistribuire a lichidității între instituțiile de credit pe piața monetară interbancară (a se vedea subsecțiunea precedentă).

La rândul lor, cotațiile ROBOR 1M-12M au consemnat o scădere amplă, sub influența combinată a reducerilor succesive ale ratei dobânzii de politică monetară și a gestionării adecvate a condițiilor lichidității de către banca centrală. Coborârea randamentelor nu a fost însă uniformă. Perioadele de declin, localizate în prima parte a fiecărei luni a trimestrului, au fost succedate de intervale caracterizate de o relativă stabilitate, în ianuarie și februarie, respectiv de o ușoară corecție ascendentă, către finele trimestrului. Toate cotațiile, cu excepția celei aferente maturității de 12 luni, au scăzut sub nivelul ratei dobânzii de politică monetară, mai întâi cele pe scadențe de până la 3 luni (încă din debutul perioadei analizate), iar apoi (în martie) cele pe maturitatea de 6 luni. În urma acestor evoluții, rata medie ROBOR3M a coborât în luna martie 2012 la nivelul de 4,5 la sută, fiind cu 1,8 puncte procentuale inferioară celei consemnate în luna decembrie 2011. La rândul lor, cotațiile medii aferente scadențelor de 6 și, respectiv, 12 luni au scăzut cu 1,30, respectiv cu 1,16 puncte procentuale (până la 5,35 la sută, respectiv 5,61 la sută).

Randamentul mediu de pe piața primară a titlurilor de stat și-a continuat, de asemenea, tendința descendentă pe tot parcursul trimestrului, coborând în luna martie până la nivelul de 5,75 la sută (cel mai mic nivel al seriei de date disponibile, acesta fiind cu 0,96 puncte procentuale inferior valorii lunii decembrie 2011). Evoluția a fost acompaniată de continuarea majorării volumului de titluri de stat puse în circulație, acesta reprezentând, pe ansamblul trimestrului I 2012, 180 la sută din volumul anunțat, față de 88 la sută în trimestrul IV 2011. Și piața secundară a titlurilor de stat a devenit mai activă în această perioadă, creșterea volumului tranzacțiilor reflectând o accentuare a rolului deținut de acest segment al pieței financiare în redistribuirea lichidității în sistemul bancar. Randamentul mediu aferent tranzacțiilor definitive pe piața secundară a titlurilor a scăzut, la rândul său, pe tot parcursul trimestrului, atingând în luna martie un nivel de 5,96 la sută (-0,7 puncte procentuale față de finele anului precedent).



## Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Preluând tendința descendentă a ratei dobânzii de politică monetară și a cotațiilor pieței monetare interbancare, ratele medii ale dobânzilor la depozitele noi la termen și la creditele noi au scăzut în perioada decembrie 2011 – februarie 2012 (-0,45 puncte procentuale, până la 5,61 la sută – minimumul ultimilor 6 ani, respectiv -0,35 puncte procentuale, până la 10,45 la sută). Evoluțiile au fost omogene din perspectiva celor două categorii de clienți. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi s-a diminuat cu 0,56 puncte procentuale pe segmentul populației (până la 12,32 la sută) și cu 0,50 puncte procentuale pe cel al companiilor (până la 9,66 la sută). În același timp, randamentul mediu al depozitelor noi la termen s-a redus atât pe segmentul populației (-0,09 puncte procentuale, până la 6,51 la sută), cât și pe cel al societăților nefinanciare (-0,63 puncte procentuale, până la 5,05 la sută).

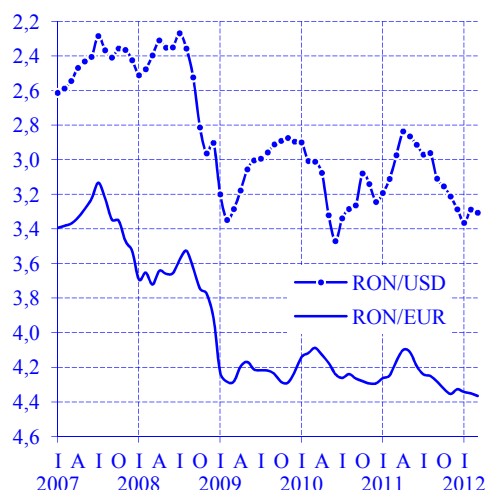
## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Pe ansamblul trimestrului I 2012, cursul de schimb al leului a manifestat o ușoară tendință de creștere, care s-a accentuat spre finele perioadei. Evoluția acestuia s-a decuplat temporar de mișcarea care a caracterizat în cea mai mare parte a intervalului ratele de schimb ale monedelor din regiune, ea având ca potențial resort relativa scădere consemnată recent de intrările autonome de capital în contextul slăbirii economiei din zona euro și manifestarea, pe acest fond, a efectelor unei percepții mai puțin favorabile a investitorilor asupra perspectivei pe termen scurt a economiei românești.

Astfel, pe ansamblul lunilor ianuarie-martie, leul s-a depreciat față de euro în termeni nominali cu 0,9 la sută, dar s-a apreciat în termeni reali cu 0,5 la sută; în raport cu dolarul SUA, moneda națională s-a depreciat cu 0,6 la sută în termeni nominali și s-a apreciat cu 0,8 la sută în termeni reali. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul I, moneda națională și-a mărit deprecierea nominală atât față de euro cât, mai ales, în raport cu dolarul SUA; și în termeni reali leul s-a depreciat față de ambele monede.

Trendul descendent pe care s-a plasat cursul de schimb leu/euro în ultima decadă a lunii decembrie s-a întrerupt în primele zile ale lunii ianuarie, pe fondul înrăutățirii temporare a percepției investitorilor asupra regiunii, indusă de trenarea reluării negocierilor dintre guvernul ungar și FMI/UE și de retrogradarea de către agenția Fitch a rating-ului de țară al Ungariei. Episodul a fost însă de scurtă durată, ușoara temperare ulterioară a tensiunilor de pe piața financiară globală și regională având ca efect recuperarea de către monedele din regiune, inclusiv de către leu, a pierderii suferite în raport cu euro.

## Cursul de schimb nominal

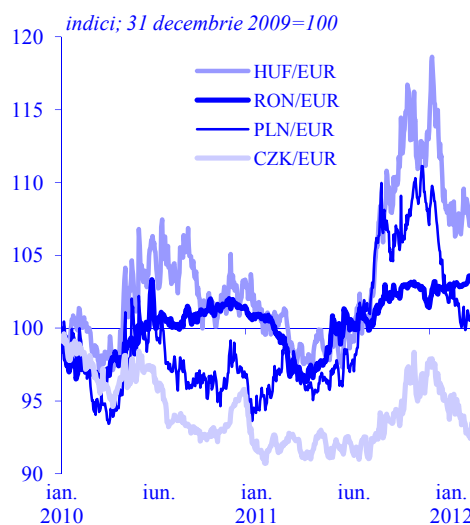


## Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2011 2 luni	2012 2 luni
<b>Contul financiar</b>	<b>790</b>	<b>68</b>
<b>Investiții directe</b>	<b>320</b>	<b>242</b>
- rezidenți în străinătate	-4	-12
- nerezidenți în România	325	253
<b>Investiții de portofoliu și derivate financiare</b>	<b>383</b>	<b>1 505</b>
- rezidenți în străinătate	-399	-55
- nerezidenți în România	783	1 560
<b>Alte investiții de capital</b>	<b>141</b>	<b>-1 090</b>
- credite și împrumuturi de la FMI	908	0
- investiții pe termen mediu și lung	-116	-466
- investiții pe termen scurt	-319	-430
- numerar și depozite pe termen scurt	-393	223
- altele	60	-418
<b>Active de rezervă ale BNR (net)</b>		
("-" creștere/"+" scădere)	<b>-55</b>	<b>-589</b>

Ulterior, cursurile de schimb ale monedelor din regiune și-au prelungit trendul alert descendent până la finele lunii februarie, acestea corectându-și astfel integral/parțial creșterea sensibilă înregistrată în trimestrul IV 2011; mișcarea a fost susținută de relativa îmbunătățire a așteptărilor investitorilor privind evoluția unor economii din zonă și de continuarea ameliorării apetitului global pentru risc – impulsionată, printre altele, de: (i) aprobarea celui de-al doilea pachet de ajutor financiar pentru Grecia, în valoare de 130 miliarde euro; (ii) evoluția ușor peste așteptări a economiei americane și (iii) operațiunile BCE de furnizare de lichiditate pe termen foarte lung. Acest context extern a fost valorificat și de MFP prin efectuarea, în ultima zi a lunii ianuarie, a unei emisiuni de obligațiuni cu scadența de 10 ani pe piața americană, prin care a fost atrasă suma de 1,5 miliarde dolari SUA; emisiunea a fost redeschisă spre finele lunii februarie, autoritatea publică atrăgând astfel încă 0,75 miliarde dolari SUA, la un randament inferior celui inițial.

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



Sursa: BNR, BCE

Cursul de schimb leu/euro a rămas însă cantonat într-o bandă relativ îngustă de variație în intervalul 20 ianuarie – 15 martie, manifestând chiar o ușoară tendință de creștere. Decuplarea sa de evoluția ratelor de schimb ale celorlalte monede din regiune ar putea avea ca explicație relativa scădere recentă a intrărilor autonome de capital în contextul slăbirii economiei din zona euro și manifestarea, pe acest fond, a efectelor unei percepții mai puțin favorabile a investitorilor asupra perspectivei pe termen scurt a economiei românești<sup>13</sup>. Aceștia li s-a asociat în a doua parte a lunii martie o modificare de natură temporară a așteptărilor operatorilor valutare privind evoluția imediată a raportului leu/euro și, implicit, a atractivității plasamentelor pe piața financiară locală; în acest context, cererea de devize de pe piața valutară interbancară s-a amplificat, iar cursul de schimb leu/euro a atins în data de 19 martie un maxim istoric. Cu toate acestea, pe ansamblul lunii martie, cursul de schimb leu/euro a crescut cu doar 0,3 la sută, iar volatilitatea acestuia a continuat să fie net inferioară valorilor consemnate de principalele monede din regiune.

## 2.3. Moneda și creditul

### Moneda

În intervalul decembrie 2011 – februarie 2012, ritmul de creștere a masei monetare<sup>14</sup> (M3) a consemnat o nouă majorare (5,4 la sută, față de 2,9 la sută în perioada septembrie-noiembrie 2011),

<sup>13</sup> Aceasta a mai fost alimentată de plasarea ușor sub așteptări a dinamicii anuale a PIB în T4 2011 și de revizuirea în sens descendent de către FMI a valorii proiectate a creșterii economiei românești în 2012, precum și de temperarea ritmului de creștere a producției industriale și a exporturilor.

<sup>14</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada decembrie 2011 – februarie 2012.

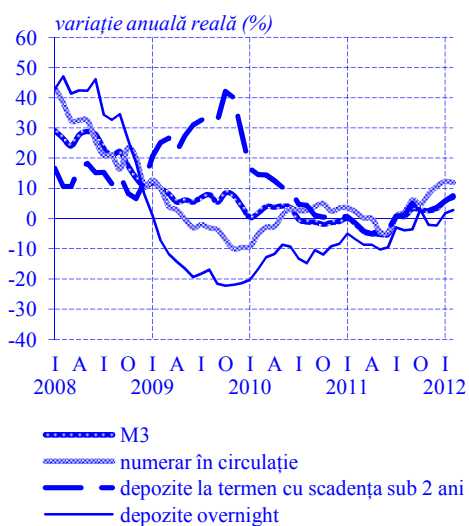
**Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale**

variație procentuală în termeni reali

	2011				2012	
	I	II	III	IV	ian.	feb.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	-2,0	-5,1	1,6	3,0	5,9	7,1
M1	-4,1	-7,4	-1,3	2,3	5,2	5,9
Numerar în circulație	2,0	-2,9	3,1	7,9	12,2	12,0
Depozite <i>overnight</i>	-6,8	-9,5	-3,5	-0,5	1,7	2,7
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	-1,7	-4,1	2,3	2,7	5,7	7,5

Sursa: INS, BNR

**Principalele componente ale masei monetare**



Sursa: INS, BNR

la originea căreia s-a aflat, în principal, amplificarea unor cheltuieli bugetare și a plăților efectuate din fonduri europene<sup>15</sup>.

Aproape toate componentele principale ale M3 au contribuit la creșterea variației acestui agregat, rolul determinant revenind în continuare depozitelor la termen cu scadența sub doi ani, care au consemnat cel mai rapid ritm de creștere din ultimul an și jumătate. Și dinamica masei monetare în sens restrâns (M1) a continuat să crească (maximul ultimilor trei ani), tendința fiind susținută atât de evoluția numerarului în circulație, cât și de cea a depozitelor *overnight*, a căror variație medie anuală a reintrat în teritoriul pozitiv. Analiza structurii pe deținători a M3 relevă creșterea în acest interval a dinamicii depozitelor ambelor categorii de clienți. În cazul companiilor, variația anuală a depozitelor din M3 a redevenit pozitivă, după un an și jumătate, în condițiile în care efectul sporirii în acest interval a sumelor încasate de aceste entități de la buget, respectiv din fonduri europene, l-a surclasat atât pe cel exercitat de achitarea obligațiilor către Trezorerie (inclusiv a celor cu caracter sezonier), cât și pe cel asociat efectuării de plăți externe în contul tranzacțiilor comerciale și al împrumuturilor contractate anterior<sup>16</sup>. Și în cazul populației, principalul determinant al majorării depozitelor din M3 l-a constituit, cel mai probabil, creșterea sumelor alocate din fondurile europene<sup>17</sup>. În perioada analizată, structura pe monede a M3 a continuat să se îmbunătățească, depozitele denominate în lei consolidându-și ponderea majoritară.

Din perspectiva contrapartidelor M3, majorarea dinamicii acestui agregat a reflectat accelerarea ritmului de creștere a portofoliului de titluri de stat deținut de bănci și respectiv a creditului acordat sectorului privat, precum și descreșterea în termeni anuali a depozitelor în lei ale Trezoreriei statului (concentrată în ultimele două luni ale intervalului analizat<sup>18</sup>); aceste influențe au fost parțial atenuate de impactul creșterii dinamicii pasivelor financiare pe termen lung (inclusiv conturile de capital).

<sup>15</sup> Conform datelor din comunicatele de presă ale APIA, APDRP și ACIS, plățile efectuate în această perioadă le-au depășit semnificativ pe cele din intervalul septembrie-noiembrie 2011.

<sup>16</sup> Conform datelor din balanța de plăți, în perioada decembrie 2011 – februarie 2012, dinamica anuală a plăților efectuate în contul creditelor financiare externe nete ale sectorului nebanca s-a diminuat ușor comparativ cu intervalul septembrie-noiembrie 2011.

<sup>17</sup> Inclusiv plățile efectuate în contul schemei de plată unică pe suprafață.

<sup>18</sup> Efectul exercitat de majorarea depozitelor în valută ale MFP, ca urmare a decontării emisiunii de obligațiuni efectuate pe piața americană în luna ianuarie, în valoare de 1,5 miliarde dolari SUA, a fost contrabalansat de cel al creșterii corespunzătoare a activelor externe nete ale sistemului bancar.

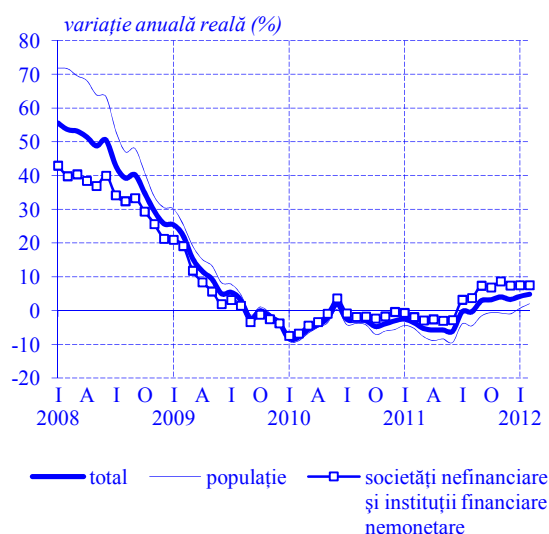
## Creditul

În intervalul decembrie 2011 – februarie 2012, variația<sup>19</sup> creditului acordat sectorului privat a continuat să crească (4,1 la sută, față de 3,4 la sută în precedentele trei luni); mișcarea a reflectat relativa amplificare a efectului statistic generat de deprecierea monedei naționale, precum și majorarea dinamicii creditelor în lei. În acest context, ponderea medie a componentei în devize în totalul creditelor acordate sectorului privat s-a mărit ușor.

Volumul creditelor noi<sup>20</sup> acordate ambelor categorii principale de clienți s-a redus, în condițiile în care tendința de ameliorare a cererii și a ofertei de credite a fost stopată în acest interval<sup>21</sup>; cel mai probabil, aceasta s-a datorat apariției unei întreruperi în trendul de refacere a încrederii și respectiv de ameliorare a așteptărilor privind tendința activității economice, precum și potențialei accentuări a preocupării băncilor pentru ajustarea propriilor bilanțuri.

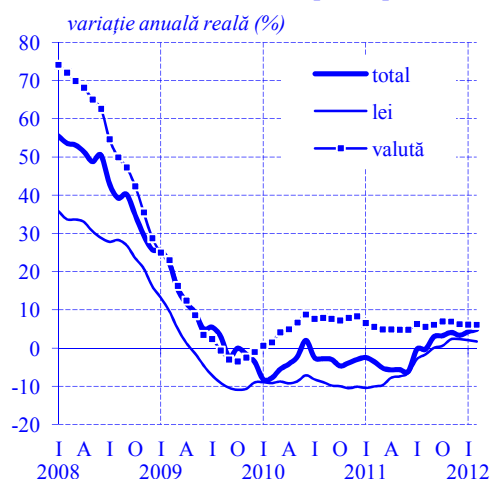
Cu toate acestea, dinamica împrumuturilor populației a reintrat în teritoriul pozitiv, evoluția reflectând inclusiv relativa amplificare a volumului achizițiilor nete de credite operate de bănci în această perioadă<sup>22</sup>. Creditele pentru locuințe, precum și celelalte categorii de împrumuturi ale populației au continuat să-și amelioreze dinamica, deși, în cazul celor din urmă, aceasta s-a menținut preponderent negativă. Pe segmentul companiilor, viteza de creștere a creditelor a stagnat, prelungirea traiectoriei ascendente a dinamicii împrumuturilor pe termen scurt fiind compensată de reducerea variației creditelor pe termen mediu și lung, dar și de amplificarea transferurilor nete de credite din bilanțurile băncilor.

### Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Sursa: INS, BNR

### Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR

<sup>19</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada decembrie 2011 – februarie 2012.

<sup>20</sup> Pe baza datelor de la CRC privind creditele în valoare de peste 20 000 lei aprobate în perioada analizată.

<sup>21</sup> Conform ediției din februarie 2012 a Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, cererea de credite a companiilor nefinanciare s-a redus în trimestrul IV 2011, anticipându-se prelungirea acestei tendințe în următoarele trei luni. Cererea de credite pentru consum a populației s-a diminuat în trimestrul IV 2011, iar cererea de credite pentru locuințe și terenuri a crescut marginal, pentru trimestrul următor fiind așteptată însă scăderea cererii pentru ambele categorii de împrumuturi. Standardele de creditare au fost menținute în general neschimbate în trimestrul IV 2011, anticipându-se însă înăsprirea acestora în următoarele trei luni; totodată, o parte din termenii creditării au devenit mai restrictivi în ultima parte a anului 2011.

<sup>22</sup> Pe baza datelor din statistica monetară.



## IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

*Scenariul de bază al proiecției curente prevede rate anuale ale inflației IPC la finele anilor 2012 și 2013 identice celor anticipate în Raportul asupra inflației din luna februarie: 3,2 la sută și, respectiv, 3 la sută.*

*În pofida unei abateri în sus, de 0,4 puncte procentuale, a ratei anuale a inflației IPC în luna martie de la nivelul prognozat anterior, începând din trimestrul II 2012 traiectoriile proiectate ale ratelor inflației IPC și CORE2 ajustat sunt în mare măsură similare celor din runda precedentă. Rata anuală a inflației IPC este prevăzută a 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 II 2012 (2 la sută în mai) și a unui maxim în trimestrul III (3,8 la sută în septembrie), urmate de o relativă stabilizare, cu începere din trimestrul IV 2012, la niveluri apropiate de 3 la sută. Pentru rata anuală a inflației CORE2 ajustat se prevede stabilizarea, pe parcursul întregii perioade de referință, la niveluri care nu vor depăși pe cel de 2 la sută, atins deja la sfârșitul trimestrului I 2012.*

*Reconfirmarea prognozelor anterioare pentru rata inflației de sfârșit de an în 2012 și 2013 a avut loc în condițiile unor reevaluări marginale ale contribuțiilor componentelor coșului de consum, cu efect net de compensare reciprocă. Pentru finele anului curent, contribuția ușor mai favorabilă comparativ cu runda precedentă a dinamicii indicelui CORE2 ajustat și a celei a prețurilor alimentare volatile este contrabalansată de influența de sens contrar a evoluției anticipate a prețurilor combustibililor. Pentru anul 2013, revizuirea favorabilă în cazul inflației CORE2 ajustat este contracarată de evoluția preconizată pentru grupa produse din tutun.*

*Anticiparea unei evoluții ușor mai favorabile comparativ cu runda anterioară a inflației CORE2 ajustat se datorează în principal proiectării unui deficit de cerere relativ mai accentuat pe întreg intervalul de prognoză. Anticipațiile privind inflația au fost doar marginal revizuite în jos pe intervalul de referință. Traiectoria lor implică o relativă stabilizare în concordanță cu cea a inflației proiectate, dar la niveluri ceva mai ridicate decât ale acesteia, explicabile prin inerția de ajustare a anticipațiilor. Creșterea prognozată a prețurilor de import este, comparativ cu proiecția anterioară, mai rapidă la începutul perioadei de referință, influența fiind anticipată a se atenua semnificativ ulterior.*

*Rata dobânzii de politică monetară va fi în continuare poziționată pe o traiectorie adecvată consolidării perspectivelor de menținere*

durabilă a ratei inflației în interiorul intervalului-țintă, contribuind prin aceasta la crearea premiselor necesare obținerii unei creșteri economice sustenabile. În condițiile specifice perioadei de referință, banca centrală va acorda o atenție deosebită calibrării condițiilor monetare reale în sens larg în scopul prevenirii reinflamării anticipațiilor inflaționiste ca urmare a creșterii temporare a ratei anuale a inflației, previzionată pentru trimestrul III 2012 pe seama unui efect de bază statistic nefavorabil.

Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică o balanță înclinată în sensul unor abateri nefavorabile de la scenariul de bază, într-o măsură mai mare decât se prevedea în Raportul asupra inflației din luna februarie. La dezechilibrul balanței riscurilor contribuie atât factori externi, cât și interni.

Incertitudinile asociate demersurilor de soluționare durabilă a crizei datoriilor suverane din zona euro, revizuirii în jos a perspectivelor creșterii economice din zona euro în 2012, precum și tensiunilor acumulate pe piața internațională a petrolului reprezintă, în continuare, principalele surse externe de risc.

Date fiind dezechilibrele macroeconomice create până în prezent de criza datoriilor suverane, nu numai agravarea acestora, ci și evoluții în sens opus, de atenuare treptată, prin continuarea procesului de consolidare fiscală în zona euro, ar putea genera, pe termen scurt și mediu, restructurări ale portofoliilor investitorilor. Acestea ar conduce la creșterea volatilității fluxurilor de capital destinate economiilor emergente din Uniunea Europeană, inclusiv celei a României. Aceste riscuri sunt amplificate de posibilele implicații asupra expunerii față de filialele și sucursalele unor grupuri bancare din zona euro ale perspectivelor lichidității și finanțării la nivelul băncilor-mamă, inclusiv pe fundalul continuării procesului de dezintermediere financiară și al întăririi reglementărilor prudențiale privind capitalul. Accentuarea volatilității fluxurilor de capital ar afecta negativ costul și volumul finanțării externe necesare redresării durabile a economiei românești și ar putea crea presiuni substanțiale asupra cursului de schimb al leului. Materializarea acestor efecte ar avea potențialul de a abate în sus, în special pe termen scurt, rata inflației IPC de la valorile acesteia din scenariul de bază, în condițiile în care redresarea sustenabilă a activității economice ar fi întârziată.

Creșterea prețului petrolului pe piețele internaționale ar conduce la abateri nefavorabile ale inflației de la valorile din scenariul de bază. Relevanța ridicată a acestui risc în orizontul actual al prognozei este dată de criza politică provocată de programul nuclear al Iranului și de tensiunile politice din alte țări producătoare de petrol.

Principala sursă de asimetrie a balanței riscurilor generate de factori interni economiei naționale este dată de posibilitatea unor derapaje ale politicii fiscale și ale implementării reformelor structurale, în contextul incertitudinilor asociate calendarului electoral din anul curent. Dinamica prețurilor administrate și cea a prețurilor volatile ale alimentelor sunt marcate și în cazul proiecției curente de un grad relativ ridicat de incertitudine, dar riscurile asociate acestora sunt considerate a fi relativ simetric distribuite față de scenariul de bază.

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 de evoluție a economiei zonei euro prevede o contracție a PIB real cu 0,3 la sută în 2012, urmată de o creștere de 1 la sută în 2013, ambele valori revizuite în scădere față de raportul anterior<sup>1</sup>. Pentru anul curent, aceste revizui sunt motivate de persistența restrictivității ofertei de credite către populație și companii pe fondul adâncirii tensiunilor de pe piețele financiare internaționale. Pentru 2013, anticiparea unei ușoare redresări economice survine în contextul preconizatei refaceri, la acest orizont, a cererii globale pentru exporturile zonei, pe măsura consolidării treptate a creșterii economice a principalilor parteneri comerciali.

#### Evoluția așteptată a variabilelor externe

valori medii anuale

	2012	2013
Prețul petrolului (dolari SUA/baril)	105,7	107
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,3	1,29
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	0,81	0,95
Creștere economică în zona euro (%)	-0,28	0,95
Inflația anuală din zona euro (%)	2,24	1,57

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

Având în vedere creșterea economică redusă anticipată pentru zona euro, scenariul de evoluție a ratei dobânzii EURIBOR la 3 luni a fost revizuit în jos pe întregul interval de proiecție. În aceste condiții, se anticipează o reducere a ratei dobânzii EURIBOR la 3 luni în termeni trimestriali pe parcursul anului 2012, urmată de o ușoară revenire a acesteia în 2013 în apropierea valorii de 1 la sută.

Creșterea medie anuală a prețurilor este anticipată a atinge 2,2 la sută în 2012 și 1,6 la sută în 2013, valori revizuite în sus cu 0,35 puncte procentuale, respectiv în jos cu 0,24 puncte procentuale. În pofida persistenței presiunilor dezinflaționiste din partea deficitului de cerere, valoarea relativ mai ridicată a ratei inflației

<sup>1</sup> Valorile au fost revizuite cu 0,75 puncte procentuale pentru 2012 și, respectiv, cu 0,4 puncte procentuale pentru 2013.

din 2012 se datorează anticipării continuării majorării impozitelor indirecte<sup>2</sup> și a prețurilor administrate.

După o ușoară depreciere față de dolarul SUA anticipată pentru al doilea trimestru al anului curent pe fondul incertitudinilor și al volatilității care persistă pe piața internațională, scenariul de evoluție a cursului de schimb al euro prevede menținerea unei parități relativ constante între cele două monede pe cea mai mare parte a intervalului de proiecție, situată în jurul valorii de 1,29. În aceste condiții, valoarea medie a cursului EUR/USD pentru anul următor este mai mică decât cea anticipată în runda precedentă.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului WTI<sup>3</sup> anticipează, după evoluția nefavorabilă din trimestrul I al anului curent, creșteri mai modeste în următoarele două trimestre, urmate de stabilizarea cotațiilor în apropierea valorii de 107 dolari SUA/baril. În aceste condiții, traiectoria curentă este superioară celei din proiecția anterioară datorită evoluțiilor mai alerte din prima parte a intervalului de proiecție, în pofida unor ritmuri de creștere mai mici anticipate pentru intervalul trimestrul IV 2012 – trimestrul IV 2013.

## 1.2. Perspectivele inflației

Proiecția macroeconomică actualizată prevede situarea ratei anuale a inflației la valoarea de 3,2 la sută la sfârșitul anului 2012 și la valoarea de 3,0 la sută la finele anului viitor. Valorile sunt proiectate pe o traiectorie plasată pe parcursul întregii perioade de referință în interiorul intervalului de variație de  $\pm 1$  punct procentual din jurul țintei centrale<sup>4</sup>.

Deși valorile prognozate pentru sfârșitul celor doi ani sunt egale cu cele publicate în Raportul asupra inflației din luna februarie, scenariul de bază actual este marcat de unele reconfigurări ale contribuțiilor inflaționiste ale componentelor coșului IPC<sup>5</sup>. Astfel, pentru sfârșitul acestui an, contribuțiile marginal mai reduse

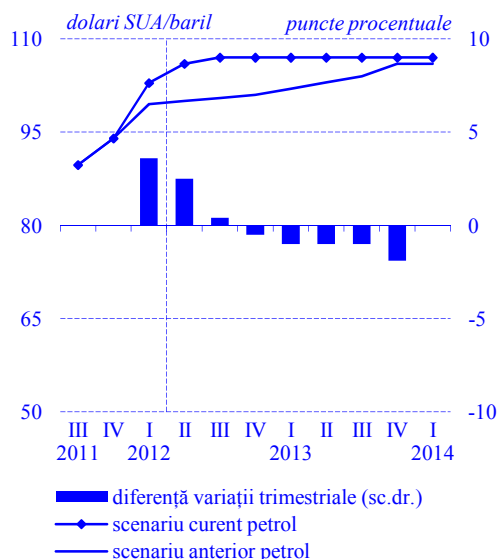
<sup>2</sup> Impozitele indirecte asupra cărora s-au operat modificări în sensul creșterii în unele țări din zona euro (de exemplu: Grecia, Italia, Portugalia, Slovacia, Irlanda, Cipru) sunt accizele și TVA.

<sup>3</sup> Scenariul de evoluție este fundamentat pe baza proiecției EIA aferente lunii aprilie 2012.

<sup>4</sup> Ținta de inflație a fost stabilită la valoarea de 3,0 la sută pentru sfârșitul anului în curs și la 2,5 la sută pentru finele anului 2013.

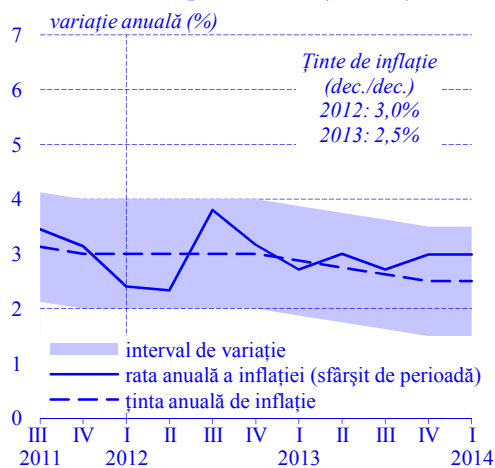
<sup>5</sup> Coeficienții de ponderare a componentelor coșului bunurilor de consum au fost actualizați în această rundă de proiecție la valorile publicate de INS în luna februarie, rezultate din „Ancheta bugetelor de familie” realizată în 2010. Comparativ cu valorile disponibile anterior, în noua configurație componentele exogene ale inflației – prețurile administrate, cele ale alimentelor LFO, combustibililor și produselor din tutun – au o importanță ușor mai ridicată, ponderea cumulată a acestora majorându-se cu aproximativ 2,1 puncte procentuale.

### Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului



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

### Previziuni privind evoluția inflației



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

Sursa: INS, proiecție BNR

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

variație anuală  
(procente, sfârșit de perioadă)

	2012			2013				2014
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Țintă			3,0				2,5	
Proiecție	2,3	3,8	3,2	2,7	3,0	2,7	3,0	3,0

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

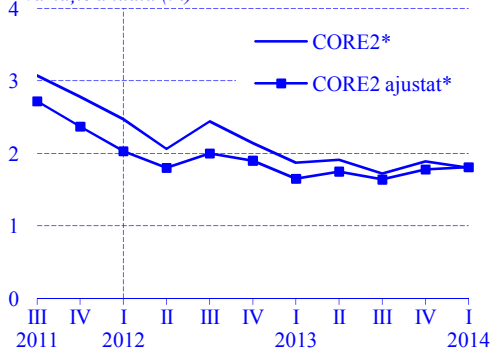
puncte procentuale

	2012	2013
Prețuri administrate	0,8	1,2
Combustibili	0,5	0,3
Prețuri LFO	0,5	0,3
CORE2, din care:	1,4	1,2
– produse din tutun	0,3	0,2

\* calcule sfârșit de perioadă

**Inflația anuală CORE2 și CORE2 ajustat**

variație anuală (%)

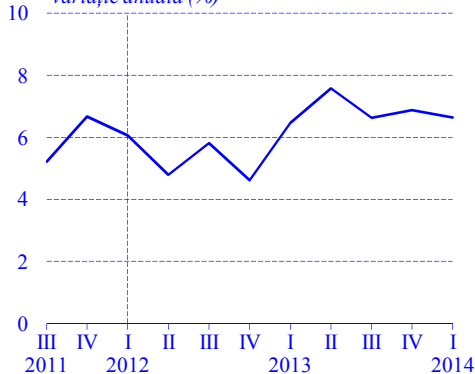


\*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

**Inflația anuală a prețurilor administrate\***

variație anuală (%)



\*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

comparativ cu runda precedentă ale indicelui CORE2 ajustat și ale prețurilor alimentare volatile (câte 0,1 puncte procentuale) sunt contrabalansate de influența mai nefavorabilă anticipată la grupa combustibili (+0,2 puncte procentuale), în timp ce pentru 2013 revizuirea favorabilă la nivelul inflației CORE2 ajustat (0,1 puncte procentuale) este contracarată de evoluția preconizată pentru grupa produse din tutun.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată pe o traiectorie relativ stabilă, urmând a atinge 1,9 la sută în decembrie 2012 și 1,8 la sută la finele anului 2013. În ceea ce privește determinanții inflației de bază, așteptările inflaționiste ale agenților economici se plasează pe o traiectorie marginal descendentă, situată în interiorul intervalului de variație din jurul țintei centrale stabilite pentru indicele agregat. Manifestând un caracter adaptiv relativ pronunțat, anticipațiile sunt influențate favorabil de performanța dezinflaționistă recentă. În același timp, ajustarea relativ redusă a acestora în jos pe intervalul de proiecție sugerează perceperea de către agenții economici a posibilității reiterării unor șocuri nefavorabile de natura ofertei (energie, materii prime agricole). Deficitul de cerere este proiectat a se reduce treptat, exercitând presiuni dezinflaționiste în scădere de-a lungul intervalului de prognoză, însă comparativ cu runda anterioară de prognoză traiectoria a fost revizuită la valori mai favorabile pentru dinamica prețurilor<sup>6</sup>. Presiunile inflaționiste din partea inflației importate se vor atenua gradual, pe măsură ce, pe de-o parte, dinamica prețurilor externe se va tempera<sup>7</sup>, iar pe de altă parte este anticipată disiparea treptată a impactului nefavorabil al evoluției recente a cursului de schimb.

Scenariul de evoluție a inflației la produsele din tutun este configurat în principal de calendarul prevăzut în Codul fiscal pentru modificarea nivelului accizelor aplicabile acestor produse, la care se adaugă actualizarea referinței pentru calcularea echivalentului în lei al accizelor. În aceste condiții, contribuțiile prevăzute ale ratei anuale a inflației acestei componente la inflația IPC sunt de 0,3 puncte procentuale la sfârșitul anului 2012 și, respectiv, 0,2 puncte procentuale în 2013.

Dinamica anuală a prețurilor administrate încorporează majorarea anunțată a tarifului la energia electrică cu 5 la sută în a doua parte a anului curent și este anticipată să se situeze la valoarea de 4,6 la sută în decembrie 2012. Pentru sfârșitul anului viitor, prognoza se situează la 6,9 la sută în condițiile suplinirii lipsei unui calendar

<sup>6</sup> Pentru detalii referitoare la presiunile cererii, a se consulta secțiunea următoare.

<sup>7</sup> Majorările prețurilor la energie au contribuit în primele luni ale anului la menținerea inflației din zona euro la peste 2 la sută, valoare a cărei vecinătate inferioară definește obiectivul de stabilitate a prețurilor al BCE.

oficial cu privire la ajustarea prețurilor acestei categorii de produse cu o ipoteză tehnică<sup>8</sup>.

Scenariul de evoluție a prețurilor alimentare volatile este construit pe ipoteza unui an agricol normal și prevede înregistrarea unor rate de creștere anuale pozitive începând din a doua parte a anului curent, pe fondul unui efect statistic de bază nefavorabil<sup>9</sup>. Comparativ cu prognoza din Raportul asupra inflației din februarie, în pofida unei evoluții mai puțin favorabile în trimestrul I, contribuția anticipată pentru sfârșitul anului curent este mai redusă (0,1 puncte procentuale), în contextul îmbunătățirii ușoare a perspectivelor recoltei agricole.

Inflația anuală la grupa combustibili este prognozată pe o traiectorie descendentă, urmând a se situa la nivelul de 6,1 la sută la sfârșitul anului curent și, respectiv, 3,2 la sută în decembrie 2013. Valorile anticipate se plasează la niveluri superioare celor publicate anterior, în principal ca urmare a evoluțiilor nefavorabile înregistrate în primele luni ale anului, pe fondul majorării cotațiilor internaționale ale petrolului.

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 la sfârșitul anului 2012 și de 2,0 puncte procentuale la finele anului viitor.

### 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție<sup>10</sup>

#### Deviația PIB

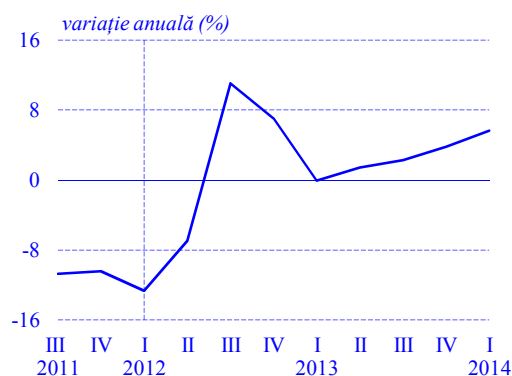
Dinamica trimestrială a PIB este anticipată a rămâne ușor negativă în trimestrul I 2012, după ce în trimestrul IV 2011 PIB a înregistrat o contracție de 0,2 la sută. În termeni anuali, rata de creștere a PIB

<sup>8</sup> Ipoteza tehnică a fost construită având în vedere Pachetul Energie 3 al UE, a cărui transpunere în legislația internă se află în curs și care implică dereglementarea graduală a pieței energiei electrice și a gazelor naturale. „Memorandumul de politici economico-financiare” agreat la finele lunii februarie 2012 de autoritățile române cu consorțiul format din CE, FMI și Banca Mondială menționează intervalul temporal 2013-2017 pentru dereglementarea prețului la energie electrică la consumatorii casnici. Pentru gazele naturale, detaliile foii de parcurs pentru eliminarea treptată a prețurilor reglementate urmează a fi stabilite ulterior. Ipoteza tehnică adoptată în cadrul scenariului de bază implică convergența prețurilor și tarifelor acestor două mari categorii de produse (reprezentând circa 50 la sută din totalul grupei „prețuri administrate”) la cele medii din UE.

<sup>9</sup> Determinat de deflațiile lunare înregistrate la nivelul componentei în trimestrul III 2011, ca urmare a recoltei agricole abundente din anul trecut.

<sup>10</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MFP, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Bloomberg.

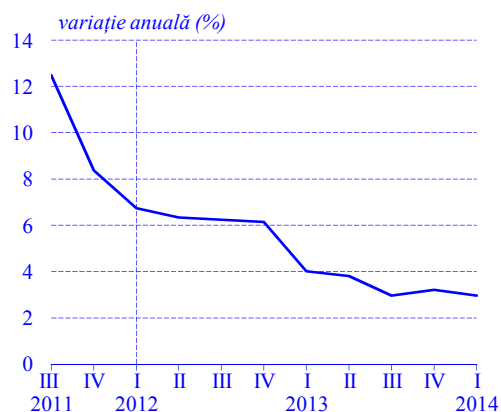
#### Inflația anuală a prețurilor LFO\*



\*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

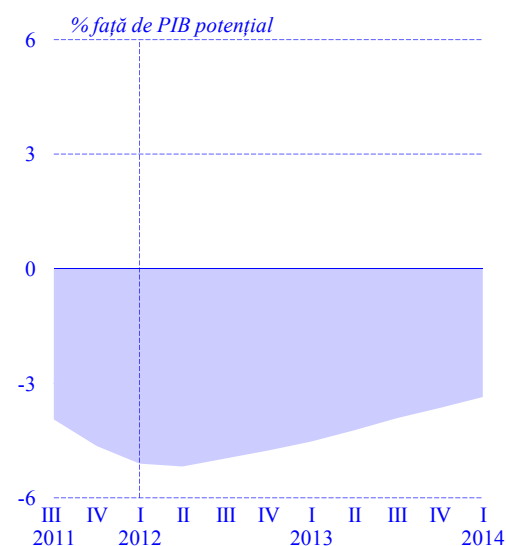
#### Inflația anuală a prețurilor combustibililor\*



\*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

#### Deviația PIB

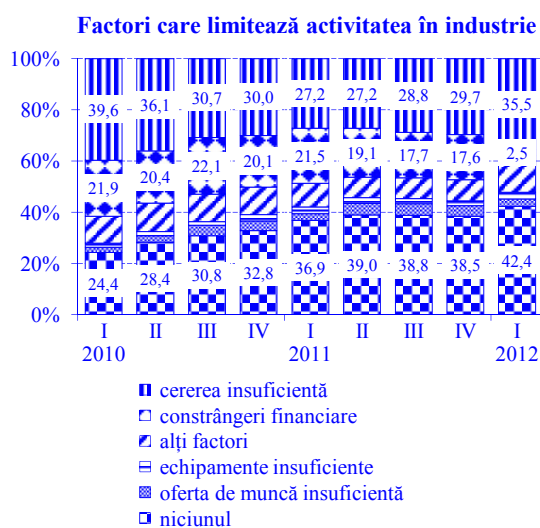


Sursa: INS, proiecție BNR

din trimestrul I 2012 este preconizată a se menține la o valoare pozitivă, înregistrând însă o decelerare substanțială față de trimestrul precedent.

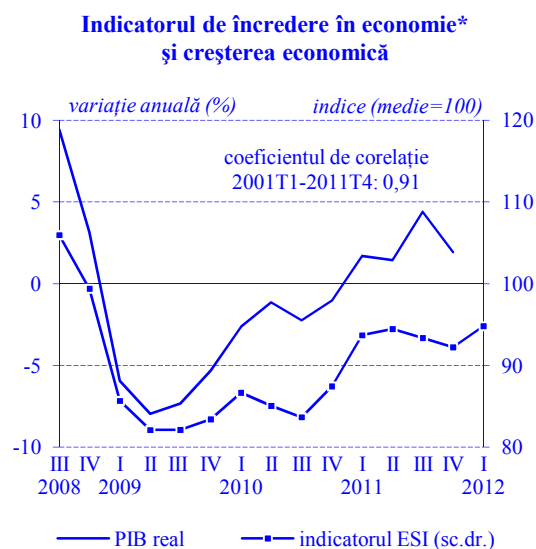
În cadrul rundei actuale de proiecție, în condițiile unui an agricol excepțional și ale unor evoluții pozitive ale investițiilor, PIB potențial este evaluat a fi în ușoară redresare pe parcursul anului 2011, dinamica acestuia fiind însă net inferioară celei înregistrate în perioada anterioară declanșării crizei economice. Ipotezele aferente scenariului de bază pentru anii 2012 și 2013 presupun o stabilizare a nivelului forței de muncă și o evoluție pozitivă a investițiilor cu efect de creștere a stocului de capital. Cu toate acestea, în ipoteza unui aport mai redus al productivității totale a factorilor (pe seama revenirii sectorului agricol la un potențial productiv mediu) dinamica PIB potențial pentru orizontul de prognoză este evaluată a fi ușor inferioară celei din anul 2011.

Deficitul de cerere din trimestrul I 2012 este evaluat în relativă accentuare față de trimestrul anterior, indicând, *ceteris paribus*, creșterea presiunilor dezinflaționiste provenite din partea cererii agregate.



Sursa: CE-DG ECFIN

La adâncirea relativă a deficitului de cerere au avut o contribuție substanțială slăbirea cererii externe și accentuarea caracterului restrictiv al politicii fiscale (aproximată prin intermediul impulsului fiscal). Pe de altă parte, cursul real de schimb a continuat să aibă o acțiune stimulatorie asupra cererii agregate prin intermediul canalului exporturilor nete, atenuând parțial impactul deficitului de cerere al partenerilor comerciali. De asemenea, față de runda de proiecție anterioară, deficitul de cerere din trimestrul IV 2011 a fost reevaluat în creștere, aceasta fiind o consecință a revizuirii seriei istorice a PIB real de către INS în martie 2012<sup>11</sup>, precum și a realizării unei rate negative de creștere pentru trimestrul IV 2011, ceea ce a infirmat prognoza pe termen scurt de creștere economică pozitivă.



\*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Indicatorii corelați cu poziția ciclică oferă semnale mixte în privința dinamicii deviației PIB. Evoluțiile nefavorabile din industrie sugerează o adâncire a deficitului de cerere: în lunile ianuarie și februarie, comparativ cu media trimestrului IV 2011, dinamica producției industriale a devenit negativă (-0,9 la sută), iar gradul de utilizare a capacităților de producție<sup>12</sup> a continuat să scadă în trimestrul I 2012, pornind însă de la niveluri relativ înalte în cursul anului 2011. De asemenea, conform sondajului realizat de CE-DG ECFIN, ponderea respondenților care invocă factorul „cerere insuficientă” ca element de constrângere a activităților de

<sup>11</sup> Revizuirile negative cele mai importante au vizat trimestrele II și III 2011.

<sup>12</sup> Date ajustate sezonier, sondaj CE-DG ECFIN.

producție în industrie a înregistrat o creștere substanțială. Pe de altă parte, semnale pozitive care ar susține o reducere a deficitului de cerere vin din partea creșterii gradului de încredere în economie, măsurat prin intermediul indicatorului ESI, și din partea reducerii ratei șomajului BIM până la 7,1 la sută în februarie.

Pe intervalul de prognoză, comparativ cu Raportul asupra inflației din februarie 2012, deficitul de cerere este relativ mai pronunțat, indicând, în termeni comparativi, presiuni dezinflaționiste mai ample asupra inflației de bază CORE2 ajustat. Reevaluarea deficitului de cerere la valori mai ridicate a fost determinată de revizuirea datelor istorice de PIB de către INS și realizarea în trimestrul IV 2011 a unei valori mai mici decât cea anticipată anterior. În sensul adâncirii deficitului de cerere față de traiectoria publicată anterior acționează, în prima parte a intervalului de prognoză, accentuarea caracterului restrictiv al politicii fiscale, precum și accentuarea contribuției negative a *gap*-ului cererii externe, pe întreg intervalul de prognoză. În sensul reducerii deficitului de cerere prognozat acționează condițiile monetare reale în sens larg, al căror impact stimulativ este însă mai puțin pronunțat comparativ cu runda anterioară de proiecție.

### Componentele cererii agregate

Pentru trimestrul I 2012 se anticipează o ușoară creștere trimestrială a consumului final efectiv al gospodăriilor, de o magnitudine inferioară celei din trimestrul anterior. Încetinirea ritmului de creștere a consumului final efectiv al gospodăriilor este susținută de diminuarea în termeni reali a salariului net (-3,1 la sută în ianuarie și februarie față de media trimestrului precedent) și de reducerea puternică a volumului cifrei de afaceri pentru serviciile de piață prestate populației (-12,0 la sută în ianuarie și februarie față de media trimestrului anterior). Menținerea unei evoluții pozitive este marcată de dinamica favorabilă a volumului cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul excluzând autovehiculele (+0,5 la sută în ianuarie și februarie față de media trimestrului precedent) și de îmbunătățirea considerabilă a indicatorului de încredere a consumatorilor (cu 4,2 puncte față de trimestrul IV 2011). Consumul public este preconizat să își continue dinamica negativă și în trimestrul I 2012, însă într-un ritm atenuat comparativ cu trimestrul anterior. Evoluția consumului public este în concordanță cu îndeplinirea angajamentului autorităților de a atinge ținta de deficit bugetar de 1,9 la sută din PIB (metodologie *cash*) în 2012 agreată cu CE, FMI și Banca Mondială. Conform ultimelor date anunțate de MFP, deficitul bugetului general consolidat cumulat în perioada ianuarie-martie 2012 a fost de 0,56 la sută din PIB.



În anul curent și cu precădere pe parcursul celui viitor, consumul individual al gospodăriilor populației este preconizat a avea o evoluție favorabilă, reflectând, în principal, majorarea anticipată a dinamicii venitului disponibil. La acest orizont, odată cu refacerea treptată a activității economice interne, se așteaptă o majorare moderată a dinamicii salariale din sectorul privat<sup>13</sup>, precum și consolidarea creșterii gradului de ocupare a forței de muncă din acest sector. În condițiile menținerii preconizate a ratei inflației IPC în apropierea valorilor centrale ale țintei de inflație în cei doi ani, creșterile salariale nominale sunt de așteptat să conducă inclusiv la o dinamizare a venitului real disponibil al gospodăriilor populației. În sensul susținerii consumului gospodăriilor este de așteptat să acționeze și continuarea tendinței de diminuare a costurilor finanțării bancare, deși standardele și termenii creditării aplicate populației de către instituțiile financiare sunt anticipate a se relaxa doar gradual. Evoluția proiectată a consumului colectiv efectiv al administrațiilor publice va continua să fie marcată de măsurile de consolidare fiscală necesare atingerii țintelor de deficit bugetar agreate cu UE, FMI și Banca Mondială pentru sfârșitul anilor 2012 și 2013, anticipându-se reducerea sa în anul curent și revenirea pe parcursul anului viitor.

Formarea brută de capital fix este prognozată să crească în trimestrul I 2012, însă cu o rată mai mică față de cea înregistrată în trimestrul anterior. Această temperare a evoluției formării brute de capital fix este susținută atât de decelerarea dinamicii componentei construcțiilor (volumul construcțiilor noi a crescut cu 5,3 la sută în ianuarie și februarie față de media trimestrului anterior, după o creștere trimestrială de 12,3 la sută în trimestrul IV 2011), cât și a componentei investițiilor în utilaje (producția bunurilor de capital a crescut cu 1,5 la sută în ianuarie și februarie față de media trimestrului anterior, după o majorare trimestrială de 1,8 la sută în trimestrul IV 2011).

Decelerarea în ultimul trimestru al anului precedent a dinamicii cererii interne, în paralel cu atenuarea în același interval a ratei trimestriale de creștere a exporturilor sunt prognozate a continua și în trimestrul I 2012, urmând să exercite un impact restrictiv asupra producției interne, cu consecința unei încetiniri a dinamicii pozitive a formării brute de capital fix în prima parte a intervalului de proiecție. Cu toate acestea, pe fondul unei îmbunătățiri programate a capacității de atragere a fondurilor europene de postaderare<sup>14</sup> se anticipează înregistrarea cu precădere pe termen

<sup>13</sup> Anticipată a fi susținută de menținerea dinamicii anuale a productivității muncii la valori pozitive, ceea ce este de așteptat să determine creșteri moderate ale costurilor unitare salariale la ritmuri anuale apropiate de valorile proiectate ale ratei inflației.

<sup>14</sup> Prioritizarea proiectelor de investiții, prin favorizarea celor profitabile și cu șanse sporite de a fi finanțate în următorii 3-5 ani, reprezintă unul dintre angajamentele asumate de către guvern față de UE, FMI și Banca Mondială.

mediu a unei dinamici mai alerte a formării brute de capital fix comparativ cu cea a consumului final.

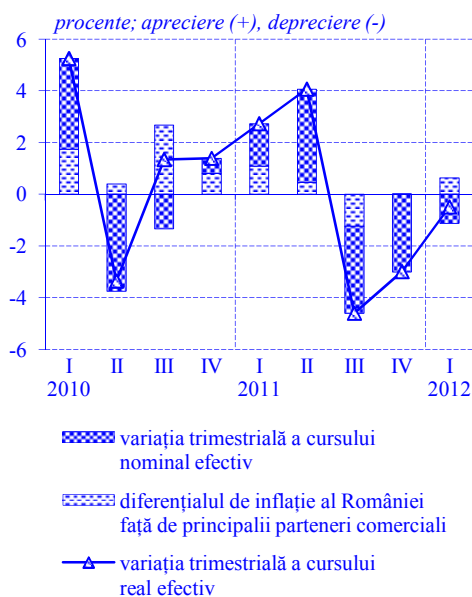
Exporturile sunt anticipate a se reduce în trimestrul I 2012 față de trimestrul anterior, această dinamică fiind sugerată în principal de contracția cererii din partea partenerilor comerciali externi. Datele parțiale aferente trimestrului I 2012 din balanța de plăți<sup>15</sup> susțin ipoteza unei evoluții mai puțin favorabile a exporturilor, indicând o creștere de doar 0,1 la sută în ianuarie și februarie față de media trimestrului anterior. În ipoteza unei decelerări a dinamicii pozitive a consumului privat și a unei reduceri a cererii pentru producția exportată, volumul importurilor este anticipat să stagneze față de trimestrul anterior. Datele parțiale privind importurile de bunuri și servicii din balanța de plăți (creștere de 2,9 la sută în lunile ianuarie și februarie față de media trimestrului IV 2011, posibil reflectând și condițiile climatice dificile ale lunilor respective) nu confirmă însă evoluția anticipată a importurilor din conturile naționale, indicând un grad ridicat de incertitudine al proiecției pe termen scurt a acestora.

Pe fondul încetinirii preconizate a activității economice din zona euro, scenariul de bază previzionează pentru anul curent o decelerare substanțială a dinamicii pozitive a exporturilor comparativ cu anul precedent, determinând astfel și o diminuare a volumului importului de completare. Cu toate acestea, sub impulsul favorabil al revigorării anticipate a cererii interne se așteaptă ca importurile să consemneze o dinamică ușor superioară celei a exporturilor în anul curent. Pentru anul viitor, exporturile reale sunt anticipate să își accelereze dinamica pozitivă sub influența favorabilă a refacerii activității economice din zona euro, contribuind, alături de cererea internă, la dinamizarea importurilor reale, însă într-o măsură mai mică decât cea a exporturilor. Preconizarea, însă, a unei creșteri mai semnificative a prețurilor de import comparativ cu cele de export<sup>16</sup> face ca deficitul proiectat de cont curent (exprimat ca pondere în PIB nominal) să înregistreze o majorare moderată până la sfârșitul anului următor, de natură a nu induce presiuni inflaționiste din partea cursului de schimb al monedei naționale.

<sup>15</sup> Pentru calculul ratelor de creștere a importurilor și a exporturilor din raportarea balanței de plăți, au fost utilizate date nominale exprimate în euro, ajustate sezonier.

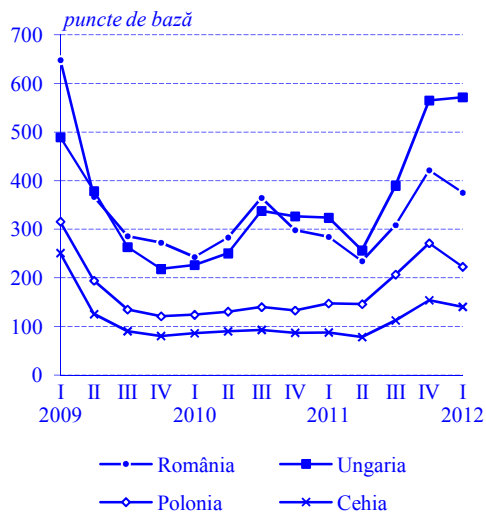
<sup>16</sup> Majorările recente ale prețurilor materiilor prime exprimate în euro pe piețele internaționale și deprecierea preconizată a euro față de moneda americană pe parcursul intervalului de referință al proiecției vor exercita presiuni în sensul creșterii îndeosebi asupra deflatorului importurilor în următoarele trimestre. Deflatorul exporturilor va cunoaște doar presiuni limitate din partea costurilor unitare reale cu forța de muncă din sectorul privat, prognozate să înregistreze ritmuri de creștere reduse pe parcursul intervalului de prognoză.

### Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



Sursa: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics, BNR, calcule BNR

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



Sursa: Bloomberg

## 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 nebankari, și al cursului real de schimb asupra cererii agregate viitoare. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin intermediul efectului de avuție și bilanț<sup>17</sup>.

Pe parcursul trimestrului I 2012, ratele nominale ale dobânzilor în lei, practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebankari<sup>18</sup> au scăzut atât în cazul creditelor, cât și al depozitelor. În condițiile menținerii aproximativ constante a anticipațiilor inflaționiste, reducerea ratelor nominale a fost transmisă ratelor reale. Pe ansamblu, poziționarea ratelor reale ale dobânzilor din trimestrul I 2012 față de nivelul de echilibru pe termen mediu indică diminuarea caracterului ușor restrictiv al dobânzilor instituțiilor de credit asupra activității economice viitoare.

În trimestrul I 2012, deprecierea moderată în termeni reali a leului<sup>19</sup> indică o îmbunătățire marginală a competitivității prin preț a exporturilor românești și menținerea un efect stimulativ asupra cererii agregate viitoare. Sensul acestei evoluții este dat de deprecierea nominală a monedei naționale, atenuată de diferențialul de inflație față de partenerii comerciali. În contextul modificării din perioada recentă a aversiunii față de risc a investitorilor internaționali, moneda națională înregistrează în trimestrul I o depreciere trimestrială (deși într-o măsură semnificativ mai redusă comparativ cu trimestrul anterior), atât față de euro, cât și față de dolarul SUA, aceasta fiind un posibil efect al diminuării volumului fluxurilor de capital orientate către România. Spre deosebire de impulsul stimulativ transmis prin canalul exporturilor nete, cursul de schimb induce, prin intermediul efectului de avuție și bilanț, un efect ușor restrictiv asupra activității economice viitoare.

Potrivit evaluării BNR, ansamblul condițiilor monetare reale din trimestrul I 2012 exercită o influență stimulativă în creștere asupra activității economice viitoare, sensul acestei influențe fiind determinat de poziționarea față de nivelul de echilibru a cursului real efectiv. Aceasta determină un efect stimulativ provenit din

<sup>17</sup> Efectul de avuție și de bilanț al cursului de schimb se manifestă prin modificarea alocării resurselor disponibile, pe de o parte, consumului și investițiilor, iar pe de altă parte acordării, respectiv rambursării creditelor în valută.

<sup>18</sup> 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.

<sup>19</sup> Cursul de schimb în raport cu care se realizează analiza este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

partea cursului real de schimb prin canalul exportului net, contrabalansat parțial de efectul ușor restrictiv al dobânzilor la credite și de cel al cursului de schimb prin intermediul efectului de avuție și bilanț.

Pe intervalul de prognoză, similar runde anterioare de proiecție, caracterul stimulatv al ansamblului condițiilor monetare reale în sens larg la adresa activității economice se datorează, cu precădere, impactului stimulatv al cursului de schimb real efectiv la adresa exporturilor nete. Traectoria proiectată a ratei dobânzii de politică monetară este consistentă cu menținerea unui ansamblu al condițiilor monetare reale în sens larg adecvat consolidării ratei inflației în interiorul intervalului de variație din jurul țintei și, prin aceasta, asigurării premiselor necesare obținerii unei creșteri economice sustenabile<sup>20</sup>. În aceste condiții, impactul cumulat al deviațiilor de la trenduri ale ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele denominate în lei este preconizat a exercita un efect stimulatv la adresa cererii agregate, pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză.

Efectul de avuție și bilanț va exercita o influență restrictivă în primele trimestre de prognoză, ca urmare a efectelor propagate ale recente crize a datoriilor suverane asupra percepției de risc a investitorilor. În a doua parte a intervalului de proiecție, în ipoteza realizării unor corecții semnificative ale dezechilibrelor macroeconomice care au afectat economia zonei euro în perioadele recente, anticipate a determina inclusiv îmbunătățirea percepției de risc a investitorilor față de plasamentele în active denominate în lei, se preconizează că efectele de avuție și bilanț ale cursului de schimb vor exercita o influență stimulatv la adresa activității economice.

#### 1.4. Riscuri asociate proiecției

În runda curentă de prognoză, balanța riscurilor la adresa ratei inflației IPC este înclinată în sensul abaterii în sus față de traectoria proiectată în scenariul de bază într-o măsură mai ridicată decât în Raportul asupra inflației din februarie.

În privința mediului extern, sunt preocupante atât evoluția activității economice din zona euro, cât și dinamica pe termen scurt și mediu a percepției investitorilor asupra conjuncturii economice regionale și/sau globale. Evoluții diferite de coordonatele utilizate în scenariul de bază ale factorilor menționați ar putea influența activitatea economică internă atât în mod direct, cât și indirect, prin impactul propagat al unei posibile volatilități a fluxurilor de capital destinate

<sup>20</sup> Inclusiv printr-o consolidare sustenabilă a procesului de creditare a economiei reale.

țării emergente. Pe plan intern, asimetria balanței riscurilor este asociată posibilității unei conduite a politicii fiscale și a implementării reformelor structurale diferite față de angajamentele asumate în acordurile încheiate cu Uniunea Europeană, FMI și Banca Mondială, în condițiile calendarului electoral încărcat din anul curent.

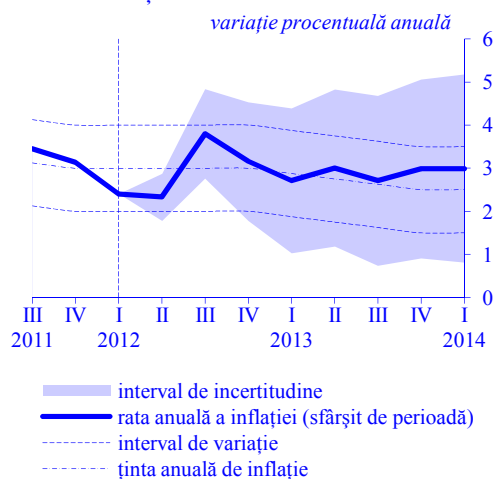
Amplificarea volatilității fluxurilor de capital adresate noilor state membre ale Uniunii Europene ar putea fi indusă atât de o eventuală intensificare a incertitudinii cu privire la succesul măsurilor de consolidare fiscală din statele membre ale zonei euro afectate de criza datoriilor suverane, cât și de deciziile de finanțare a filialelor și sucursalelor luate de unele grupuri bancare din zona euro, inclusiv pe fondul continuării procesului de dezintermediere financiară și al întăririi reglementărilor prudențiale privind capitalul.

Creșterea volatilității fluxurilor de capital ar putea duce la deprecierea monedelor naționale – cu impact nefavorabil asupra ratei inflației, creșterea costurilor finanțării și reducerea creditării, cu un efect negativ asupra creșterii economice. În plus, o eventuală evoluție sub așteptări a economiei zonei euro poate duce la înrăutățirea sentimentului investitorilor cu privire la plasamentele în țările emergente, dar și la scăderea cererii externe pentru exporturile acestor țări, inclusiv cele ale României, cu efect nefavorabil asupra creșterii economice.

Similar evaluării din Raportul asupra inflației din februarie, evoluția prețului internațional al petrolului reprezintă un factor de risc important la adresa inflației. Acesta s-ar putea materializa în cazul acutizării crizei politice legate de programul nuclear din Iran ori a tensiunilor politice din alte țări producătoare de petrol (Sudan, Nigeria, Siria, Yemen) și în lipsa unor măsuri compensatorii din partea altor state producătoare/consumatoare de petrol. În această situație, cotația internațională a petrolului ar putea înregistra creșteri semnificative cu impact nefavorabil asupra inflației interne a combustibililor și, în raport cu magnitudinea șocurilor adverse, inclusiv asupra așteptărilor privind inflația ale agenților economici.

Pe plan intern, principalele riscuri provin din partea politicii fiscale, evoluției prețurilor volatile ale alimentelor și a prețurilor administrate. Deși datele publicate pentru anul 2011 indică respectarea țintei de deficit bugetar asumate prin acordurile convenite cu UE, FMI și Banca Mondială, în contextul calendarului electoral încărcat din perioada de referință, nu este exclusă posibilitatea unor derapaje ale conduitei politicii fiscale și ale implementării reformelor structurale de la țintele asumate în continuare. O eventuală deteriorare a soldului bugetului de stat ar putea atrage, pe fondul îngrijorărilor privind disponibilitatea

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



Notă: Intervalul de incertitudine este calculat pe baza erorilor de prognoză ale proiecțiilor BNR din intervalul 2005-2011.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

și/sau costul surselor de finanțare ale acestuia, creșterea aversiunii la risc a investitorilor și reducerea intrărilor de capital cu consecințe similare celor menționate anterior în contextul scenariului privind volatilitatea fluxurilor de capital.

Evoluția prețurilor volatile ale alimentelor este grevată de incertitudinile inerente legate de condițiile meteorologice care vor prevala pe parcursul intervalului de proiecție și care influențează oferta de produse agricole. În privința evoluției prețurilor administrate, pentru liberalizarea pieței energiei electrice la consumatorii industriali și casnici a fost întocmit un calendar orientativ<sup>21</sup>. Deși acesta prevede pentru fiecare an ponderea din energia electrică care urmează a fi furnizată consumatorilor de pe piața concurențială, incertitudini persistă în ceea ce privește impactul liberalizării asupra evoluției prețurilor<sup>22</sup>. De asemenea, nu este disponibil un calendar al etapelor viitoare de parcurs cu privire la liberalizarea pieței gazelor naturale. În consecință, riscuri relativ echilibrate de abatere a evoluției prețurilor administrate de la traiectoria acestora din scenariul de bază al proiecției se mențin și în runda curentă.

## 2. Evaluarea de politică monetară

Conform previziunilor băncii centrale, dezinflația s-a accelerat pe parcursul primului trimestru al anului 2012, ritmul acesteia fiind însă ușor mai lent decât se anticipase. Rata anuală a inflației a scăzut de la 3,14 la sută la finele anului 2011 la 2,4 la sută în luna martie 2012, coborând astfel, începând cu luna ianuarie, în jumătatea inferioară a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație stabilite pentru sfârșitul anului (3 la sută  $\pm 1$  punct procentual). Accelerarea dezinflației a fost susținută de evoluția tuturor componentelor majore ale coșului de consum, dar mai ales de creșterea valorii negative a dinamicii anuale a prețurilor volatile<sup>23</sup> și de continuarea decelerării susținute a inflației de bază (CORE2 ajustat). Aceasta din urmă a reflectat, cu precădere, persistența deficitului amplu de cerere agregată, precum și continuarea ajustării descendente, deși ușor mai lentă, a așteptărilor inflaționiste, în contextul menținerii conduitei prudente a politicii monetare.

Beneficiind din nou de o asemenea premisă favorabilă, precum și de revizuirii moderate în ambele sensuri ale ipotezelor ei principale,

<sup>21</sup> Acest calendar face parte din proiectul Legii energiei care a fost aprobată de guvern și urmează a fi dezbătută în Parlament.

<sup>22</sup> În plus, alți factori precum schemele de certificate verzi, certificatele de emisii de CO<sub>2</sub> și bonusul pentru producția energetică în cogenerare pot contribui la majorarea prețului energiei electrice.

<sup>23</sup> Această componentă a indicelui prețurilor de consum include prețurile din categoria „legume, fructe, ouă” și prețul combustibililor.

dar și de un efect marginal al majorării preconizate a salariilor din sectorul public, proiecția actualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu relevă o perspectivă a inflației similară celei din scenariul de bază al precedentului exercițiu de prognoză. Prin urmare, se consolidează previziunile privind menținerea ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație din jurul punctelor centrale ale țintelor de inflație<sup>24</sup>, de-a lungul întregului orizont de prognoză, precum și plasarea acesteia la finele anilor 2012 și 2013 la nivelurile de 3,2 la sută și, respectiv, de 3 la sută. Totodată, se reconfirmă perspectiva corectării rapide a creșterii pronunțate – spre valori situate marginal sub limita superioară a intervalului de variație – pe care rata anuală a inflației o va consemna în trimestrul III ca urmare a manifestării tranzitorii în acest interval a efectelor de bază nefavorabile asociate evoluției prețurilor volatile ale produselor alimentare.

În condițiile în care impactul inflaționist așteptat al viitoarelor șocuri adverse pe partea ofertei<sup>25</sup> a fost revizuit în sens ascendent, reconfirmarea perspectivei favorabile a inflației are ca resort continuarea ameliorării comportamentului ratei anuale prognozate a inflației de bază (CORE2 ajustat), noua traiectorie a acesteia coborând în a doua parte a orizontului de prognoză pe un palier inferior celui relevat în cadrul exercițiului anterior de proiecție. În actualul context, ameliorarea reflectă într-o mai mică măsură prelungirea corecției descrescătoare a așteptărilor inflaționiste, cât mai ales intensificarea comparativ cu exercițiul anterior de prognoză a presiunilor dezinflaționiste anticipate a fi exercitate de cererea agregată de-a lungul întregului orizont de prognoză, decurgând din creșterea valorilor previzionate ale *gap*-ului negativ al PIB. Reevaluarea ascendentă a deficitului de cerere se datorează cu precădere revizuirii în sens opus a datelor istorice ale PIB, dar și a previziunilor privind dinamica acestuia în anul 2012, ca urmare a încorporării efectelor adverse exercitate asupra activității economice de condițiile meteorologice nefavorabile prevalente la mijlocul primului trimestru, precum și a influenței rectificării la valori mai joase a creșterii economice a zonei euro prognozate pentru anul 2012.

Reconfirmarea perspectivei ameliorate a inflației nu este însoțită de o schimbare sensibilă a caracteristicilor balanței riscurilor ce îi este asociată, aceasta menținându-și, cel puțin pe termen scurt, asimetria nefavorabilă. Un rol important în acest ansamblu continuă să-l dețină riscurile generate de mediul extern, care, cu toate că s-au atenuat ușor – în condițiile relativei calmării, cel puțin

<sup>24</sup> Ținta de inflație stabilită pentru sfârșitul anului 2012 este de 3 la sută  $\pm 1$  punct procentual; începând cu anul 2013, ținta de inflație este staționară, ea fiind stabilită la nivelul de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual.

<sup>25</sup> Acestea includ, în principal, ajustări de prețuri administrate, creșteri ale prețurilor volatile și majorări ale prețului produselor din tutun.

temporare, a tensiunilor de pe piețele financiare internaționale în comparație cu situația de la sfârșitul anului anterior<sup>26</sup> –, rămân semnificative, date fiind persistența incertitudinilor privind evoluția crizei datoriilor suverane, respectiv impactul ei asupra economiilor/sistemelor bancare din zona euro, și recunoscuta volatilitate înaltă a aversiunii față de risc a investitorilor. Pe termen scurt, balanța riscurilor în ambele sensuri induse de mediul extern la adresa traiectoriei prognozate a ratei anuale a inflației continuă să fie dominată de riscurile inflaționiste, în timp ce pe orizontul mai îndepărtat al proiecției se prefigurează o relativă echilibrare a raportului.

Astfel, o eventuală prelungire a crizei sau o continuare a escaladării acesteia ar putea induce, pe de o parte, efecte inflaționiste suplimentare în economia națională prin intermediul unei deprecieri mai accentuate a leului, în condițiile probabilei creșteri a aversiunii investitorilor față de monedele din regiune și ale reorientării implicite a capitalului străin spre investiții în instrumente de datorie suverană emise de unele țări dezvoltate. Efectele ar putea fi amplificate de o eventuală restrângere de durată a accesului băncilor și companiilor locale la finanțarea externă, pe fondul 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, însă, este de așteptat ca influența cursului de schimb să fie atenuată pe termen scurt și contrabalansată pe termen mediu de intensificarea presiunilor dezinflaționiste ale cererii agregate, în condițiile în care creșterea economiei românești ar fi semnificativ frânată, în contextul agravării crizei, de foarte probabila prelungire a recesiunii/trenare a redresării economiei zonei euro. Efectele contracționiste ale acestora ar fi resimțite atât de exporturile românești, cât și de componentele cererii interne, mai cu seamă de investițiile private, care ar fi afectate prioritar de continuarea erodării încrederii, creșterea serviciului datoriei denominate în valută suportat de companii/populație, precum și de restrângerea accesibilității/scumpirea finanțării interne și externe a agenților economici. Cea din urmă influență ar putea fi agravată de eventuala intensificare dezordonată a dezintermedierii financiare în zona euro și/sau de eventuala accentuare a preocupării unor instituții de credit locale legate de posibilitatea reducerii semnificative a expunerii băncilor-mamă pe piețele financiare ale țărilor-gază.

<sup>26</sup> Ca urmare a măsurilor de soluționare a crizei datoriilor suverane adoptate în ultimele luni de autoritățile din zona euro, incluzând măsurile de austeritate fiscală implementate în cele mai vulnerabile state.



Deteriorarea mediului extern ar putea exercita efecte adverse și asupra execuției bugetului general consolidat, producerea unui eventual derapaj al politicii fiscale, pe acest fond, putând induce riscuri suplimentare la adresa comportamentului cursului de schimb al leului, implicit la adresa perspectivei pe termen scurt a inflației. Chiar și în ipoteza cvasistabilizării economiilor și pieței financiare din zona euro, asemenea riscuri ar putea fi generate de incertitudinile mai ridicate asociate de regulă, în contextul unui an electoral, perspectivei politicii fiscale. 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, FMI și Banca Mondială, sunt esențiale pentru prevenirea creșterii primei de risc suveran, implicit pentru consolidarea ratelor joase ale inflației și redresarea pe baze sustenabile a economiei românești.

O categorie de riscuri având ca sursă mediul extern, a cărei relevanță din perspectiva comportamentului viitor al inflației este sporită de actualul context, este cea a prețurilor internaționale ale materiilor prime agricole și energetice, incluzând prețul petrolului. Astfel, comparativ cu precedentă evaluare, balanța acestora pare să sufere pe termen scurt o relativă deteriorare, atribuibilă în principal prelungirii tensiunilor geopolitice în anumite zone ale lumii și menținerii incertitudinii privind rezolvarea acestora, dar și oportunităților de arbitrajare pe piața unor materii prime, inclusiv agricole, pe care le-ar putea oferi eventuala apariție a unor blocaje în oferta de asemenea bunuri, coroborată cu lichiditatea abundentă existentă în sistemele bancare ca urmare a injecțiilor efectuate de marile bănci centrale.

În schimb, potențialele riscuri la adresa perspectivei pe termen scurt a inflației induse de factorii interni, precum evoluția curentă și viitoare a producției agricole – în principal a celei de legume și fructe – și ajustările de prețuri administrate, se mențin deocamdată într-un relativ echilibru. Pe termen mediu, este însă de așteptat ca riscurile inflaționiste asociate celui din urmă factor – inclusiv cel de generare a unor efecte secundare – să redevină dominante, dată fiind perspectiva creșterii frecvenței/amplitudinii ajustării unor prețuri administrate în contextul liberalizării graduale a acestora<sup>27</sup>, 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.

---

<sup>27</sup> În luna martie 2012, guvernul a aprobat proiectul de Lege privind energia electrică și organizarea și funcționarea Autorității Naționale de Reglementare în Domeniul Energiei, care include un calendar de eliminare treptată a tarifelor reglementate la energia electrică pentru consumatorii industriali (2012-2014) și pentru consumatorii casnici (2013-2017), proiectul urmând a fi dezbătut și aprobat de Parlament. Un calendar similar urmează a fi propus pentru eliminarea tarifelor reglementate la gazele naturale.

Perspectiva plasării ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație din jurul punctului central al țintei de inflație, reconfirmată de prognoza actualizată, este marcată pe termen scurt de fluctuații semnificative ale apetitului pentru risc al investitorilor. Acestea sunt corelate cu modificările așteptărilor privind creșterea economică pe plan internațional și efectele exercitate asupra economiilor din Europa Centrală și de Est de începerea procesului de reducere a expunerilor de către unele instituții de credit din UE, care, conjugate cu evoluțiile interne în context electoral, pot amplifica volatilitatea mișcărilor de capital. Considerând că existența acestor riscuri și incertitudini impune păstrarea unei atitudini prudente a ansamblului condițiilor monetare în vederea ancorării eficiente a anticipațiilor și asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 2 mai 2012 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,25 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât gestionarea adecvată a lichidității din sistemul bancar, precum și păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

