



**BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI**

**RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI**  
**august 2012**

Anul VIII, nr. 29  
Serie nouă



**Banca Națională a României**

# **RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI**

**August 2012**

**Anul VIII, nr. 29**

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

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

*Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 2 august 2012 și include informațiile disponibile până la data de 25 iulie 2012.*

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

## Lista abrevierilor

<b>AIE</b>	Administrația pentru Informații privind Energia (din cadrul Departamentului Energiei al SUA)
<b>ACIS</b>	Autoritatea pentru Coordonarea Instrumentelor Structurale
<b>AMIGO</b>	ancheta asupra forței de muncă în gospodării
<b>ANOFM</b>	Agencia Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
<b>BCE</b>	Banca Centrală Europeană
<b>BIM</b>	Biroul Internațional al Muncii
<b>CE</b>	Comisia Europeană
<b>CNP</b>	Comisia Națională de Prognoză
<b>COICOP</b>	clasificarea consumului individual pe destinații
<b>CRB</b>	Centrala Riscurilor Bancare
<b>DAE</b>	dobânda anuală efectivă
<b>DG ECFIN</b>	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
<b>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>12</b>
<b>II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE .....</b>	<b>15</b>
<b>1. Cererea și oferta .....</b>	<b>15</b>
1.1. Cererea.....	15
1.2. Oferta.....	19
<b>2. Piața muncii.....</b>	<b>20</b>
<b>3. Prețurile de import și prețurile de producție.....</b>	<b>21</b>
<b>III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE .....</b>	<b>24</b>
<b>1. Politica monetară .....</b>	<b>24</b>
<b>2. Piețe financiare și evoluții monetare .....</b>	<b>27</b>
2.1. Ratele dobânzilor.....	28
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital .....	30
2.3. Moneda și creditul .....	31
<b>IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI.....</b>	<b>34</b>
<b>1. Scenariul de bază .....</b>	<b>36</b>
1.1. Ipoteze externe.....	36
1.2. Perspectivele inflației .....	38
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție .....	40
1.4. Riscuri asociate proiecției.....	46
<b>2. Evaluarea de politică monetară .....</b>	<b>47</b>



### *Evoluția inflației și cauzele acesteia*

Rata anuală a inflației IPC a înregistrat valori istorice minime, de 1,8 la sută, în lunile aprilie și mai 2012. La sfârșitul trimestrului II, rata inflației s-a situat la nivelul limitei inferioare, de 2 la sută, a intervalului-țintă stabilit pentru anul curent, coborând cu 0,4 puncte procentuale sub nivelul atins la finele trimestrului I. Valoarea înregistrată în luna iunie se plasează cu 0,3 puncte procentuale sub cea prognozată în Raportul asupra inflației din luna mai 2012.

Determinante pentru reducerea inflației anuale în trimestrul II față de cel anterior au fost decelerările semnificative ale creșterilor prețurilor administrate, ale produselor din tutun și combustibililor. În cazul celor din urmă, efectul favorabil al scăderii semnificative a cotațiilor internaționale ale țiteiului a depășit influența de sens contrar a deprecierei monedei naționale față de dolarul SUA din cursul trimestrului II. Amploarea procesului dezinflaționist a fost afectată și de contribuția dinamicii prețurilor volatile ale mărfurilor alimentare (LFO<sup>1</sup>). Dinamica anuală a acestora a continuat să înregistreze valori negative, însă semnificativ mai reduse în luna iunie comparativ cu precedentele cinci luni, semnalând tranziția efectului statistic de bază de la influența favorabilă exercitată în prima jumătate a anului la influența de sens contrar anticipată deja de prognozele BNR a se manifesta temporar în trimestrul III 2012.

În cursul trimestrului II 2012, rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat<sup>2</sup> s-a menținut relativ constantă la valori marginal superioare celei de 2 la sută înregistrate în luna martie, situându-se la sfârșitul perioadei la nivelul de 2,1 la sută. Ușoara accentuare în perioada de referință a abaterii negative a PIB de la nivelul potențial a acționat în sensul sporirii presiunilor dezinflaționiste. Acest efect a fost însă contracarat de influența nefavorabilă a deprecierei leului în raport cu euro și dolarul SUA asupra prețurilor bunurilor din import. Anticipațiile privind inflația au continuat să manifeste o relativă inerție în trimestrul II. O explicație probabilă constă în faptul că ajustarea descendentă în concordanță cu evoluția observată a inflației IPC, indusă de componenta adaptivă a așteptărilor, a fost neutralizată de componenta prospectivă a acestora, care a înglobat informațiile noi furnizate prin publicarea calendarelor de liberalizare a prețurilor energiei electrice și gazelor naturale, precum și de evoluția recentă a cursului de schimb al monedei naționale.

Ritmul anual de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă în industrie s-a menținut semnificativ în perioada aprilie-mai 2012, acesta fiind atribuibil în principal dinamicii negative a productivității muncii. Evoluțiile manifestate recent în alte sectoare ale economiei fac probabilă înregistrarea în trimestrul II a unei creșteri a costurilor unitare cu salariile și pe ansamblul economiei. Evitarea generării unor presiuni din partea costurilor – în scopul conservării perspectivelor favorabile ale inflației, precum și al menținerii celorlalte echilibre macroeconomice – ar presupune corelarea adecvată în perioadele următoare a creșterii salariilor cu cea a productivității muncii.

---

<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.



Plasarea ratei anuale a inflației IPC la sfârșitul trimestrului II cu 0,3 puncte procentuale sub nivelul prognozat în luna mai se datorează unor creșteri inferioare celor anticipate în cazul componentelor prețuri administrate, LFO și combustibili. Aceste abateri favorabile au fost parțial compensate de cea de sens contrar a dinamicii ratei inflației CORE2 ajustat, determinată de evoluții mai puțin favorabile decât cele prevăzute ale prețurilor de import și ale anticipațiilor privind inflația.

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

În ședința din 2 mai 2012, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,25 la sută pe an. Prognoza macroeconomică actualizată prevedea plasarea ratei anuale a inflației în intervalul de variație din jurul țintei pe tot parcursul perioadei de proiecție. Riscurile de abatere în sus a ratei inflației de la traiectoria din scenariul de bază au fost însă evaluate a fi semnificative, în special pe termen scurt, justificând decizia de întrerupere a ciclului de scădere a ratei dobânzii de politică monetară. Posibilitatea evoluțiilor nefavorabile era dată de fluctuațiile apetitului pentru risc al investitorilor, cu potențial de amplificare a volatilității mișcărilor de capital. Sursa acestor fluctuații era reprezentată de incertitudinile legate, pe de o parte, de perspectivele creșterii economice pe plan mondial și de efectele asupra economiilor Europei Centrale și de Est ale unui proces incipient de reducere a expunerilor de către unele instituții de credit din Uniunea Europeană și, pe de altă parte, de evoluțiile macroeconomice interne marcate de contextul electoral.

Ulterior deciziei de politică monetară de la începutul lunii mai, rata anuală a inflației și-a continuat tendința descendentă, atingând minimul istoric de 1,8 la sută la sfârșitul lunii, iar creșterea modestă a consumului privat și a investițiilor sugera persistența deficitului de cerere. În același timp, contextul extern a continuat să fie tensionat și volatil, înrăutățirea percepției investitorilor la nivel global reflectându-se într-o volatilitate sporită a fluxurilor de capital, cu impact asupra evoluției cursurilor de schimb din țările central și est-europene, inclusiv asupra cursului leului. Conjunctura externă adversă, suprapusă evoluțiilor interne asociate anului electoral, menținea astfel o balanță nefavorabilă a riscurilor asociate perspectivei inflației, impunând păstrarea în continuare a unei conduite prudente a politicii monetare pentru ancorarea eficace a anticipațiilor inflaționiste, asigurarea stabilității prețurilor și a stabilității financiare. Ca urmare, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 27 iunie 2012 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,25 la sută pe an.

### ***Perspectivile inflației***

Similar rundelor anterioare, prognoza prevede 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 pofida anticipării revenirii, începând din trimestrul II 2012, a ratei trimestriale de creștere a PIB la valori pozitive și chiar a unei ușoare dinamizări ulterioare a acesteia, creșterea economică în termeni anuali a PIB este preconizată să înregistreze în 2012 valori inferioare celor din anul anterior. Pierderea de ritm a exporturilor nete, anticipată în precedentul Raport asupra inflației, este corelată cu revizuirile descendente ale perspectivei creșterii economice în țările partenere. Dinamica mai redusă a exporturilor nete a fost confirmată de datele publicate de INS pentru trimestrul I 2012 și urmează, conform proiecției BNR, să aibă o contribuție relativ scăzută la dinamica activității economice interne și pe parcursul trimestrelor următoare. În aceste condiții, creșterea economică din anul curent se anticipează a fi susținută cu precădere de cererea internă

de consum și investiții. Pentru 2013 însă, se prevede o accelerare a dinamicii PIB, impulsionată atât de expansiunea cererii interne, cât și de redresarea cererii externe. Aceasta din urmă este anticipată a fi potențată, pe parcursul anului viitor, de o dinamică relativ favorabilă a costurilor unitare reale cu forța de muncă, în principal ca urmare a consolidării proiectate a productivității muncii în teritoriul valorilor pozitive pentru ansamblul economiei naționale. Ponderea în PIB nominal a deficitului de cont curent al balanței de plăți este anticipată a se menține pe parcursul intervalului de proiecție la valori apropiate celei de la finele anului 2011, evoluție de natură a nu induce presiuni semnificative asupra cursului de schimb al monedei naționale. Deficitul de cerere a fost revizuit pe cvasitotalitatea intervalului de referință la valori care implică presiuni dezinflaționiste relativ mai puțin accentuate decât în runda anterioară de prognoză. Totuși, intensitatea acestora este prevăzută a nu se abate semnificativ de la valorile proiectate anterior, ceea ce implică și pentru runda curentă menținerea nivelului PIB sub cel potențial la orizontul proiecției.

Scenariul de bază al proiecției curente reconfirmă valorile prevăzute pentru ratele anuale ale inflației IPC la finele anilor 2012 și 2013 în Rapoartele asupra inflației din lunile februarie și mai 2012: 3,2 la sută și, respectiv, 3 la sută.

Pe întreaga perioadă de referință, rata anuală a inflației IPC este prevăzută a rămâne în interiorul intervalului de variație din jurul țintelor centrale, situându-se în cea mai mare parte a timpului la valori apropiate de 3 la sută. Abateri semnificative de la acest nivel sunt anticipate a fi, în principal, rezultatul unor efecte statistice de bază, având, astfel, un caracter temporar. În scenariul de bază aceste efecte contribuie la plasarea ratei anuale a inflației IPC<sup>3</sup> la un nivel maxim pentru perioada de referință în trimestrul III 2012 (3,5 la sută) și la unul minim în trimestrul I 2013 (2,6 la sută), precum și la o creștere la 3,4 la sută în trimestrul II 2014, reversibilă după acest orizont. Pentru rata anuală a inflației CORE2 ajustat se prevede o ușoară majorare temporară în a doua jumătate a anului curent, urmată de coborârea la niveluri situate sub 2 la sută cu începere din trimestrul II 2013.

Reconfirmarea prognozelor anterioare pentru rata inflației de sfârșit de an în 2012 și 2013 a avut loc în condițiile reevaluării unora dintre contribuțiile componentelor coșului de consum, cu efect net de compensare reciprocă. Pentru finele anului curent, contribuția mai puțin favorabilă comparativ cu runda precedentă a dinamicii indicelui CORE2 ajustat este contrabalansată de influența de sens contrar a evoluției anticipate a prețurilor alimentare volatile și a prețurilor combustibililor. Pentru anul 2013, prognoza inflației CORE2 ajustat este revizuită în jos, evoluție contracarată la nivelul ansamblului prețurilor de consum de influența preconizată a grupeii produselor din tutun.

Revizuirea în sus a dinamicii proiectate pentru anul în curs a inflației CORE2 ajustat este determinată în principal de efectul advers exercitat asupra prețurilor bunurilor din import de tendința recentă de depreciere a monedei naționale. Scenariul de bază este construit pe ipoteza unei ameliorări graduale a crizei datoriilor suverane din zona euro și a condițiilor pe piețele financiare internaționale, precum și a disipării tensiunilor politice interne. Ca urmare, se prevede epuizarea treptată a presiunilor cursului de schimb asupra prețurilor bunurilor din import și, pe această cale, revizuirea în jos a proiecției ratei anuale a inflației CORE2 ajustat pentru sfârșitul anului 2013. Anticipațiile privind inflația au fost marginal revizuite în sus pe întregul interval de referință, în contextul evoluției recente a cursului de schimb al leului și al publicării unor

<sup>3</sup> La sfârșit de trimestru.

calendarare oficiale de eliminare a prețurilor reglementate ale energiei electrice și gazelor naturale. Intensitatea presiunilor dezinflaționiste exercitate de deficitul de cerere este anticipată a fi similară celei proiectate în runda anterioară în anul curent și ușor mai redusă în 2013.

Banca centrală va urmări în continuare cu consecvență consolidarea perspectivelor de menținere durabilă a ratei inflației în interiorul intervalului-țintă, contribuind prin aceasta la crearea premiselor necesare revenirii la o creștere sustenabilă a economiei naționale. Traiectoria ratei dobânzii de politică monetară și configurația întregului set al condițiilor monetare reale în sens larg vor fi calibrate în condițiile menținerii atitudinii prudente, în scopul prevenirii reinflamării anticipațiilor inflaționiste ca urmare a unor evoluții conjuncturale pe piețele financiare și a creșterilor temporare ale ratei anuale a inflației.

Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică o balanță înclinată sensibil mai mult decât în cazul rundelor anterioare în sensul unor abateri nefavorabile de la scenariul de bază. La dezechilibrul balanței riscurilor contribuie semnificativ atât factori externi, cât și interni.

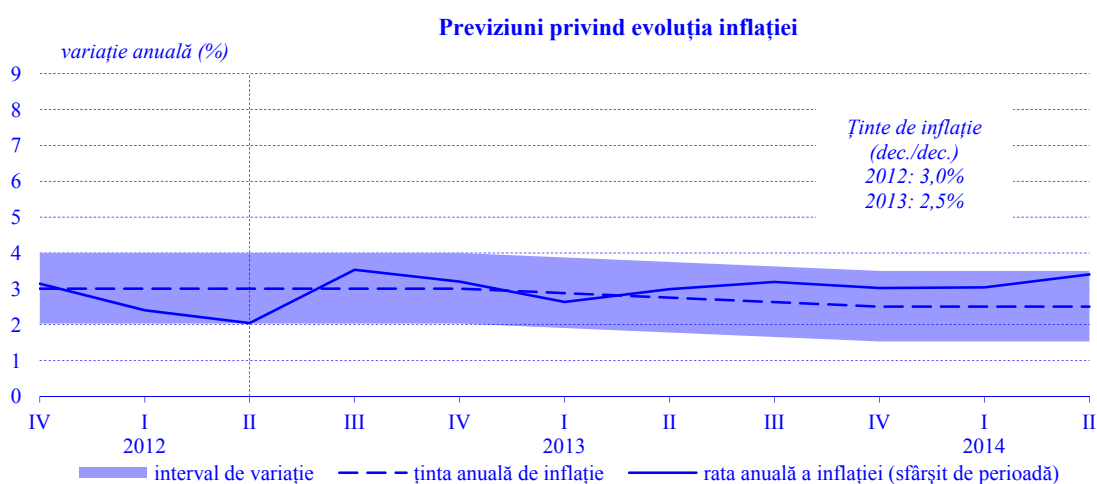
Pe plan extern, continua tensionare a situației economico-politice din Grecia și evoluțiile financiare din țări precum Spania și Italia sunt de natură a menține incertitudinile referitoare la soluționarea durabilă a crizei datoriilor suverane și la redresarea creșterii economice din zona euro. Principalele riscuri asociate evoluțiilor din această zonă continuă să fie, pentru economiile emergente din Uniunea Europeană, inclusiv pentru România, cele legate de diminuarea fluxurilor de capital necesare finanțării creșterii economice și de reducerea cererii pentru exporturile naționale. Materializarea oricăruia dintre acestea și, cu atât mai mult, manifestarea lor simultană ar fi de natură a induce presiuni substanțiale asupra cursului de schimb al leului, având drept consecință, în special pe termen scurt, abaterea în sus a ratei inflației de la traiectoria prevăzută în scenariul de bază. În același timp, prin majorarea costurilor și diminuarea resurselor de finanțare și/sau prin restrângerea cererii agregate, materializarea acestor riscuri ar întârzia redresarea sustenabilă a activității economice.

Pe plan intern, tensiunile politice accentuate ulterior publicării Raportului asupra inflației din luna mai au generat deja creșterea aversiunii investitorilor străini față de plasamentele în lei, inducând o tendință de depreciere a monedei naționale. Întârzierea atenuării, prevăzută în scenariul de bază, a acestor tensiuni constituie un factor major de risc la adresa proiecției ratei inflației. În plus, în contextul prelungirii calendarului electoral până aproape de finele anului curent, este de asemenea relevant riscul înregistrării unor derapaje în implementarea politicii fiscale și a setului de reforme structurale de la coordonatele asumate prin acordurile încheiate cu instituțiile internaționale.

Dinamica viitoare a prețurilor materiilor prime reprezintă un important factor de risc generat de manifestarea unor tendințe incipiente pe piețele externe și pe cea internă. Astfel, în cazul persistenței condițiilor climaterice nefavorabile din perioadele recente, riscuri semnificative sunt asociate continuării majorării cotațiilor externe ale materiilor prime agricole de import, precum și a prețurilor interne ale alimentelor, în condițiile obținerii unei recolte agricole mai slabe pe anumite segmente decât cea preconizată în scenariul de bază. În plus, dinamica prețurilor materiilor prime ar putea fi accelerată suplimentar de impactul unei deprecieri mai accentuate a leului în raport cu dolarul SUA, în eventualitatea unei evoluții mai puțin favorabile a cursului EUR-USD asociate problemelor economice și financiare din zona euro.

În runda curentă de prognoză, gradul de incertitudine referitor la dinamica prețurilor administrate în perioada de referință este mai redus decât în rundele anterioare de prognoză datorită publicării recente de către Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei (ANRE) a unor calendare pentru eliminarea prețurilor reglementate la gaze naturale și energie electrică. Riscurile asociate evoluțiilor viitoare ale prețurilor administrate sunt evaluate a fi simetric distribuite în raport cu traiectoria prevăzută în 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.

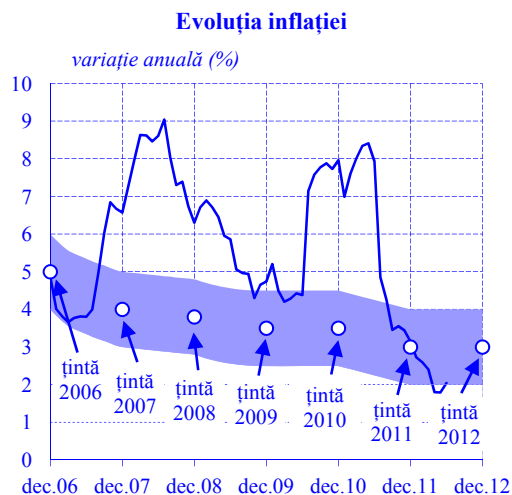
Sursa: INS, proiecție BNR

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

Perspectiva menținerii 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 o accentuare sensibilă a riscurilor asimetrice asociate, în condițiile în care sporirea aversiunii față de risc pe plan global suprapusă unei prelungiri a tensiunilor politice interne poate antrena ieșiri nete suplimentare de capital, cu impact nefavorabil asupra cursului de schimb al leului.

Considerând că înrăutățirea balanței riscurilor la adresa perspectivei inflației impune păstrarea unei atitudini prudente a politicii monetare în vederea ancorării eficace a anticipațiilor inflaționiste și asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 2 august 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.

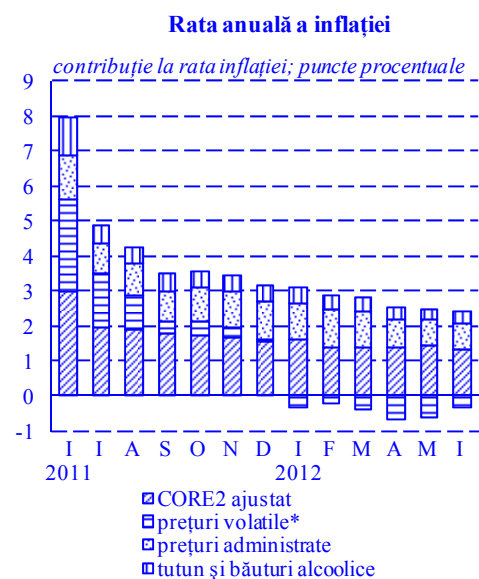
## I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI



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

Sursa: INS, calcule BNR

Pe parcursul trimestrului II 2012, rata anuală a inflației a coborât temporar sub limita inferioară a intervalului de variație de  $\pm 1$  punct procentual din jurul țintei anuale de 3 la sută, revenind în interiorul acestuia la finele perioadei analizate (2,04 la sută, în scădere cu 0,36 puncte procentuale față de luna martie 2012). Dincolo de efectul statistic de bază care a generat deflație pe segmentul prețurilor volatile alimentare, valorile reduse ale inflației IPC s-au datorat unor factori interni și externi de natura ofertei (scăderea prețurilor externe ale unor materii prime și bunuri de consum, revenirea la parametri normali a activității de aprovizionare cu legume și fructe, ajustări minore ale prețurilor administrate), precum și persistenței deficitului semnificativ de cerere. Acesta din urmă a contribuit în continuare la înregistrarea unor valori ale inflației de bază CORE2 ajustat apropiate de nivelul de 2 la sută, constituind principala contrapondere la efectele nefavorabile asociate deprecierei monedei naționale și majorării costurilor unitare cu forța de muncă.



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

Sursa: INS, calcule BNR

Dinamica anuală a prețurilor volatile a evoluat în continuare în teritoriu negativ, însă și-a inversat tendința descendentă în cursul intervalului analizat, astfel încât la finele acestuia s-a situat la -1,9 la sută, cu 0,5 puncte procentuale peste nivelul din luna martie 2012. Atât deflația în termeni anuali a prețurilor volatile, cât și atenuarea acesteia s-au datorat subgrupeii „legume, fructe, ouă”, puternic marcată de efecte statistice<sup>1</sup>. Din perspectiva evoluțiilor curente ale prețurilor volatile alimentare, s-a consemnat o ameliorare, odată cu disiparea impactului condițiilor meteorologice adverse din trimestrul anterior asupra ofertei interne și a celui aferent implementării directivei europene referitoare la condițiile de creștere a păsărilor. O atenuare a presiunilor inflaționiste a fost vizibilă și în cazul prețurilor combustibililor, influența detensionării treptate a piețelor internaționale ale petrolului<sup>2</sup> fiind însă parțial contracarată de deprecierea semnificativă a monedei naționale față de dolarul SUA (7,1 la sută în iunie față de martie, medie lunară).

<sup>1</sup> Atingerea unui nivel maxim al prețurilor în luna mai 2011 și începerea procesului de corecție a acestora ulterior au condus la înregistrarea unui punct minim al ratei anuale de -16,4 la sută în mai 2012.

<sup>2</sup> Prețul țițeiului Brent a coborât la 96,4 dolari SUA/baril în luna iunie, de la 124,5 dolari SUA/baril în luna martie 2012, în contextul deteriorării perspectivelor de creștere economică la nivel mondial și al majorării producției de țiței.

Prețurile administrate au reprezentat, de această dată, componenta IPC cu cea mai importantă contribuție la susținerea dezinflației, spre deosebire de intervalele precedente, când acest rol a revenit prețurilor volatile. Ritmul anual de creștere a prețurilor administrate s-a temperat cu 1,6 puncte procentuale în trimestrul II 2012, datorită ajustărilor minore din această perioadă (variație cumulată de 0,12 la sută), dar mai ales unui efect de bază favorabil, generat de majorarea cu 5 la sută a tarifului energiei electrice în luna aprilie 2011.

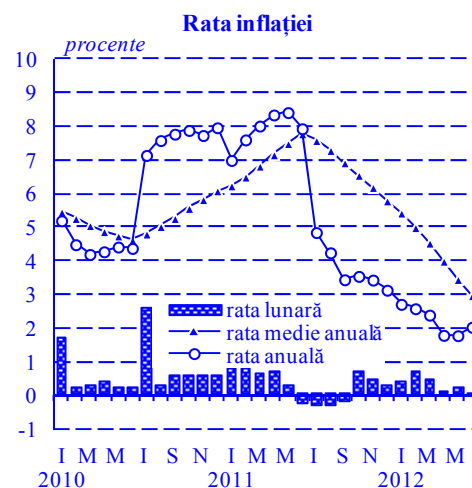
O situație similară a fost observată și în cazul prețurilor produselor din tutun, care s-au majorat cu 2 la sută în trimestrul II 2011, dar au rămas practic nemodificate în intervalul analizat, ceea ce a determinat o reducere a dinamicii anuale cu 2 puncte procentuale.

Având în vedere existența unui calendar multianual de creștere a nivelului accizelor aplicate produselor din tutun, relevantă pentru analiza inflației din perspectiva sferei de influență a politicii monetare rămâne măsura CORE2 ajustat. La sfârșitul trimestrului II 2012, rata anuală de creștere a acestei măsuri a inflației de bază s-a situat la un nivel similar celui înregistrat în luna martie 2012 (2,1 la sută), ca rezultat conjugat al dezinflației vizibile pe segmentul mărfurilor alimentare, al stagnării dinamicii subgrupei mărfurilor nealimentare și al accelerării de ritm consemnate de prețurile serviciilor libere.

În contextul persistenței unui deficit semnificativ al cererii agregate, cu impact inhibitor asupra dinamicii prețurilor mărfurilor și serviciilor deopotrivă, diferențele de evoluție ale celor trei subgrupe sunt explicate de intensificarea concurenței în sectorul de *retail*, prin extinderea agresivă a unor lanțuri de supermarketuri și hipermarketuri, dar și de gradul diferit de sensibilitate la mișcările cursului de schimb<sup>3</sup>, cel mai ridicat fiind asociat prețurilor serviciilor. În cazul mărfurilor, o influență favorabilă suplimentară a derivat din stabilizarea/scăderea prețurilor externe ale materiilor prime alimentare și ale bunurilor prelucrate<sup>4</sup>, în timp ce creșterea costurilor unitare cu forța de muncă, observată în majoritatea ramurilor producătoare de bunuri de consum (cu excepția industriei alimentare), a acționat în sens contrar.

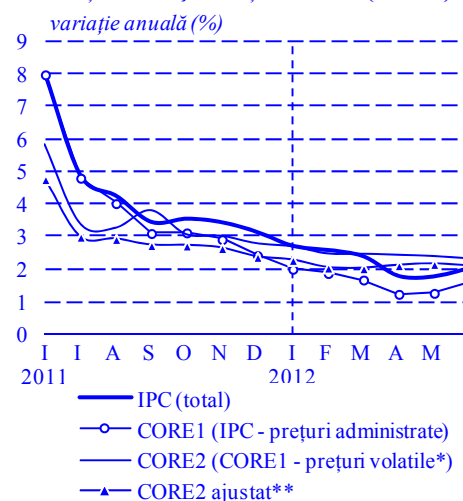
<sup>3</sup> Deprecierea monedei naționale față de euro până la 6 la sută în termeni anuali în luna iunie 2012 (comparativ cu -4,6 la sută în martie 2012).

<sup>4</sup> Aproximate prin prețurile producătorilor industriali de bunuri de consum din UE-15 pentru piața externă.



Sursa: INS

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

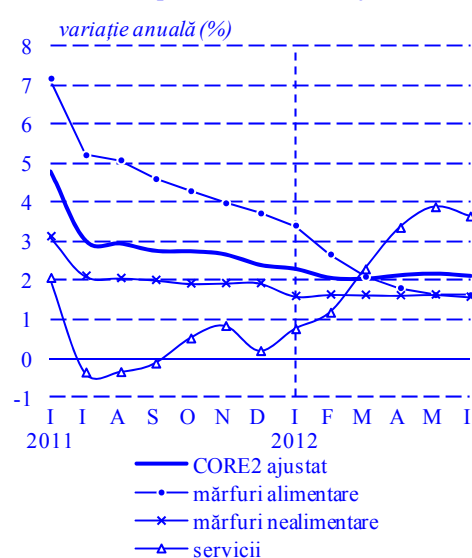


\*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

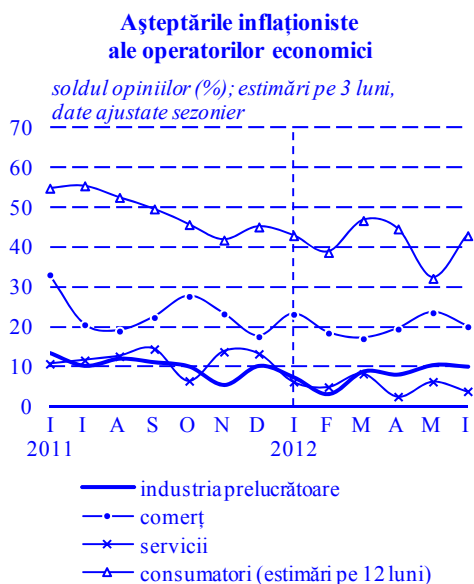
\*\*\*) se elimină grupele: tutun și băuturi alcoolice

Sursa: INS

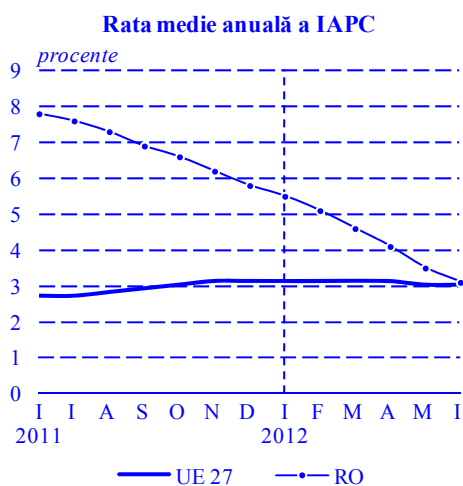
### Componentele CORE2 ajustat



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: CE-DG ECFIN



Sursa: Eurostat

Anticipațiile inflaționiste au avut un caracter neomogen, ameliorarea observată în cazul consumatorilor neregăsindu-se la nivelul companiilor (decât pe segmentul serviciilor) sau al analiștilor financiari. Așteptările managerilor din industria prelucrătoare, construcții și *retail* s-au deteriorat ușor în perioada analizată comparativ cu cele din trimestrul I 2012, posibile explicații fiind asociate publicării calendarului de liberalizare a prețurilor energiei electrice și gazelor naturale, precum și evoluției recente a cursului de schimb.

Din perspectiva criteriului privind rata inflației prevăzut de Tratatul de la Maastricht, rata medie anuală a IAPC s-a apropiat în luna iunie 2012 la 0,1 puncte procentuale de acesta, datorită atingerii unor noi valori minime pe plan intern (3,1 la sută). De asemenea, ecartul față de inflația medie din Uniunea Europeană s-a îngustat până la 0,1 puncte procentuale.

În luna iunie 2012, rata anuală efectivă a inflației a fost inferioară cu 0,3 puncte procentuale proiecției prezentate în Raportul asupra inflației din luna mai. Deviația față de prognoză a fost determinată, în principal, de corecțiile peste așteptări consemnate de prețurile produselor volatile alimentare, precum și de ajustări ale prețurilor administrate de amplitudine mai redusă comparativ cu cele prognozate.

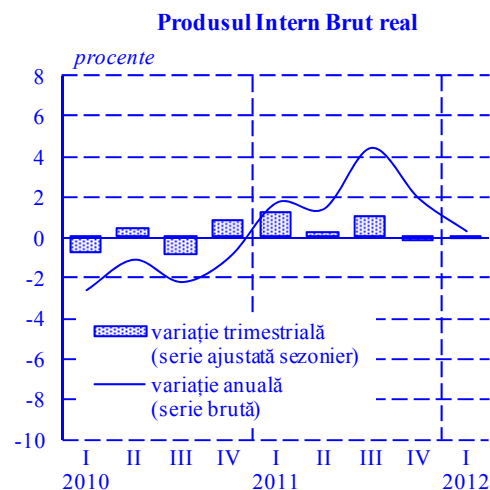
## II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

### 1. Cererea și oferta

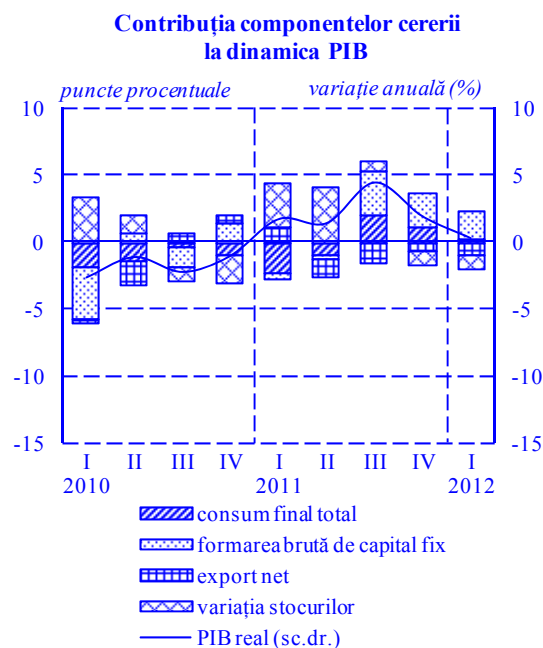
În trimestrul I 2012, PIB real<sup>1</sup> a înregistrat o nouă contracție în termeni trimestriali (cu 0,1 la sută). Evoluția, combinată cu efectul de bază imprimat de dinamizarea semnificativă a activității economice în trimestrul I 2011 (+1,2 la sută), a condus la încetinirea în continuare a ratei anuale de creștere a PIB real, până la +0,3 la sută.

Din perspectiva cererii, pierderea de ritm a fost indusă de atenuarea traiectoriei crescătoare a consumului final, precum și de accentuarea contribuției negative a exportului net de bunuri și servicii, aceste influențe fiind estompate însă de intensificarea dinamicii pozitive a cererii de investiții.

În ceea ce privește evoluția trimestrială a PIB real, rezultatele înregistrate la nivelul principalelor componente ale cererii au fost inferioare celor aferente ultimelor trei luni ale anului anterior – rata de creștere a cererii de consum și-a inversat semnul (-0,2 la sută, față de +0,6 la sută în trimestrul IV 2011), formarea brută de capital fix și-a temperat avansul (+1,4 la sută), iar suportul conferit cererii agregate de exportul net de bunuri și servicii s-a restrâns, în condițiile în care efectul stimulat indus de dinamizarea exporturilor (de la +0,3 la +1 la sută) a fost anihilat de diminuarea vitezei de scădere a importurilor (până la -0,4 la sută). În consecință, ritmul cumulat de creștere a pozițiilor cu semnificație economică s-a redus la jumătate față de intervalul precedent, dar a rămas pozitiv (+1,2 la sută). Menționăm însă faptul că acuratețea repartizării PIB pe elemente de cerere trebuie în continuare privită cu prudență, având în vedere rolul semnificativ al pozițiilor reziduale („variația stocurilor” și „discrepanța statistică”) în explicarea variației PIB real – la nivelul trimestrului I 2012, contracția economică de 0,1 la sută a fost practic determinată de aceste poziții (cu o contribuție de -1,3 puncte procentuale).



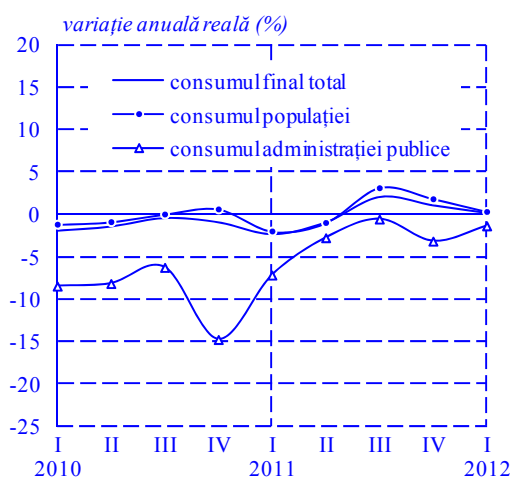
Sursa: INS



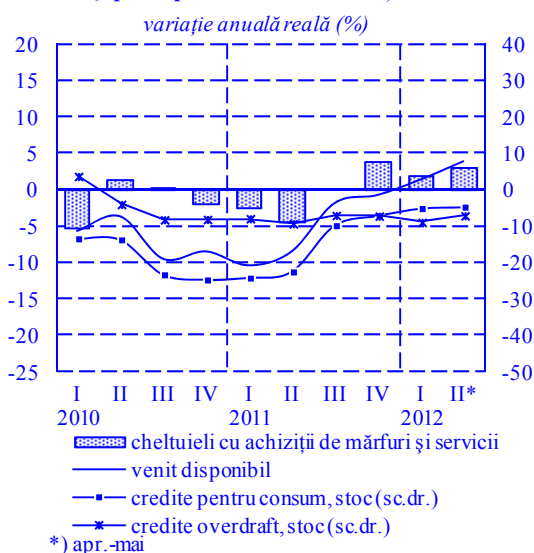
Sursa: INS, calcule BNR

<sup>1</sup> Analiza evoluției PIB și a componentelor acestuia se bazează pe cea de a doua versiune provizorie a datelor de conturi naționale, publicată de INS pe data de 4 iulie 2012. În absența unei mențiuni explicite, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum, determinate pe baza seriilor de date neajustate. Evoluțiile curente indică modificări față de trimestrul anterior și sunt calculate prin utilizarea seriilor ajustate sezonier.

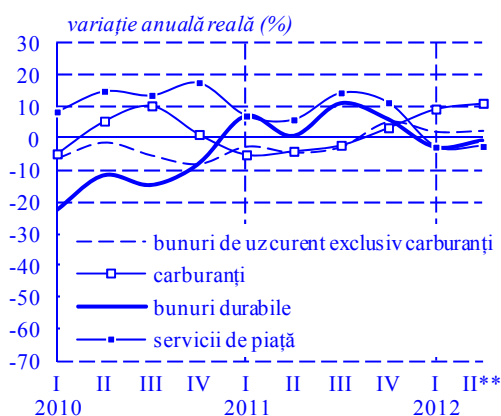


**Consumul final efectiv**

Sursa: INS

**Consumul populației și principalele surse de finanțare**

Sursa: INS, MFP, calcule BNR

**Achiziții de mărfuri și servicii\***

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

\*\*) apr.-mai

Sursa: INS, calcule BNR

**1.1. Cererea**

Consumul final al populației și-a temperat semnificativ rata anuală de creștere comparativ cu ultimul trimestru al anului anterior (de la +1,8 la +0,3 la sută), contribuția dominantă revenind decelerării de ritm observate în cazul achizițiilor de mărfuri și servicii<sup>2</sup>. Analiza în structură relevă faptul că menținerea pe trend ascendent a vânzărilor de bunuri de uz curent – stimulate în continuare de extinderea rețelei de hiper/supermarketuri, de magazine de tip discount, precum și a magazinelor specializate, concomitent cu promovarea pe scară largă a unor produse mai ieftine, de tipul mărcilor private – a fost parțial contrabalansată de inversarea dinamicii anuale corespunzătoare comerțului cu bunuri de folosință îndelungată și serviciilor de piață.

Din perspectiva canalelor de finanțare a cererii de consum, în trimestrul I 2012 s-a observat o ușoară ameliorare a resurselor financiare proprii, sugerată de creșterea (deși fragilă) a venitului disponibil real al populației<sup>3</sup> (cu aproximativ 1 la sută în termeni anuali), după 11 trimestre de declin. Totuși, nu poate fi ignorat faptul că acest plus de venituri a fost parțial direcționat către produse de economisire, având în vedere intensificarea ratei anuale de creștere a stocului de depozite la termen, în lei și în valută, constituite de populație (până la +7,7 la sută, variație reală). Pe partea surselor împrumutate, fluxul de credite de consum nou acordate populației s-a diminuat în trimestrul I, traiectorie corelată, de altfel, cu restrângerea achizițiilor pe segmentele auto și IT&C.

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 nu indică presiuni din partea cererii, dinamizarea produsă în trimestrul I, localizată preponderent la nivelul comerțului alimentar (+3,2 la sută comparativ cu +0,3 la sută în perioada precedentă, variații trimestriale), având conotație conjuncturală (fenomenul de stocare manifestat pe fondul înrăutățirii severe a condițiilor meteorologice).

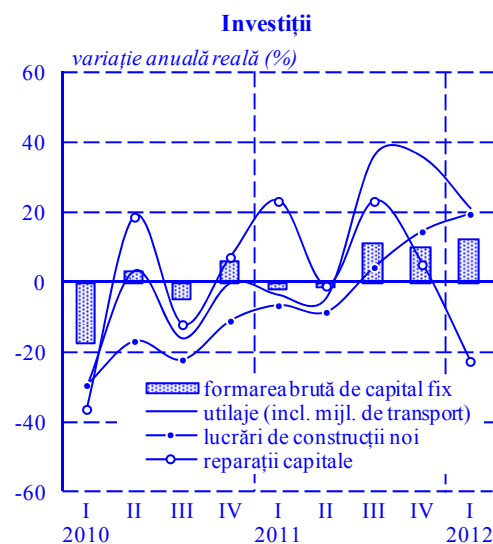
Consumul final guvernamental a consemnat o nouă scădere în termeni anuali – cu 1,4 la sută.

<sup>2</sup> Concluzia este sugerată de evoluția volumului cifrei de afaceri aferente comerțului cu amănuntul și serviciilor de piață prestate populației.

<sup>3</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.

În trimestrul I 2012, bugetul general consolidat a înregistrat un deficit de 3 388 milioane lei<sup>4</sup> (echivalent cu 0,6 la sută din PIB<sup>5</sup>), nivelul acestuia fiind inferior atât celui consemnat în perioada similară a anului anterior (5 190 milioane lei, echivalentul a 0,9 la sută din PIB), cât și celui din trimestrul IV 2011. Ameliorarea execuției bugetare în raport cu precedentul trimestru s-a datorat amplificării decalajului favorabil dintre dinamica anuală a veniturilor (7,1 la sută, față de 0,2 la sută în precedentele trei luni) și cea a cheltuielilor bugetare<sup>6</sup> (2,3 la sută, comparativ cu -0,7 la sută în trimestrul IV 2011), susținută de intensificarea ritmurilor de creștere a încasărilor din impozitul pe profit<sup>7</sup> și din cel pe salarii și venit; efectul celei din urmă a fost doar în mică măsură atenuat de influența majorării în termeni relativi a transferurilor efectuate în contul proiectelor având finanțare din fonduri externe nerambursabile și a cheltuielilor de capital.

Formarea brută de capital fix a reprezentat în continuare componenta cea mai alertă a PIB, iar dinamica anuală aferentă trimestrului I a acumulat 1,9 puncte procentuale față de cea înregistrată în intervalul anterior (până la +12,2 la sută). Evoluții ascendente au fost înregistrate de majoritatea categoriilor de cheltuieli – lucrări de construcții noi, alte investiții<sup>8</sup> (pe aceste segmente s-au observat chiar intensificări de ritm, până la circa 19 și respectiv 15 la sută), dar și achiziții de utilaje (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții), în cazul cărora rata anuală de creștere s-a atenuat însă comparativ cu cea aferentă trimestrului IV 2011 (până la 20,8 la sută), temperări de ritm consemnându-se atât pe piața bunurilor de capital de fabricație autohtonă<sup>9</sup>, cât și pe partea importurilor<sup>10</sup>. Excepție au făcut lucrările de reparații capitale, care au înregistrat o inversare a traiectoriei (scădere de volum cu circa 22 la sută în termeni anuali).



Sursa: INS, calcule BNR

<sup>4</sup> Datele preliminare publicate de MFP relevă încadrarea deficitului bugetar în plafonul convenit cu FMI, în condițiile în care ținta de deficit stabilită pentru luna martie a fost ajustată cu diferența dintre cheltuielile de investiții efectuate în trimestrul I (7,3 miliarde lei) și nivelul programat al acestor cheltuieli (6,7 miliarde lei).

<sup>5</sup> Pentru analiză, au fost folosite datele operative publicate de MFP privind execuția bugetară aferentă lunii martie 2012.

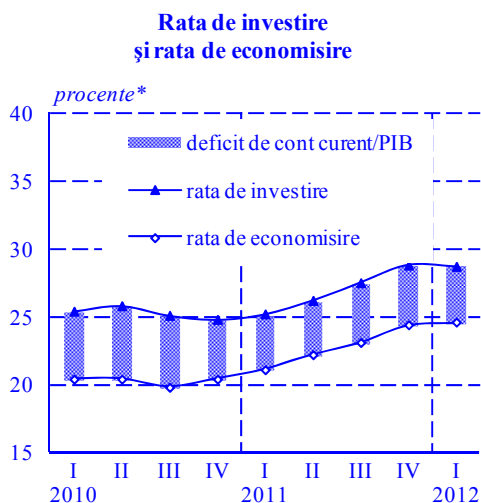
<sup>6</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmurile anuale de creștere exprimate în termeni reali.

<sup>7</sup> Inclusiv datorită efectului exercitat de devansarea termenului de plată a diferenței de impozit pe profit aferent anului 2011.

<sup>8</sup> În principal, cheltuieli de capital efectuate în agricultură și cheltuieli pentru serviciile asociate transferului de proprietate.

<sup>9</sup> Evoluția ofertei interne de bunuri este estimată pe baza volumului cifrei de afaceri aferente producției industriale pentru piața internă.

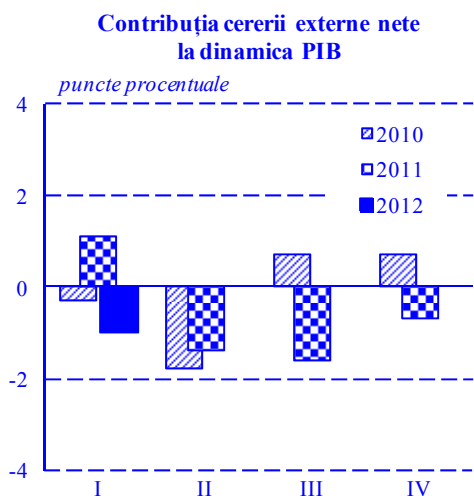
<sup>10</sup> Modificările volumului fizic al exporturilor și importurilor de bunuri au fost calculate pe baza datelor din balanța de plăți, deflate cu indicii valorii unitare în comerțul internațional. Pentru analiza în structură s-a utilizat Nomenclatorul Combinat.



\*) 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 brut și consumul final, raportată la PIB.

Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

Segmentul cu cele mai intense acumulări de bunuri de capital a fost sectorul bugetar – potrivit execuției bugetare, volumul investițiilor efectuate în trimestrul I 2012 a fost superior cu peste 40 la sută celui din intervalul corespunzător al anului precedent, pe fondul intensificării lucrărilor de construcții la rețeaua de drumuri naționale și autostrăzi. Pe o traiectorie ascendentă au continuat să se plaseze și investițiile populației; evoluția a fost susținută îndeosebi de resursele împrumutate (comparativ cu avansul înregistrat în trimestrul IV 2011, stocul creditelor pentru locuințe și-a dublat viteza de creștere, apropiindu-se de 11 la sută în termeni reali, contribuția determinantă revenind programului „Prima Casă”) și, în măsură mai mică, de veniturile proprii, a căror dinamică anuală, deși a devenit pozitivă, s-a situat aproape de zero. Sursele proprii nu au constituit principalul canal de stimulare a investițiilor nici în cazul sectorului corporatist, în condițiile în care valoarea adăugată brută aferentă activităților nebugetare s-a plasat, și în trimestrul I, la un nivel asemănător celui înregistrat în perioada similară din anul anterior. În schimb, apelul la resurse împrumutate s-a accentuat, fie în scopul achiziționării de echipamente, fie în scop imobiliar<sup>11</sup>. Fluxurile nete sub forma investițiilor directe ale nerezidenților (calculate ca valoare pe ultimele patru trimestre) au continuat să se restrângă (-18 la sută).

În ceea ce privește cererea externă, trimestrul I a marcat o inversare semnificativă de semn a dinamicii reale anuale aferente exporturilor de bunuri și servicii (de la +4 la sută la -2,2 la sută), o influență importantă fiind exercitată de condițiile climaterice deosebit de nefavorabile, care au determinat onorarea cu întârziere a comenzilor de către producătorii autohtoni. Rezultate inferioare intervalului anterior s-au înregistrat atât pe relația cu Uniunea Europeană, cât și pe segmentul extra-UE, ratele înalte de creștere consemnate în trimestrul IV (variații valorice de peste 9 la sută, respectiv de aproximativ 12 la sută) fiind urmate, în perioada analizată, de cvasistagnări pe ambele piețe. În plus, comerțul intracomunitar al României a fost afectat în continuare de decelerarea ritmului de creștere economică la nivelul UE. O inversare de semn a fost consemnată și de dinamica reală a importurilor de bunuri și servicii (de la +5,4 la sută la -0,3 la sută), pe fondul dependenței pronunțate a exporturilor de achizițiile din străinătate, dar și al contracției producției industriale destinate pieței interne (volumul cifrei de afaceri industriale pe acest segment s-a redus cu 3,5 la sută în termeni anuali). În consecință, cererea externă netă a continuat să erodeze creșterea economică (-1,0 puncte procentuale).

În structură, deteriorarea performanței exporturilor românești a fost imprimată în principal de două categorii de mărfuri – echipamente

<sup>11</sup> Calculele au la bază datele furnizate de Centrala Riscului de Credit.

electrice și combustibili –, al căror volum fizic<sup>10</sup> s-a redus semnificativ în termeni anuali (cu 16,5 și respectiv 23,3 la sută). Traiectoria descendentă a fost estompată de o nouă creștere a vânzărilor de mijloace de transport (cu aproape 9 la sută) și de accelerarea dinamicii livrărilor externe de produse alimentare, vegetale și animale (ritmuri anuale cuprinse între 11 și 33 la sută).

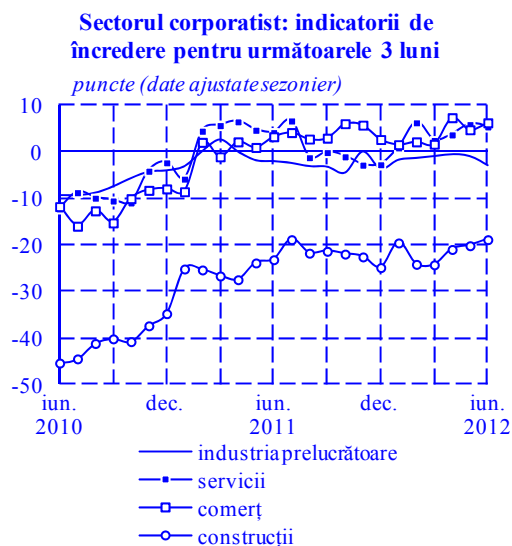
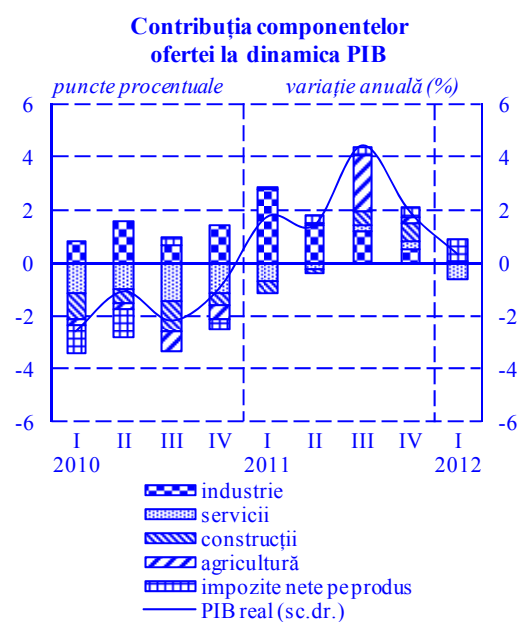
## 1.2. Oferta

Din perspectiva ofertei, aportul determinant (+0,8 puncte procentuale) la menținerea pe trend crescător a dinamicii anuale a PIB real a revenit intensificării ritmului de creștere a impozitelor nete pe produs (până la 6,1 la sută), rezultat care poate fi atribuit îmbunătățirii gradului de colectare a veniturilor fiscale. Pe ansamblu, contribuția ramurilor de activitate la creșterea economică a fost negativă, valoarea adăugată brută totală scăzând cu 0,6 la sută, în condițiile în care, cu excepția agriculturii (+4,0 la sută), toate sectoarele economice au înregistrat fie reduceri (industria și serviciile), fie stagnare (construcțiile).

Scăderea cu 0,2 la sută a VAB în industrie s-a datorat în principal segmentului „bunuri intermediare”, care a înregistrat o restrângere cu 6,9 la sută a volumului producției, pe fondul menținerii pe trend descrescător a volumului aferent portofoliului de comenzi adresate operatorilor industriali; ajustări de ofertă s-au observat atât pe piața autohtonă, cât și la export, evoluție sugerată de indicii de volum ai cifrei de afaceri aferente producției industriale destinate pieței interne și respectiv externe. O contracție a volumului producției s-a înregistrat și în cazul bunurilor de consum, însă declinul în termeni anuali s-a atenuat comparativ cu trimestrul IV 2011, pe seama dinamizării livrărilor la export. În ceea ce privește producția de bunuri energetice și de bunuri de capital (inclusiv mijloace de transport), ritmurile anuale au rămas pozitive, dar au slăbit în intensitate – în cazul bunurilor de capital, evoluția s-a produs pe seama contracției cu circa 9 la sută a cifrei de afaceri aferente exporturilor, în timp ce livrările pe piața internă au continuat să se extindă, avansul în trimestrul I depășind 8 la sută în termeni reali.

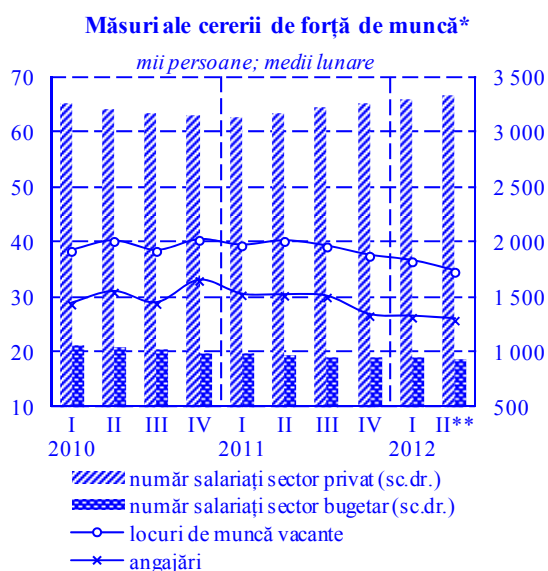
În construcții, VAB s-a plasat la nivelul din trimestrul I 2011, în condițiile în care rezultatele negative înregistrate pe segmentul rezidențial (scădere a volumului lucrărilor cu 28,1 la sută în trimestrul I, după creșterea cu 30,1 la sută din intervalul precedent) și pe cel nerezidențial (accentuare a pantei descrescătoare a activității, de la -2,7 la sută la -8,2 la sută) au fost contrabalansate de triplarea dinamicii anuale reale a lucrărilor de construcții ingineresti (până la +19,7 la sută).

VAB aferentă serviciilor s-a redus cu 1,3 la sută, aportul acestui sector la dinamica PIB real deteriorându-se, astfel, până la -0,6 puncte procentuale. Ritmuri anuale negative (cuprinse între -1,2 și -4,3 la sută) s-au înregistrat pe segmentele: servicii



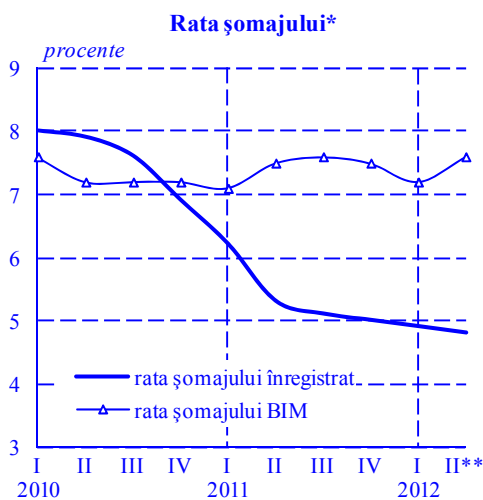
financiare, tranzacții imobiliare, servicii publice, servicii tehnice și administrative, dar o ușoară diminuare s-a produs și pe segmentul „comerț, reparare a automobilelor și a articolelor casnice; hoteluri și restaurante; transporturi” (cu 0,3 la sută). Creșteri au înregistrat în special serviciile de informații și comunicații și activitățile recreative (+2,2 și respectiv +1,4 la sută).

## 2. Piața muncii



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

Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR



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

Sursa: INS, calcule BNR

În perioada martie-mai 2012, piața muncii a continuat să înregistreze evoluții mixte: deși cererea de forță de muncă pare să fi încetinit, iar scăderea ratei șomajului BIM din trimestrul I a avut un caracter temporar, creșterea ușoară a numărului salariaților a continuat; majorările decise în urma negocierilor salariale au fost moderate, însă dinamica anuală a câștigurilor salariale s-a accelerat recent, pe seama acordării participațiilor la profitul net și a unor prime ocazionale în unele sectoare; în plus, pierderile de productivitate a muncii consemnate în sectorul secundar și cel terțiar în trimestrul I și prelungirea acestei tendințe în industrie în intervalul aprilie-mai indică persistența presiunilor din partea costurilor unitare cu forța de muncă.

Deși economia a continuat să genereze o absorbție netă a forței de muncă, s-au conturat o serie de indicii privind slăbirea suplimentară a dinamicii cererii pe această piață. Astfel, numărul salariaților declarați de angajatori s-a majorat în continuare datorită evoluțiilor din sectorul privat, însă oportunitățile de angajare par să se restrângă – datele ANOFM sugerează reducerea numărului locurilor de muncă vacante și atingerea unui punct minim al ratei șomajului înregistrat, inclusiv ca urmare a creșterii relative a numărului de șomeri noi înscriși. În plus, rata șomajului BIM a revenit la o valoare similară celor din trimestrele II-IV 2011, după scăderea de circa 0,3 puncte procentuale din trimestrul I 2012. Întrucât disponibilizările colective s-au menținut la un nivel moderat, explicația ar putea rezida în concedieri individuale în întreprinderile mici și mijlocii, mai flexibile la modificarea condițiilor de afaceri. Totuși, aria acestora rămâne limitată – așteptările companiilor privind numărul de salariați indică o relativă stabilitate pentru perioada următoare în industria prelucrătoare, construcții și servicii, excepție făcând comerțul cu amănuntul, care continuă să se extindă.

În acest context, ritmul anual de creștere a câștigurilor salariale nominale a reflectat prudența angajatorilor în ceea ce privește acordarea de majorări salariale, dar și îmbunătățirea performanțelor financiare ale unor sectoare economice în anul anterior. Astfel, în sectorul privat, dinamica anuală a salariului mediu net a coborât la 3,8 la sută în perioada martie-aprilie, nivelul de 5,4 la sută atins în luna mai fiind determinat de acordarea de sume din profitul net și prime ocazionale, în special în industria de extracție și prelucrare a

petrolului. În sectorul bugetar, câștigul salarial net a fost în perioada martie-mai 2012 cu 1,9 la sută superior celui din intervalul similar al anului precedent. Prin urmare, pe ansamblul economiei, creșterea anuală a câștigului salarial mediu net s-a accelerat de la 3,5 la sută în trimestrul I la 4,3 la sută în perioada aprilie-mai 2012.

Evoluția, regăsită în aceeași măsură și la nivelul salariilor brute, crește probabilitatea ca, în trimestrul II 2012, costurile unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei să fi avut în continuare o variație anuală pozitivă, în condițiile în care: (i) în trimestrul anterior, dinamica productivității muncii a fost negativă (ca urmare a scăderilor înregistrate în industrie, construcții, sectorul serviciilor), iar o revenire a acesteia în teritoriu pozitiv este incertă; (ii) datele statistice aferente intervalului aprilie-mai 2012 relevă că, în industrie, ritmul anual de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă s-a menținut ridicat (7,6 la sută, comparativ cu 8,7 la sută în trimestrul I 2012), îndeosebi pe fondul deteriorării semnificative a acestora în industria ușoară, prelucrarea maselor plastice, fabricarea calculatoarelor și a produselor electronice, echipamente electrice.

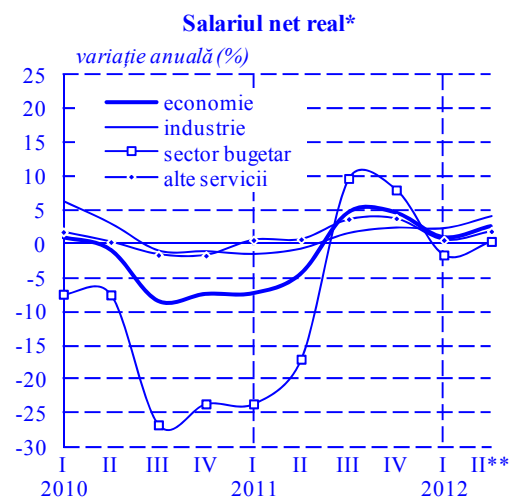
Dacă presiunile inflaționiste din partea ofertei s-au menținut relevante, pe partea cererii, riscurile la adresa inflației pot fi caracterizate drept minore, luând în considerare dimensiunea *gap*-ului negativ al PIB și creșterea anuală moderată a venitului disponibil real atât în trimestrul I 2012 (1,3 la sută), cât și în lunile aprilie-mai 2012 (3,8 la sută); redresarea recentă a venitului disponibil, după scăderea din perioada 2009-2011, a fost susținută, în principal, de revigorarea remiterilor din străinătate, o contribuție în acest sens având și veniturile salariale.

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

În trimestrul I 2012, presiunile inflaționiste exercitate de prețurile de import și de cele de producție (industriale și agricole) au continuat să se reducă, tendință ce s-ar putea atenua în perioada următoare dată fiind deteriorarea suplimentară a poziției monedei naționale față de principalele valute, de natură să contrabalanseze influența favorabilă a evoluției descendente a prețurilor externe ale materiilor prime și a menținerii unei dinamici negative a volumului vânzărilor.

În trimestrul I 2012, traiectoria descendentă pe care s-au înscris prețurile externe în ultimele 3 trimestre s-a menținut<sup>12</sup>, indicele anual al valorii unitare a importurilor ajungând la 102,6 la sută (-1,3 puncte procentuale comparativ cu trimestrul precedent).

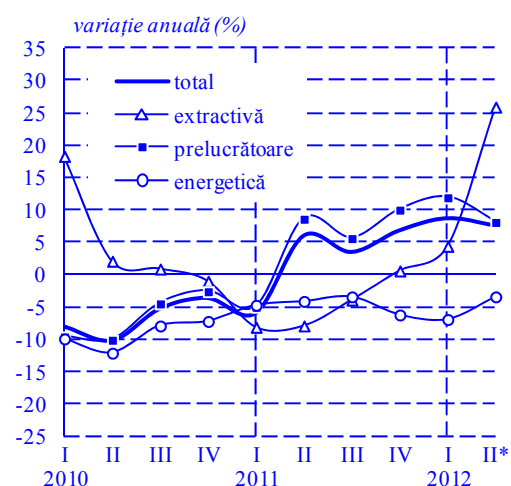
<sup>12</sup> În pofida unei tensionări temporare în trimestrul I 2012 (față de trimestrul precedent), cotațiile internaționale ale principalelor materii prime nu au depășit nivelul celor consemnate în perioada similară a anului anterior.



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

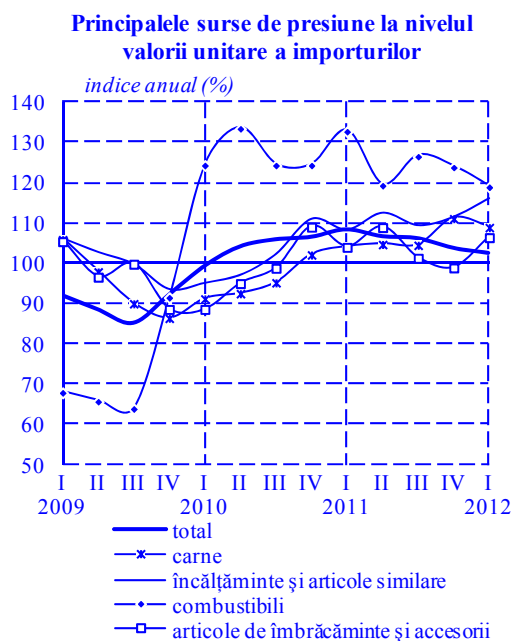
Sursa: INS, calcule BNR

### Costul unitar cu forța de muncă în industrie

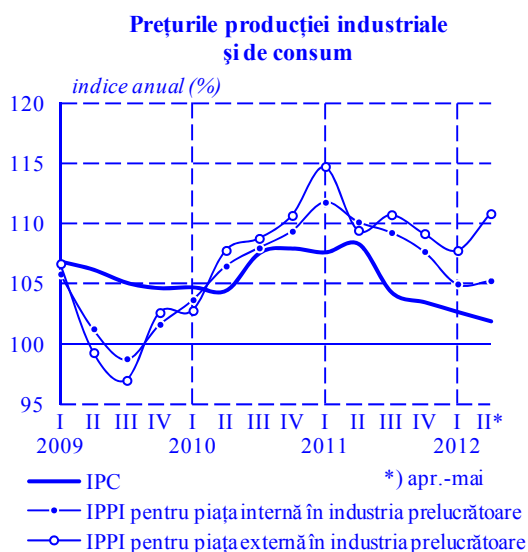


\*) apr.-mai

Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS

În sens contrar a continuat să acționeze deprecierea monedei naționale față de euro și dolarul SUA (cu 2,9 la sută și respectiv 6,9 la sută în termeni anuali).

Din perspectiva bunurilor importate cu pondere în coșul de consum, s-au observat evoluții mixte. Astfel, temperarea de dinamică de pe segmentul cărnii<sup>13</sup> a fost contracarată de intensificările de ritm remarcate în cazul produselor vegetale și al zahărului (în condițiile deteriorării perspectivei de producție, posibil și ca urmare a condițiilor meteo nefavorabile). La nivelul mărfurilor nealimentare, influența favorabilă a decelerării de ritm de pe segmentul combustibililor (datorată exclusiv unui efect de bază) și al produselor farmaceutice<sup>14</sup> a fost erodată de evoluțiile de sens contrar consemnate pe segmentele încălțăminte și îmbrăcăminte (corelate, în ultimul caz, cu scumpirile succesive ale materiilor prime din ultimii ani – în special bumbac și lână).

În ceea ce privește bunurile de capital, notabilă este atenuarea presiunilor în cazul mijloacelor de transport, posibil ca urmare a majorării importurilor de mașini *second-hand*, odată cu modificarea taxei de poluare la începutul anului.

La nivelul prețurilor de producție pentru piața internă, ritmul anual de creștere și-a menținut și în perioada analizată trendul descendent descris încă din trimestrul II 2011 (-1,8 puncte procentuale față de intervalul precedent, până la 5,3 la sută), în contextul restrângerii cererii interne<sup>15</sup>, dar și al manifestării unor efecte de bază favorabile asociate șocurilor care s-au manifestat la nivelul prețurilor materiilor prime în prima parte a anului precedent.

Din perspectiva evoluțiilor curente, se remarcă o ușoară accelerare de dinamică, pe seama acțiunii mai multor factori: (i) creșterea prețurilor la utilități<sup>16</sup>, (ii) tensionarea piețelor externe ale materiilor prime (în principal metale și combustibili), precum și (iii) apariția unor costuri suplimentare generate de condițiile meteo nefavorabile din lunile ianuarie-februarie. Evoluțiile s-au regăsit în

<sup>13</sup> Indicele valorii unitare s-a menținut însă la un nivel ridicat, prețurile externe atingând chiar noi maxime în primul trimestru din 2012, pe seama efectivului scăzut de animale.

<sup>14</sup> Indicele valorii unitare a importurilor de produse farmaceutice s-a redus de la 116,4 la sută în trimestrul IV 2011 la 99,1 la sută în trimestrul I 2012, un factor explicativ fiind tendința principalilor distribuitori de medicamente de a evita creșterile de prețuri, pe fondul intensificării competiției din partea comerțului cu medicamente generice.

<sup>15</sup> Atât volumul cifrei de afaceri, cât și cel privind comenzile noi pentru piața internă (deflate cu indicele prețurilor de producție) au scăzut în termeni anuali cu 3,4 și respectiv 6,1 la sută.

<sup>16</sup> Majorarea prețului gazelor naturale cu 5 la sută, începând cu 1 ianuarie 2012, precum și creșterea cotațiilor pe bursa de energie electrică (pe fondul reducerii producției de hidroenergie).

special la nivelul prețurilor bunurilor intermediare și al celor energetice, în ambele cazuri consemnându-se decelerări de dinamică în termeni anuali și intensificări de ritm din perspectiva evoluțiilor curente.

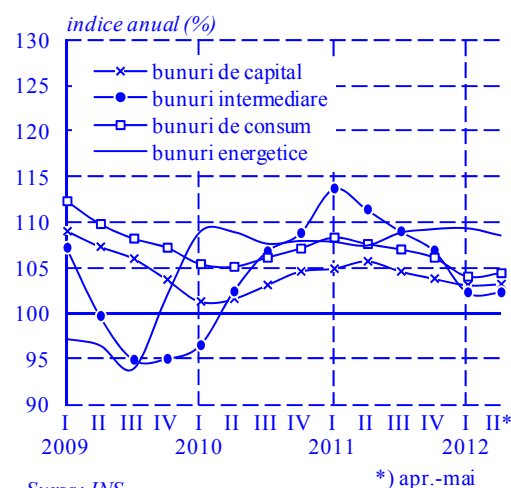
În ceea ce privește prețurile bunurilor de consum, decelerarea ritmului anual (-2 puncte procentuale, până la 4 la sută) a fost determinată în principal de evoluția segmentului alimentar, favorizată de acțiunea unui cumul de factori: (i) prețurile reduse ale materiilor prime, pe fondul anului agricol favorabil; (ii) contractia cererii interne, precum și (iii) extinderea agresivă a rețelelor de *retail*, care a condus la intensificarea concurenței și la o putere de negociere mai mare a acestora în relația cu producătorii.

Prețurile producției agricole au consemnat în trimestrul I 2012 o adâncire a variației anuale negative (de la -5,6 la sută în trimestrul IV 2011 la -10,5 la sută), traiectoria fiind determinată – similar intervalului precedent – de componenta vegetală (-19,5 la sută), pe fondul recoltei abundente din anul anterior. Din perspectiva evoluțiilor curente, au devenit vizibile unele presiuni în cazul grâului, ca urmare a accentuării temerilor privind nivelul producției din acest an (la nivel local și global), pe fondul condițiilor meteo nefavorabile (secetă urmată de ninsori abundente).

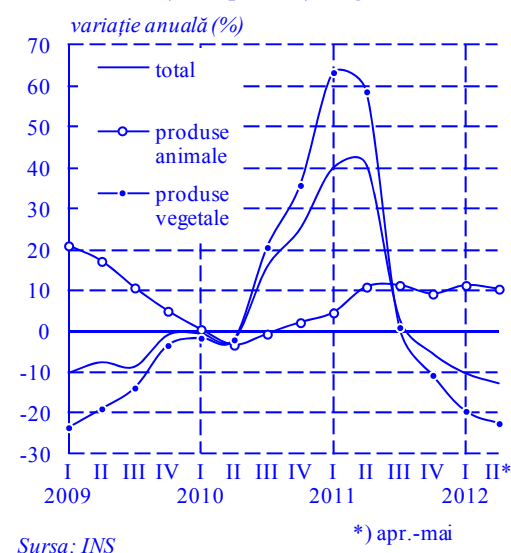
Prețurile produselor animale au continuat să înregistreze dinamici anuale pozitive, accelerarea de ritm fiind imprimată de evoluțiile înregistrate în cazul cărnii de porc (pe fondul restrângerii importurilor<sup>17</sup> și al reluării exporturilor către UE) și al ouălor (pe seama majorării costurilor în urma implementării, de la 1 ianuarie 2012, a prevederilor comunitare privind condițiile de creștere a păsărilor).

Pentru trimestrul II 2012, deteriorarea perspectivelor de creștere economică la nivel mondial va contribui la continuarea tendinței descendente a prețurilor externe, efectul pozitiv asupra prețurilor de import fiind însă estompat de deprecierea semnificativă a leului în raport cu principalele monede. O traiectorie descrescătoare este anticipată și în cazul ratei anuale de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă, la această evoluție contribuind, alături de absența presiunilor pe piețele externe ale materiilor prime, trenarea cererii pe piața internă. Având în vedere nivelul confortabil al stocurilor, nici în cazul prețurilor producției vegetale interne nu se întrevăd modificări de tendință pe parcursul trimestrului II, însă estimările mai puțin optimiste privind recolta din acest an ar putea frâna decelerarea dinamicii anuale.

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



**Prețurile producției agricole**



<sup>17</sup> Ca urmare a reducerii cererii și a înăsprii reglementărilor legate de creșterea animalelor la nivelul UE, multe ferme din Europa de Vest au fost închise sau au operat majorări de preț.



### III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

---

#### 1. Politica monetară

*În luna mai 2012, BNR a întrerupt ciclul de scădere a ratei dobânzii de politică monetară, aceasta fiind menținută la nivelul de 5,25 la sută pe tot parcursul trimestrului II; totodată, banca centrală a prezervat nivelul în vigoare al ratelor RMO aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit (15, respectiv 20 la sută<sup>1</sup>). Deciziile adoptate de Consiliul de administrație al BNR în acest interval – marcat de o accentuare semnificativă a presiunilor de depreciere a leului în raport cu principalele monede – au avut ca scop adecvarea condițiilor monetare în sens larg la contextul macroeconomic intern și internațional, în vederea consolidării perspectivelor de menținere a ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație asociat țintei de inflație pe termen mediu.*

Stoparea seriei ajustărilor descendente ale ratei dobânzii de politică monetară – prin decizia de menținere a acesteia la nivelul de 5,25 la sută, adoptată de Consiliul de administrație al BNR în ședința din 2 mai 2012 – a fost motivată de amplificarea sensibilă a fluctuațiilor apetitului pentru risc al investitorilor, de natură să inducă riscuri crescute la adresa comportamentului cursului de schimb al leului, implicit a perspectivei pe termen scurt a inflației. Aceste fluctuații erau corelate cu modificările așteptărilor privind atât creșterea economică în zona euro și pe plan mondial, cât și efectele exercitate asupra economiilor Europei Centrale și de Est de începerea procesului de reducere a expunerilor de către unele instituții de credit din UE pe fondul prelungirii crizei datoriilor suverane, care, conjugate cu evoluțiile interne în context electoral, puteau spori volatilitatea mișcărilor de capital, implicit pe cea a cursului de schimb al leului.

În pofida creșterii riscurilor la adresa sa, traiectoria actualizată a ratei anuale prognozate a inflației relevată de proiecția trimestrială actualizată continua să se mențină în interiorul intervalului de variație din jurul punctelor centrale ale țințelor de inflație, de-a lungul întregului orizont relevant pentru politica monetară. Reconfirmarea perspectivei favorabile a inflației avea ca suport continuarea ameliorării comportamentului ratei anuale prognozate a inflației de bază (CORE2 ajustat), reflectând cu precădere<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Cu scadență reziduală mai mică de doi ani, respectiv cu scadență reziduală de peste doi ani, dar care includ clauze de rambursare, transferare, retragere anticipată.

<sup>2</sup> Un alt determinant l-a constituit prelungirea ajustării descendente a anticipațiilor inflaționiste.

relativa intensificare a presiunilor dezinflaționiste anticipate a fi exercitate de cererea agregată în condițiile revizuirii crescătoare a valorilor previzionate ale *gap*-ului negativ al PIB (ca efect al rectificării seriei de date istorice privind evoluția PIB<sup>3</sup>, dar mai ales al diminuării magnitudinii creșterii economice prognozate pentru anul 2012<sup>4</sup>).

Creșterea ulterioară a aversiunii globale față de risc pe fondul reescaladării crizei datoriilor suverane, precum și deteriorarea percepției investitorilor asupra riscului asociat piețelor financiare ale țărilor central și est-europene, în condițiile anticipării unui potențial impact advers exercitat asupra acestora de recesiunea din zona euro, precum și de ajustarea sistemului bancar european, au afectat semnificativ în intervalul mai-iunie comportamentul cursurilor de schimb ale monedelor din regiune, inclusiv pe cel al leului<sup>5</sup>. Pe deasupra, incertitudinile crescute asociate mediului extern s-au suprapus evoluțiilor interne în contextul anului electoral, inducând riscul unei creșteri suplimentare/bruste a volatilității mișcărilor de capital, implicit a celei a cursului de schimb al leului.

În aceste condiții, în ședința din 27 iunie 2012 Consiliul de administrație al BNR a decis să prelungească *status-quo*-ul ratei dobânzii de politică monetară, cu toate că evaluările curente susțineau perspectiva menținerii ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație din jurul punctului central al țintei de inflație, cel puțin pe termen scurt, în condițiile accelerării peste așteptări a dezinflației în primele 2 luni ale trimestrului II<sup>6</sup>, dar mai ales ale manifestării efectelor foarte probabilei prelungiri a valorilor ridicate ale deficitului de cerere agregată. Indicii suplimentare ale acesteia din urmă le constituiau evoluțiile recente ale unor indicatori relevanți pentru comportamentul cererii de consum și al celei de investiții, care sugerau o relativă încetinire față de proiecția anterioară a ritmului de redresare a economiei în următoarele trimestre. Ipoteza era susținută și de continuarea, în prima parte a trimestrului II, a creșterii dinamicii depozitelor la termen ale populației – reflectând menținerea robusteții cererii de bani în scopul economisirii –, părând a fi însă infirmată de amplificarea în aceeași perioadă a ritmului de creștere a creditului acordat sectorului privat.

---

<sup>3</sup> De către INS.

<sup>4</sup> Date fiind efectele adverse exercitate de condițiile meteorologice nefavorabile care au prevalat la mijlocul trimestrului I 2012, precum și revizuirea descendentă a previziunilor privind creșterea economică din zona euro.

<sup>5</sup> Leul s-a depreciat față de euro cu 1,4 la sută în luna mai și cu 0,5 la sută în iunie.

<sup>6</sup> În lunile aprilie și mai rata anuală a inflației a coborât la niveluri minime istorice (1,8, respectiv 1,79 la sută).

Dinamica<sup>7</sup> anuală medie a creditului acordat sectorului privat a crescut în primele două luni ale trimestrului II 2012 la 7,7 la sută (față de 5,5 la sută în trimestrul I 2012), evoluția datorându-se însă preponderent influenței statistice exercitate de deprecierea leului, în condițiile în care: (i) variația medie anuală a creditelor în lei și-a întrerupt mișcarea ascendentă (1,4 la sută, comparativ cu 2,4 la sută în primele trei luni ale anului curent), iar (ii) rata medie de creștere a împrumuturilor în valută (exprimate în euro) și-a continuat scăderea (5,0 la sută, cu 1,1 puncte procentuale sub media perioadei ianuarie-martie 2012). Evoluțiile consemnate la nivelul principalelor categorii de clienți s-au corelat într-o anumită măsură cu rezultatele ediției din luna mai a sondajului BNR privind creditarea populației și a companiilor nefinanciare, potrivit cărora băncile anticipau o diminuare a cererii de împrumuturi a populației și a societăților nefinanciare<sup>8</sup>, precum și o continuare a înăsprii standardelor de creditare<sup>9</sup> pe parcursul trimestrului II; cea din urmă avea ca determinanți majori deteriorarea așteptărilor instituțiilor de credit privind situația economică generală și creșterea gradului de risc atribuit de acestea unor categorii de debitori. Astfel, creditele în lei, respectiv în valută (exprimate în euro) acordate societăților nefinanciare au consemnat ușoare scăderi ale ritmului mediu anual de creștere (6,5, respectiv 7,0 la sută, cu câte 0,5 puncte procentuale sub media trimestrului I), induse de evoluția similară a componentei pe termen scurt în lei, respectiv a celei pe termen lung în valută<sup>10</sup>. Variația medie anuală a creditelor în lei acordate populației a rămas însă aproape nemodificată (-4,3 la sută), ameliorarea dinamicii componentelor destinate achiziționării de locuințe, dezvoltării afacerilor și altor scopuri fiind contrabalansată de declinul variației creditelor pentru consum în monedă națională; în schimb, indicatorul similar aferent creditelor în valută (exprimate în euro) s-a redus (2,9 la sută, față de 4,3 la sută în trimestrul I), evoluția fiind, cel puțin într-o anumită măsură, consecința implementării noilor cerințe ale Regulamentului BNR nr. 24/2011 privind creditele destinate persoanelor fizice.

În același timp, în lunile aprilie-mai 2012, dinamica medie anuală a depozitelor la termen ale populației (inclusiv a celor cu scadența de peste doi ani, care nu sunt incluse în masa monetară) a consemnat o majorare (12,5 la sută, comparativ cu 9,8 la sută în trimestrul I), avansul acestora fiind susținut de componenta în lei (15,0 la sută, cu 1,7 puncte procentuale peste media trimestrului I); evoluția s-a corelat cu relativa intensificare a ritmului de creștere a salariului

<sup>7</sup> În absența altor mențiuni, indicatorii sunt calculați ca variații anuale exprimate în termeni reali.

<sup>8</sup> Cu excepția cererii de credite pe termen scurt a companiilor mari.

<sup>9</sup> Evoluțiile au fost în general similare celor consemnate în zona euro și în unele state din regiune.

<sup>10</sup> Dinamica medie anuală a împrumuturilor acordate instituțiilor financiare nemonetare a consemnat o scădere și mai amplă (1,4 la sută în perioada aprilie-mai, comparativ cu 30,5 la sută în trimestrul I).

mediu net (în termeni reali), cu menținerea în acest interval a nivelurilor atractive ale randamentelor oferite la plasamentele la termen în lei, dar și cu absența unor schimbări notabile ale așteptărilor populației – prevalent pesimiste – privind situația financiară sau cea a locului de muncă în următoarele 12 luni. Și depozitele ON și-au intensificat ritmul de creștere (5,0 la sută ca medie, față de -0,5 la sută în trimestrul I), fără însă ca ponderea acestora în total depozite ale populației să consemneze modificări sensibile în raport cu valoarea medie din trimestrul I 2012.

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. Poziția netă a lichidității sistemului bancar s-a adâncit continuu pe parcursul trimestrului II, reflectând influența contracționistă exercitată de factorii autonomi ai lichidității și, temporar (în luna mai), de creșterea nivelului prevăzut al RMO (datorată majorării bazei de calcul a acestora); în acest context, gradul de asimetrie a distribuției lichidității a consemnat o relativă scădere, sporirea volumului lichidității furnizate de BNR fiind acompaniată de diminuarea sumelor plasate de bănci prin intermediul facilității de depozit. Similar trimestrelor precedente, banca centrală a acomodat cererea de rezerve a instituțiilor de credit prin operațiuni *repo* cu scadența de 7 zile, efectuate săptămânal prin licitații la rată fixă de dobândă, în cadrul cărora ofertele băncilor au fost acceptate integral; dată fiind amplificarea cererii de rezerve a băncilor, BNR a operat și o modificare a procedurilor de derulare a operațiilor de piață monetară, majorând de la 3 la 5 numărul opțiunilor (implicit al seriilor de active eligibile) pe care o instituție de credit le poate transmite în cadrul licitațiilor desfășurate la rată fixă de dobândă. Totodată, în această perioadă a avut loc o nouă extindere *de facto* a gamei activelor eligibile pentru operațiunile de politică monetară, prin includerea în această categorie a obligațiunilor denumite în lei, emise de instituțiile financiare internaționale, depozitate în sistemul RoClear<sup>11</sup>.

## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

*Randamentul mediu al pieței monetare interbancare s-a majorat în trimestrul II 2012, mișcarea fiind preluată și de cotațiile relevante ROBOR, cu precădere de cele pe termen mai scurt; pe acest fond, ratele medii ale dobânzilor la creditele și depozitele noi s-au mărit în luna mai 2012, rămânând însă la valori inferioare celor înregistrate în februarie 2012. Cursul de schimb leu/euro și-a amplificat creșterea, receptând, alături de ratele de schimb ale celorlalte monede din regiune, impactul puternicei tensionări a*

<sup>11</sup> Decizia privind această măsură a fost adoptată de Consiliul de administrație al BNR în data de 31 august 2011.

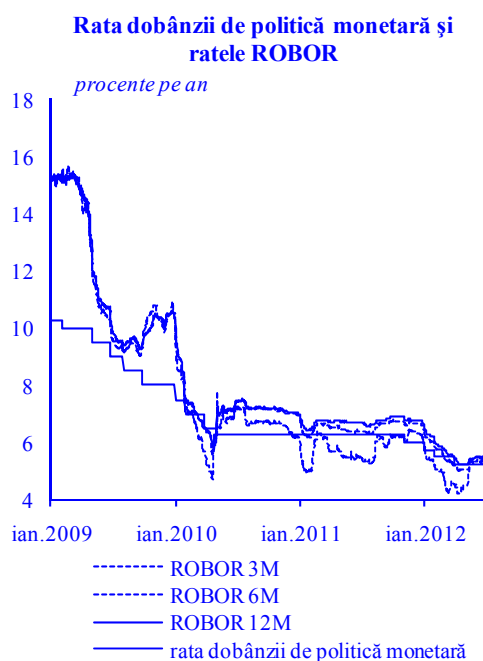
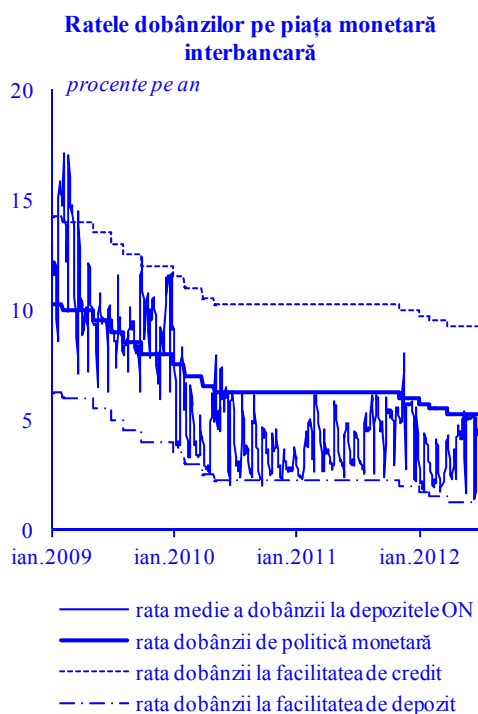
piețelor financiare internaționale în contextul reescaladării crizei datorilor suverane. Masa monetară și-a sporit dinamica anuală, în principal ca efect al creșterii creditului sectorului privat, precum și a celui acordat sectorului public.

## 2.1. Ratele dobânzilor

Ratele dobânzilor pieței monetare interbancare au consemnat o ajustare ascendentă începând cu finele primei decade a lunii aprilie și până la jumătatea lunii mai, ajungând să evolueze în proximitatea ratei dobânzii de politică monetară. Media lor trimestrială a urcat în consecință la 4,0 la sută (+1 punct procentual față de cea consemnată în intervalul anterior).

În debutul trimestrului, randamentele depozitelor interbancare ON au înregistrat un declin relativ alert, replicând tiparul precedentelor trei luni. Scăderea a fost însă de scurtă durată, aceste rate de dobândă înscriindu-se la finele primei decade a lunii aprilie pe un trend crescător, în contextul în care condițiile lichidității au dobândit un caracter ușor restrictiv. Accentuarea ulterioară a gradului de restrictivitate a acestora din urmă, preponderent ca urmare a influenței exercitate de factorii autonomi ai lichidității, a avut ca efect o nouă creștere a randamentelor ON la jumătatea lunii mai, acestea poziționându-se astfel în imediata apropiere a ratei dobânzii de politică monetară. BNR a continuat să furnizeze în mod regulat lichiditate prin intermediul operațiunilor *repo* 1W săptămânale, în cadrul cărora ofertele băncilor au fost acceptate integral. Volumul total al operațiunilor de furnizare de lichiditate s-a amplificat, în timp ce apelul băncilor la facilitatea de depozit s-a restrâns comparativ cu trimestrul anterior, reflectând relativa ameliorare a distribuției lichidității în cadrul sistemului bancar (a se vedea subsecțiunea anterioară).

La rândul lor, cotațiile ROBOR (1M-12M) au fost în scădere în prima parte a lunii aprilie. Astfel, cele aferente maturităților de până la 3 luni și-au reamplificat ecartul negativ față de rata dobânzii de politică monetară, iar cele pe scadențe mai lungi s-au plasat la valori marginal inferioare (în cazul ROBOR6M) ori identice acestora (ROBOR12M). La jumătatea lunii mai, cotațiile au înregistrat o creștere bruscă pe întregul spectru de maturități, ca urmare a relativei accentuări a restrictivității condițiilor lichidității, precum și a revizuirii anticipațiilor instituțiilor de credit privind evoluția ratei dobânzii de politică monetară și situația lichidității. Ajustarea a fost mai amplă în cazul cotațiilor pe scadențele mai scurte (1-3 luni), care au revenit astfel la niveluri superioare celui al ratei dobânzii de politică monetară. Randamentele aferente tuturor maturităților au rămas apoi cvasistabile până la finele perioadei analizate. Ca urmare a acestor evoluții, rata medie ROBOR3M a urcat în luna iunie cu 0,85 puncte procentuale față de



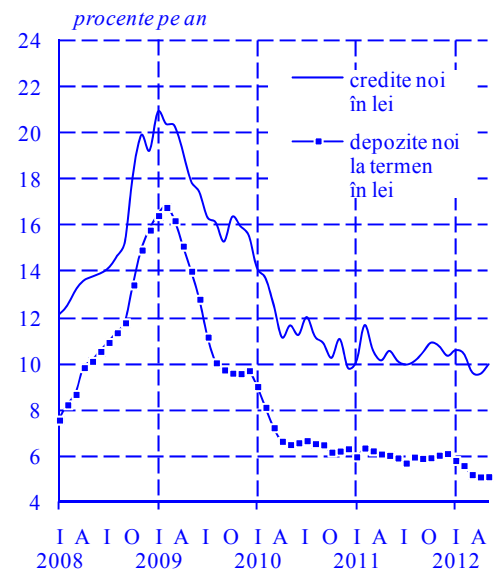
nivelul din ultima lună a trimestrului precedent, la un nivel de 5,35 la sută, iar cea aferentă scadenței de 6 luni s-a majorat cu 0,11 puncte procentuale, până la 5,47 la sută. În schimb, rata medie ROBOR12M a înregistrat un nivel inferior celui din martie (cu 0,13 puncte procentuale, valoarea sa fiind de 5,48 la sută).

Pe piața primară a titlurilor de stat, randamentele maxime acceptate în cadrul licitațiilor și-au prelungit, în aprilie, mișcarea descendentă inițiată în octombrie 2011, pentru ca în ultimele două luni ale trimestrului II acestea să înregistreze creșteri succesive; modificarea nu a fost reflectată pe deplin de randamentul mediu lunar – care s-a majorat în mai, dar s-a redus în luna următoare, în condițiile creșterii greutății relative a emisiunilor cu scadența de un an. Evoluția a fost acompaniată de diminuarea volumului de titluri de stat puse în circulație de MFP, acesta reprezentând, pe ansamblul trimestrului II 2012, 85 la sută din volumul anunțat, față de 180 la sută în primul trimestru al anului.

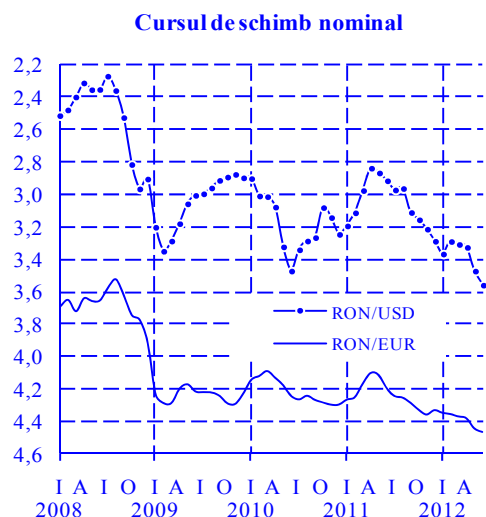
Pe piața secundară a titlurilor de stat, volumul trimestrial total al tranzacțiilor a fost superior celui din primele trei luni ale anului, cu toate că rulajul lunar s-a diminuat atât în mai, cât și în iunie. Cotațiile de referință ale titlurilor de stat<sup>12</sup> s-au repositionat, la rândul lor, pe un trend ascendent începând din luna mai; cea mai vizibilă ajustare a fost înregistrată în cazul titlurilor cu scadența de 6 luni, pentru care nivelul mediu al cotațiilor s-a situat în iunie la 5,21 la sută, față de 5,02 la sută în luna martie.

Ratele medii ale dobânzilor la depozitele noi la termen și la creditele noi au continuat să scadă în perioada martie-mai 2012 (-0,48 puncte procentuale, până la 5,13 la sută, respectiv -0,46 puncte procentuale, până la 10,01 la sută în mai). Declinul a fost mai pregnant în cazul populației, rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi acordate acestui segment diminuându-se cu 1,10 puncte procentuale (până la 11,22 la sută în luna mai – minim istoric), iar cea bonificată pentru depozitele noi la termen ale persoanelor fizice reducându-se cu 0,84 puncte procentuale (până la 5,68 la sută). Pe segmentul societăților nefinanciare, ratele dobânzilor – mai sensibile la mișcările cotațiilor de dobândă interbancare – au consemnat însă oscilații în ambele sensuri; astfel, costul mediu cu dobânda la creditele noi s-a diminuat în lunile martie și aprilie (atingând minimul istoric de 8,83 la sută) și s-a majorat în luna următoare (9,34 la sută, nivel inferior însă celui consemnat în februarie), pentru ca randamentul mediu al depozitelor noi la termen să scadă în martie, dar să crească în aprilie-mai (până la 4,81 la sută, nivel situat cu 0,24 puncte procentuale sub cel din februarie).

**Ratele dobânzilor în sistemul bancar**



<sup>12</sup> Calculate ca medie a cotațiilor *bid* și *ask*.



## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

În trimestrul II 2012, cursurile de schimb ale monedelor din regiune, implicit cel al leului, au receptat efectele adverse exercitate de creșterea puternică a aversiunii globale față de risc în contextul reescaladării crizei datoriilor suverane și al accentuării problemelor din sistemul bancar european.

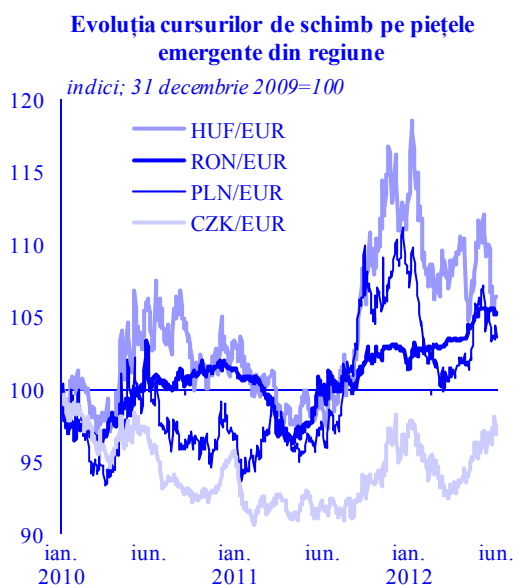
Prin urmare, în intervalul aprilie-iunie, moneda națională și-a amplificat deprecierea acumulată față de euro (2,1 la sută în termeni nominali și cu 1,9 la sută în termeni reali); o slăbire și mai accentuată a consemnat leul în raport cu dolarul SUA (7,0 la sută în termeni nominali și cu 6,9 la sută în termeni reali), în condițiile întăririi semnificative a acestuia pe piețele financiare internaționale. Și din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul II moneda națională și-a mărit deprecierea nominală atât față de euro cât și, mai ales, în raport cu dolarul SUA, valoarea sa scăzând și în termeni reali față de ambele monede.

Cursul de schimb leu/euro a continuat să crească lent în luna aprilie (0,2 la sută ca valoare medie), pe fondul resurgenței sporadice a tensiunilor pe piața financiară internațională, generate de incertitudinile privind implementarea măsurilor de austeritate în unele state din zona euro, în contextul derulării diferitelor etape ale procesului electoral (Franța și Grecia) și de apariția unor noi indicii ale deteriorării activității economice (în Spania și Portugalia).

Creșterea ratei de schimb s-a accelerat însă sensibil în luna mai, în condițiile înrăutățirii drastice a sentimentului pieței globale, indusă de accentuarea incertitudinii privind evoluțiile economice și politice din Grecia, implicit de speculațiile privind posibila ieșire a acestei țări din zona euro, precum și de agravarea problemelor sistemului bancar spaniol – generatoare de îndoieli privind capacitatea autorităților naționale de a acoperi costurile substanțiale ale recapitalizării/consolidării acestuia –, cărora li s-a asociat deteriorarea perspectivelor creșterii economice din zona euro/UE și pe plan mondial. Presiunile în sensul deprecierei leului exercitate de acest context extern volatil și tensionat au fost doar temporar și în mică măsură atenuate de reconfirmarea rating-ului României de către agenția Standard&Poor's, cu perspectivă stabilă, de continuarea îmbunătățirii unor fundamente economice, precum și de afirmarea de către noul guvern a angajamentului de a continua implementarea programului economic convenit cu UE, FMI și Banca Mondială. În aceste condiții, cererea netă de devize a nerezidenților pe piața valutară interbancară s-a majorat la un nivel record, iar cea a rezidenților a sporit la rândul ei considerabil. Ca urmare, leul s-a depreciat în luna mai cu 1,4 la sută față de euro – ritm inferior însă celui consemnat de zlot (2,7 la sută) și de coroana cehă (2,0 la sută) –, iar volatilitatea valorilor zilnice ale ratei de schimb leu/euro a fost superioară celei din lunile precedente.

### Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2011 5 luni	2012 5 luni
<b>Contul financiar</b>	<b>2 735</b>	<b>1</b>
<b>Investiții directe</b>	<b>893</b>	<b>463</b>
- rezidenți în străinătate	44	-2
- nerezidenți în România	849	465
<b>Investiții de portofoliu și derivate financiare</b>	<b>1 538</b>	<b>916</b>
- rezidenți în străinătate	-423	-249
- nerezidenți în România	1961	1 164
<b>Alte investiții de capital</b>	<b>1 483</b>	<b>-1 233</b>
- credite și împrumuturi de la FMI	908	0
- investiții pe termen mediu și lung	541	267
- investiții pe termen scurt	633	-520
- numerar și depozite pe termen scurt	-711	-1 058
- altele	111	79
<b>Active de rezervă ale BNR (net)</b> („-” creștere/„+”scădere)	<b>-1 177</b>	<b>-145</b>



Sursa: BNR, BCE

Relativa atenuare ulterioară a aversiunii globale față de risc – produsă ca urmare a măsurilor anunțate în iunie de principalele autorități monetare<sup>13</sup> și a deciziilor adoptate la întâlnirea Eurogrup din 28-29 mai – a avut ca efect o slăbire a presiunilor exercitate asupra ratelor de schimb ale monedelor din regiune, implicit o inversare a traiectoriei unora dintre acestea. Cursul de schimb leu/euro a continuat însă să crească lent, în condițiile persistenței<sup>14</sup> temerilor legate de potențialul impact advers relativ mai consistent exercitat asupra economiei românești de ajustarea sistemului bancar european și de slăbirea economiei din zona euro, de natură să afecteze percepția investitorilor asupra riscului asociat pieței financiare locale<sup>15</sup>.

## 2.3. Moneda și creditul

### Moneda

În intervalul martie-mai 2012, ritmul de creștere a masei monetare<sup>16</sup> (M3) a consemnat o nouă majorare (8,7 la sută, față de 5,5 la sută în perioada decembrie 2011 – februarie 2012), la originea căreia s-au aflat amplificarea cheltuielilor bugetare, în special a celor cu bunuri și servicii<sup>17</sup> și a plăților efectuate din fondurile structurale<sup>18</sup>, precum și efectul statistic al deprecierei monedei naționale. Rolul determinant în creșterea variației M3 a revenit în continuare depozitelor la termen cu scadența sub doi ani, a căror dinamică a înregistrat maximul ultimului an și jumătate, pe seama creșterii mai rapide a componentei în lei. Și ritmul de creștere a masei monetare în sens restrâns (M1) a continuat să se majoreze (atingând astfel recordul ultimilor trei ani și jumătate), fiind susținut atât de evoluția numerarului în circulație, cât și de cea a depozitelor *overnight*. În schimb, variația instrumentelor

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

*variație procentuală în termeni reali*

	2011			2012		
	II	III	IV	I	apr.	mai.
	<i>ritm mediu al trimestrului</i>					
M3	-5,1	1,6	3,0	6,9	9,2	9,3
M1	-7,4	-1,3	2,3	5,9	9,2	8,9
Numerar în circulație	-2,9	3,1	7,9	13,1	14,5	16,7
Depozite overnight	-9,5	-3,5	-0,5	2,3	6,4	4,9
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	-4,1	2,3	2,7	7,7	10,7	11,3

*Sursa: INS, BNR*

<sup>13</sup> Băncile centrale din China și Australia au redus rata dobânzii de politică monetară, Banca Angliei a anunțat măsuri suplimentare de sprijinire a economiei, iar BCE și Banca Japoniei au anunțat măsuri de asigurare a stabilității și lichidității sistemului financiar în eventualitatea unei exacerbari a crizei din zona euro.

<sup>14</sup> Scăderea în termeni relativi din luna iunie a cotațiilor CDS aferente obligațiunilor românești comparativ cu valorile din luna mai (sfârșit de perioadă) a fost inferioară celei consemnate în cazul Poloniei și Ungariei.

<sup>15</sup> Înrautățirea perspectivei *rating*-ului de țară a României de către agenția Moody's în data de 29 iunie a afectat evoluția ratei de schimb leu/euro începând cu luna următoare.

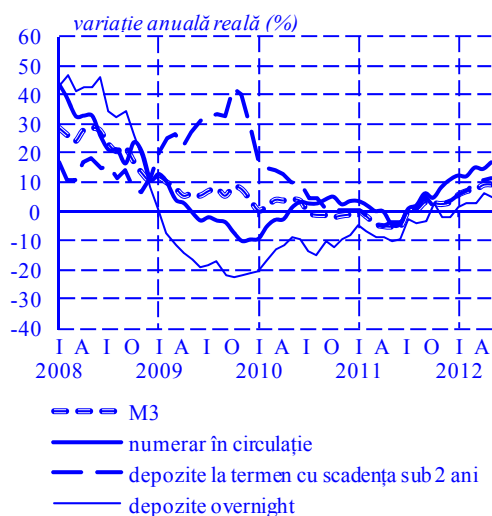
<sup>16</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada martie-mai 2012.

<sup>17</sup> Ritmul mediu anual de creștere în termeni reali a cheltuielilor bugetare cu bunurile și serviciile a fost aproape dublu comparativ cu cel din perioada decembrie 2011 – februarie 2012.

<sup>18</sup> Conform datelor din comunicatele de presă ale MAE, în perioada martie-mai 2012, plățile medii lunare din fondurile structurale au fost superioare celor din ultimele șase trimestre.

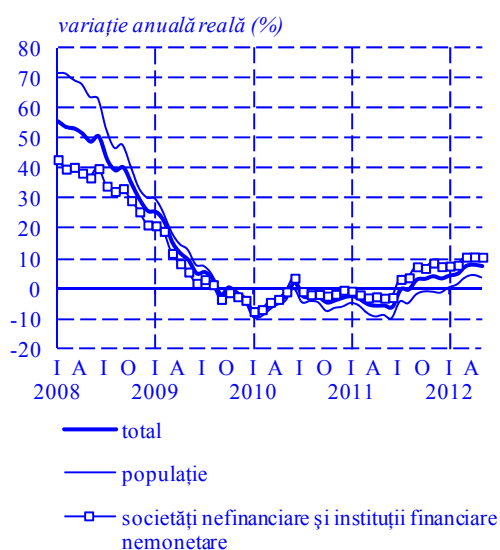


## Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

## Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Sursa: INS, BNR

financiare tranzacționabile a intrat în teritoriul negativ, ca urmare a modificării definiției fondurilor de piață monetară<sup>19</sup>.

Analiza structurii pe deținători a M3 relevă continuarea creșterii dinamicii depozitelor ambelor categorii de clienți. În cazul companiilor, evoluția a fost susținută și de ușoara redresare a cererii interne (inclusiv de demararea unei noi ediții a programului guvernamental „Rabla”), precum și de posibila diminuare a plăților nete efectuate în contul datoriei externe<sup>20</sup>. Pe segmentul populației, evoluția depozitelor s-a corelat cu creșterea salariilor<sup>21</sup> și a altor venituri, inclusiv a celor din străinătate<sup>22</sup>. Structura pe monede a M3 a continuat să se îmbunătățească pe parcursul perioadei analizate, depozitele denominate în lei consolidându-și ponderea majoritară.

Din perspectiva principalelor contrapartide ale masei monetare, majorarea ritmului de creștere a acestora a reflectat sporirea dinamicii creditului sectorului privat și a celui net al administrației publice centrale<sup>23</sup>; aceste influențe au fost parțial atenuate de impactul creșterii variației pasivelor financiare pe termen lung (incluzând conturile de capital).

## Creditul

În intervalul martie-mai 2012, ritmul de creștere<sup>24</sup> a creditului acordat sectorului privat a continuat să se majoreze (7,6 la sută, față de 4,2 la sută), însă avansul s-a datorat preponderent efectului statistic generat de deprecierea monedei naționale; dinamica împrumutului în lei s-a menținut relativ stabilă, iar cea a creditului în valută, exprimat în euro, s-a diminuat. Reflectând toate aceste influențe, ponderea medie a componentei în devize în totalul creditului sectorului privat a continuat să se mărească.

<sup>19</sup> Definiția fondurilor de piață monetară a fost armonizată la nivelul ESCB cu cea a CESR, devenind mai restrictivă. Cvasitotalitatea fondurilor de piață monetară din România a optat pentru schimbarea statutului în favoarea celui al altor fonduri de investiții, acestea din urmă fiind clasificate de statistica monetară în categoria deținătorilor de monedă; în consecință, valoarea acțiunilor emise de fondurile de piață monetară deținute de sectorul nebancaar (incluse la categoria instrumentelor financiare tranzacționabile) s-a redus puternic, iar cea a depozitelor companiilor s-a majorat.

<sup>20</sup> Conform datelor din balanța de plăți, în perioada martie-mai 2012, plățile nete efectuate de sectorul nebancaar în contul creditelor financiare externe au fost ușor inferioare celor din perioada decembrie 2011 – februarie 2012.

<sup>21</sup> Ritmul mediu de creștere anuală în termeni reali a câștigurilor salariale nete pe total economie s-a majorat față de perioada decembrie 2011 – februarie 2012.

<sup>22</sup> Conform datelor din balanța de plăți, în perioada martie-mai 2012, veniturile din străinătate ale populației (venituri din muncă și transferuri curente private) au fost superioare celor din ultimele șase trimestre. Totodată, și vânzările nete de valută ale persoanelor fizice prin casele de schimb valutar au crescut.

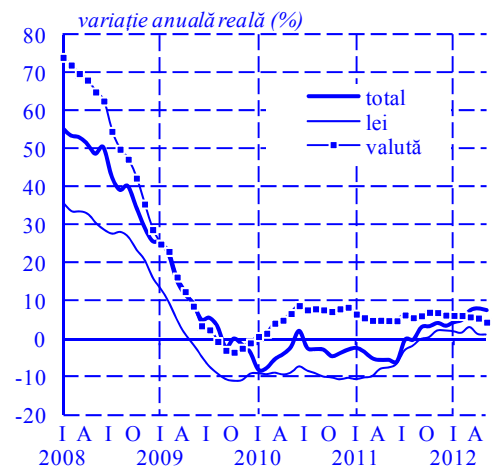
<sup>23</sup> Impactul a fost corectat cu influența decontării emisiunii de obligațiuni de stat din februarie 2012, în valoare de 750 milioane dolari SUA, care a afectat atât depozitele în valută ale MFP, cât și activele externe nete ale BNR.

<sup>24</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada martie-mai 2012.

Dinamica împrumuturilor populației, corectată cu efectul cursului de schimb, s-a mărit ușor, evoluția aflându-se în contrast cu mișcarea fluxului de credite (volumul creditelor noi s-a redus, iar cel al transferurilor nete de credite din portofoliile băncilor s-a majorat)<sup>25</sup>, precum și cu relativa deteriorare a cererii de împrumuturi și a unor parametri ai ofertei de credite ale acestui segment, puse în evidență de cel mai recent sondaj de specialitate al BNR<sup>26</sup>. Analiza structurii împrumuturilor acordate populației relevă o îmbunătățire a comportamentului componentei în lei (concomitent cu relativa atenuare a preferinței pentru creditele în valută), precum și o reorientare parțială a acestui segment dinspre creditele pentru consum spre cele pentru diverse scopuri, cărora li s-a asociat o relativă stabilizare a dinamicii creditelor pentru locuințe (calculată prin eliminarea influenței deprecierei leului); este posibil ca aceste evoluții să reprezinte, cel puțin parțial, consecința aplicării noului regulament al BNR privind creditarea persoanelor fizice<sup>27</sup>.

Pe segmentul companiilor, viteza de creștere a creditelor (corectată cu influențele statistice ale cursului de schimb) s-a redus, reflectând ușorul declin consemnat de dinamica împrumuturilor societăților nefinanciare<sup>28</sup>. Variația soldului celor din urmă nu s-a corelat însă nici în acest caz cu cea a creditelor noi și respectiv a transferurilor nete de credite din bilanțurile băncilor (primele majorându-se, în pofida semnalelor nefavorabile relevate de sondajul de specialitate al BNR<sup>29</sup>, iar ultimele reducându-se), o posibilă explicație constituind-o neutilizarea integrală a liniilor de credit acordate în acest interval.

Creditele acordate sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR

<sup>25</sup> Datele referitoare la creditele noi ale populației și ale companiilor au fost preluate din raportările CRC privind creditele în valoare de peste 20 000 lei aprobate în perioada analizată, iar cele referitoare la transferurile nete de credite ale acestorași categorii de clienți, din statistica monetară.

<sup>26</sup> Conform Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, cererea de credite a populației s-a deteriorat în trimestrul I 2012; totodată, standardele de creditare a populației au fost înăsprite, factorii determinanți constituindu-i măsurile prudentiale adoptate de BNR, așteptările privind situația economică generală și respectiv situația financiară a populației, precum și riscul asociat garanțiilor. Pentru trimestrul II 2012, instituțiile de credit anticipau continuarea acestor tendințe.

<sup>27</sup> Regulamentul nr. 24/2011 privind creditele destinate persoanelor fizice.

<sup>28</sup> Și instituțiile financiare nemonetare și-au redus dinamica împrumuturilor (în special pe seama operațiunilor de tip *repo*), astfel încât ponderea lor medie în totalul creditelor companiilor s-a menținut scăzută (2,5 la sută).

<sup>29</sup> Conform Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, așteptările băncilor privind situația economică generală și respectiv riscul asociat industriei în care activează compania au reprezentat argumentele ușoarei înăspriri a standardelor de creditare a corporațiilor și a menținerii neschimbate a standardelor pentru IMM în trimestrul I 2012, pentru trimestrul II 2012 anticipându-se creșterea restrictivității standardelor aferente creditelor pe termen lung, indiferent de dimensiunea companiei. În privința cererii de credite, doar împrumuturile pe termen scurt ale corporațiilor au înregistrat o creștere în trimestrul I 2012, aceasta fiind anticipată să continue în următoarele trei luni.

## IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

---

Scenariul de bază al proiecției curente reconfirmă valorile prevăzute pentru ratele anuale ale inflației IPC la finele anilor 2012 și 2013 în Rapoartele asupra inflației din lunile februarie și mai 2012: 3,2 la sută și, respectiv, 3 la sută.

Pe întreaga perioadă de referință, rata anuală a inflației IPC este prevăzută a rămâne în interiorul intervalului de variație din jurul țintelor centrale, situându-se în cea mai mare parte a timpului la valori apropiate de 3 la sută. Abateri semnificative de la acest nivel sunt anticipate a fi, în principal, rezultatul unor efecte statistice de bază, având, astfel, un caracter temporar. În scenariul de bază aceste efecte contribuie la plasarea ratei anuale a inflației IPC<sup>1</sup> la un nivel maxim pentru perioada de referință în trimestrul III 2012 (3,5 la sută) și la un minim în trimestrul I 2013 (2,6 la sută), precum și la o creștere la 3,4 la sută în trimestrul II 2014, reversibilă după acest orizont. Pentru rata anuală a inflației CORE2 ajustat se prevede o ușoară majorare temporară în a doua jumătate a anului curent, urmată de coborârea la niveluri situate sub 2 la sută cu începere din trimestrul II 2013.

Reconfirmarea prognozelor anterioare pentru rata inflației de sfârșit de an în 2012 și 2013 a avut loc în condițiile reevaluării unora dintre contribuțiile componentelor coșului de consum, cu efect net de compensare reciprocă. Pentru finele anului curent, contribuția mai puțin favorabilă comparativ cu runda precedentă a dinamicii indicelui CORE2 ajustat este contrabalansată de influența de sens contrar a evoluției anticipate a prețurilor alimentare volatile și a prețurilor combustibililor. Pentru anul 2013, prognoza inflației CORE2 ajustat este revizuită în jos, evoluție contracarată la nivelul ansamblului prețurilor de consum de influența preconizată a grupei produselor din tutun.

Revizuirea în sus a dinamicii proiectate pentru anul în curs a inflației CORE2 ajustat este determinată în principal de efectul advers exercitat asupra prețurilor bunurilor din import de tendința recentă de depreciere a monedei naționale. Scenariul de bază este construit pe ipoteza unei ameliorări graduale a crizei datoriilor suverane din zona euro și a condițiilor pe piețele financiare internaționale, precum și a disipării tensiunilor politice interne. Ca urmare, se prevede epuizarea treptată a presiunilor cursului de schimb asupra prețurilor bunurilor din import și, pe această cale, revizuirea în jos a proiecției ratei anuale a inflației CORE2 ajustat pentru sfârșitul anului 2013. Anticipațiile privind inflația au fost marginal revizuite în sus pe întregul interval de referință, în

---

<sup>1</sup> La sfârșit de trimestru.

contextul evoluției recente a cursului de schimb al leului și al publicării unor calendare oficiale de eliminare a prețurilor reglementate ale energiei electrice și gazelor naturale. Intensitatea presiunilor dezinflaționiste exercitate de deficitul de cerere este anticipată a fi similară celei proiectate în runda anterioară în anul curent și ușor mai redusă în 2013.

Banca centrală va urmări în continuare cu consecvență consolidarea perspectivelor de menținere durabilă a ratei inflației în interiorul intervalului-țintă, contribuind prin aceasta la crearea premiselor necesare revenirii la o creștere sustenabilă a economiei naționale. Traectoria ratei dobânzii de politică monetară și configurația întregului set al condițiilor monetare reale în sens larg vor fi calibrate în condițiile menținerii atitudinii prudente, în scopul prevenirii reinflamării anticipațiilor inflaționiste ca urmare a unor evoluții conjuncturale pe piețele financiare și a creșterilor temporare ale ratei anuale a inflației.

Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică o balanță înclinată sensibil mai mult decât în cazul rundelor anterioare în sensul unor abateri nefavorabile de la scenariul de bază. La dezechilibrul balanței riscurilor contribuie semnificativ atât factori externi, cât și interni.

Pe plan extern, continua tensionare a situației economico-politice din Grecia și evoluțiile financiare din țări precum Spania și Italia sunt de natură a menține incertitudinile referitoare la soluționarea durabilă a crizei datoriilor suverane și la redresarea creșterii economice din zona euro. Principalele riscuri asociate evoluțiilor din această zonă continuă să fie, pentru economiile emergente din Uniunea Europeană, inclusiv pentru România, cele legate de diminuarea fluxurilor de capital necesare finanțării creșterii economice și de reducerea cererii pentru exporturile naționale. Materializarea oricăruia dintre acestea și, cu atât mai mult, manifestarea lor simultană ar fi de natură a induce presiuni substanțiale asupra cursului de schimb al leului, având drept consecință, în special pe termen scurt, abaterea în sus a ratei inflației de la traiectoria prevăzută în scenariul de bază. În același timp, prin majorarea costurilor și diminuarea resurselor de finanțare și/sau prin restrângerea cererii agregate, manifestarea acestor riscuri ar întârzia redresarea sustenabilă a activității economice.

Pe plan intern, tensiunile politice accentuate ulterior publicării Raportului asupra inflației din luna mai au generat deja creșterea aversiunii investitorilor străini față de plasamentele în lei, inducând o tendință de depreciere a monedei naționale. Întârzierea atenuării, prevăzută în scenariul de bază, a acestor tensiuni constituie un factor major de risc la adresa proiecției ratei inflației. În plus, în contextul prelungirii calendarului electoral

până aproape de finele anului curent, este, de asemenea, relevant riscul înregistrării unor derapaje în implementarea politicii fiscale și a setului de reforme structurale de la coordonatele asumate prin acordurile încheiate cu instituțiile internaționale.

Dinamica viitoare a prețurilor materiilor prime reprezintă un important factor de risc generat de manifestarea unor tendințe incipiente pe piețele externe și pe cea internă. Astfel, în cazul persistenței condițiilor climaterice nefavorabile din perioadele recente, riscuri semnificative sunt asociate continuării majorării cotațiilor externe ale materiilor prime agricole de import, precum și a prețurilor interne ale alimentelor, în condițiile obținerii unei recolte agricole mai slabe pe anumite segmente decât cea preconizată în scenariul de bază. În plus, dinamica prețurilor materiilor prime ar putea fi accelerată suplimentar de impactul unei depreciere mai accentuate a leului în raport cu dolarul SUA, în eventualitatea unei evoluții mai puțin favorabile a cursului EUR-USD, asociate problemelor economice și financiare din zona euro.

În runda curentă de prognoză, gradul de incertitudine referitor la dinamica prețurilor administrate în perioada de referință este mai redus decât în rundele anterioare de prognoză datorită publicării recente de către Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei (ANRE) a unor calendare pentru eliminarea prețurilor reglementate la gaze naturale și energie electrică. Riscurile asociate evoluțiilor viitoare ale prețurilor administrate sunt evaluate a fi simetric distribuite în raport cu traiectoria prevăzută în 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

### Evoluția așteptată a variabilelor externe

valori medii anuale

	2012	2013
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	105,5	96,6
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,27	1,24
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	0,66	0,42
Creștere economică în zona euro (%)	-0,21	1,1
Inflația anuală din zona euro (%)	2,36	1,67

Sursa: ipoteze BNR pe baza datelor de la Comisia Europeană, Consensus Economics și cotații futures

### 1.1. Ipoteze externe

Scenariul curent de evoluție a economiei principalului partener comercial al României, zona euro, a fost revizuit în sus cu 0,07 puncte procentuale pentru 2012 și cu 0,15 puncte procentuale pentru 2013 față de Raportul asupra inflației din luna mai. Cu toate acestea, pentru anul curent este prevăzută o contracție a PIB al zonei euro cu 0,2 la sută, pe fondul incertitudinilor cu privire la evoluția crizei datoriiilor suverane, al înăsprirea ofertei de credite și al continuării măsurilor de consolidare fiscală în numeroase țări din

zonă. Revenirea, în 2013, a creșterii economice din respectivele economii în teritoriul valorilor pozitive (1,1 la sută<sup>2</sup>) se datorează consolidării treptate a cererii interne – sub impulsul suportului pe care refacerea graduală a venitului real disponibil este de așteptat să îl ofere consumului privat – concomitent unei redresări a cererii externe, având drept consecință dinamizarea exporturilor cu partenerii comerciali ai zonei.

Rata medie anuală a inflației prețurilor de consum din zona euro este prevăzută a se situa la 2,4 la sută în 2012 și la 1,7 la sută în 2013, valori revizuite în sus cu 0,11 puncte procentuale, respectiv cu 0,10 puncte procentuale. Influența dezinflaționistă de mai mică amploare a deficitului de cerere revizuit la valori mai puțin negative comparativ cu runda anterioară este contrabalansată de impactul inflaționist exercitat de anticiparea continuării majorării impozitelor indirecte din anul curent, simultan cu efectul persistent al recente deprecierea a cursului de schimb al euro.

Rata dobânzii externe EURIBOR la 3 luni este proiectată pe o traiectorie în creștere către finele orizontului de proiecție, valorile medii fiind însă mai reduse decât cele anticipate anterior, în special pentru anul 2013. Traiectoria previzionată a cursului de schimb EUR/USD prevede o apreciere marginală a monedei euro de la nivelurile înregistrate în perioada recentă, evoluție preconizată a se manifesta pe întregul interval de proiecție<sup>3</sup>. În aceste condiții, nivelurile medii din cei doi ani de proiecție rămân marginal inferioare celor din runda precedentă.

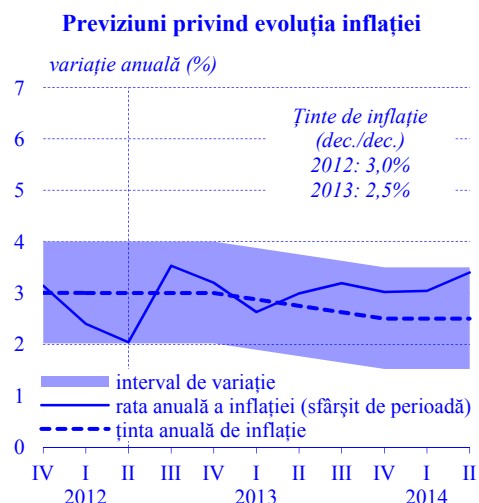
Ipozeza privind evoluția prețului petrolului Brent<sup>4</sup> anticipează scăderi moderate în următoarele trimestre și stabilizarea acestuia în jurul valorii de 96 dolari SUA/baril către finele orizontului de proiecție.

---

<sup>2</sup> Deși ritmul anual de evoluție a PIB din zona euro este pozitiv în 2013, măsura relevantă pentru aproximarea în cadrul modelului a impactului exercitat de cererea externă este *gap*-ul PIB. Evaluările curente indică menținerea în 2013 a *gap*-ului PIB extern la valori negative, în închidere, însă, comparativ cu cel din anul precedent.

<sup>3</sup> Care nu este însă de natură a contrabalansa, la nivel anual, până la finele orizontului de prognoză, impactul deprecierei recente a monedei euro.

<sup>4</sup> Începând cu runda curentă de proiecție, prețul petrolului WTI a fost înlocuit cu prețul petrolului Brent, ipoteza privind evoluția acestuia având la bază cotațiile *futures* ale sortimentului. Motivația acestei înlocuiri se datorează decuplării evoluției prețului sortimentului american WTI de cea a referinței europene Brent, pe fondul unor factori specifici pieței americane (acumularea de stocuri în principal). Corelarea puternică a prețului sortimentului rusesc Urals, relevant pentru piața internă a combustibililor, cu prețul Brent și lichiditatea mai mare a pieței contractelor *futures* Brent recomandă utilizarea acestuia în cadrul proiecției macroeconomice.



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

Sursa: INS, proiecție BNR

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

puncte procentuale

	2012	2013
Prețuri administrate	0,8	1,2
Combustibili	0,4	0,3
Prețuri LFO	0,3	0,3
CORE2 ajustat	1,4	1,0
Produce din tutun	0,3	0,3

\* calcule sfârșit de perioadă; valorile se însumează la inflația IPC folosind date cu două zecimale.

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

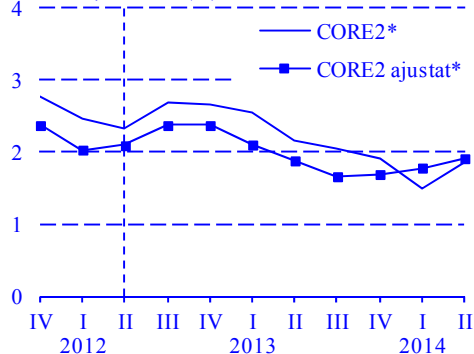
variație anuală

(procente, sfârșit de perioadă)

	2012		2013				2014	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Țintă		3,0				2,5		
Proiecție	3,5	3,2	2,6	3,0	3,2	3,0	3,0	3,4

#### Inflația anuală CORE2 și CORE2 ajustat

variație anuală (%)



\*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

## 1.2. Perspectivele inflației

Similar ultimelor două Rapoarte asupra inflației, rata anuală a inflației IPC este prognozată la valorile de 3,2 la sută la sfârșitul anului curent și 3,0 la sută la finele anului viitor, menținându-se pe întreaga perioadă de referință a proiecției curente în intervalul de variație de  $\pm 1$  punct procentual din jurul țintei centrale.

Față de proiecția precedentă, scenariul de bază actual implică o serie de reconfigurări ale contribuțiilor inflaționiste ale componentelor coșului IPC. Pentru sfârșitul anului 2012, inflația CORE2 ajustat a fost revizuită în sus, în timp ce prețurile volatile ale alimentelor și prețurile combustibililor consemnează o evoluție mai favorabilă. La finele anului viitor, traiectoria inflației CORE2 ajustat se plasează marginal sub cea proiectată anterior, evoluție contrabalansată la nivelul inflației anuale IPC de evoluția relativ mai puțin favorabilă a prețurilor produselor din tutun. Celelalte componente ale coșului de consum se vor plasa la acest orizont la valori similare celor publicate în Raportul asupra inflației din mai.

Proiecția dinamicii anuale a măsurii CORE2 ajustat prevede o accelerare în a doua parte a anului curent, urmată de revenirea acesteia, începând din trimestrul II 2013, la valori situate sub nivelul de 2 la sută. Astfel, valorile prognozate pentru finele anilor 2012 și 2013 sunt de 2,4 la sută și respectiv de 1,7 la sută. În ceea ce privește determinanții inflației CORE2 ajustat, deviația PIB este anticipată să exercite un impact dezinflaționist în scădere pe parcursul intervalului de prognoză, similar celui anticipat în runda anterioară pentru 2012, dar mai puțin pronunțat începând din 2013<sup>5</sup>. Influența nefavorabilă a evoluției recente a cursului de schimb, planarea în continuare a unor incertitudini cu privire la deznodământul crizei politice interne, precum și publicarea de către autoritățile de profil a unui calendar de ajustare a prețurilor energiei electrice și gazelor naturale relativ mai puțin favorabil la adresa inflației determină plasarea anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici pe o traiectorie ușor mai ridicată decât în runda anterioară. Proiecția curentă prevede o accelerare a prețurilor bunurilor din import în a doua jumătate a anului 2012, reflectată și în dinamica măsurii CORE2 ajustat, datorată impactului evoluției recente a cursului de schimb al leului. În continuare, anticiparea disipării treptate a acestui impact pe de-o parte, precum și temperarea dinamicii prețurilor externe, pe de altă parte<sup>6</sup>, determină diminuarea graduală a dinamicii prognozate a prețurilor

<sup>5</sup> Pentru detalii referitoare la presiunile cererii agregate asupra inflației, a se consulta secțiunea următoare.

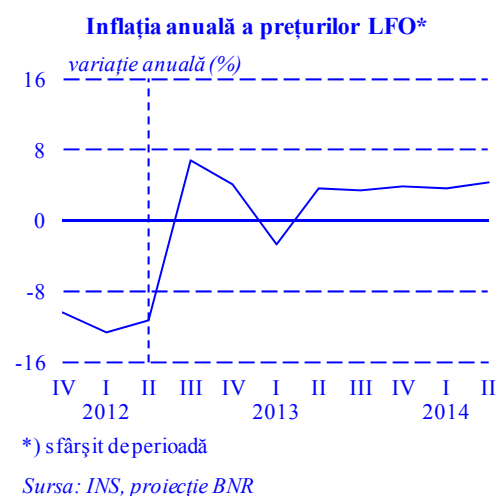
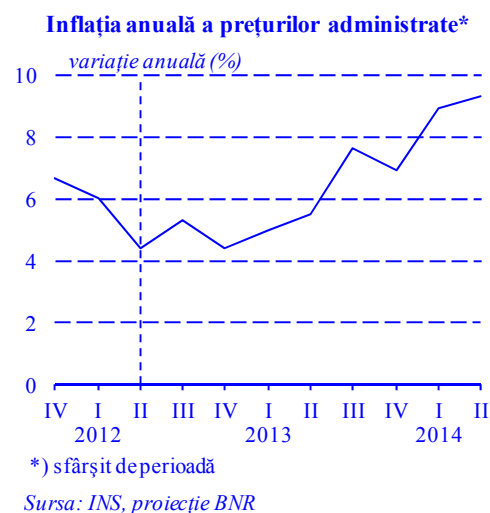
<sup>6</sup> Inflația anuală din zona euro este prevăzută să se reducă în 2013 sub 2 la sută, valoare a cărei vecinătate inferioară definește obiectivul BCE de stabilitate a prețurilor.

de import. În plus, la temperarea inflației CORE2 ajustat va contribui și reducerea variației costurilor salariale unitare anticipată a se materializa preponderent pe parcursul anului viitor, pe fondul preconizării unei reveniri și, ulterior, al consolidării dinamicii favorabile a productivității muncii pe ansamblul economiei naționale.

Configurarea traiectoriei ratei anuale a inflației la produsele din tutun are la bază în principal modificările de accize prevăzute în Codul fiscal și actualizarea referinței<sup>7</sup> (la valorile proiectate) pentru determinarea echivalentului în lei al acestora. Comparativ cu proiecția anterioară, contribuția acestei componente la inflația IPC este nemodificată la sfârșitul anului curent, dar mai ridicată la finele anului 2013 ca urmare a reevaluării în sens ascendent a referinței valabile pentru anul viitor.

Scenariul de evoluție a prețurilor administrate încorporează noile informații publicate de către Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei (ANRE), cu privire la eliminarea prețurilor reglementate la gaze naturale și energie electrică. Prognoza pentru rata anuală a inflației prețurilor administrate se situează la valoarea de 4,4 la sută în decembrie 2012 și la 6,9 la sută la sfârșitul anului 2013. În prima parte a anului 2014, ajustările prevăzute ale prețurilor la gaze naturale și energie electrică induc o accelerare a dinamicii prețurilor administrate, apreciată a fi temporară, cu impact nefavorabil asupra inflației anuale IPC<sup>8</sup>.

Similar rundeii de prognoză anterioare, scenariul de evoluție a prețurilor alimentare volatile este construit pe baza ipotezei unei producții agricole normale pe segmentul legumelor și fructelor, însă cu toate acestea, prevede înregistrarea unor rate de creștere anuale pozitive începând din a doua parte a anului curent, pe fondul manifestării unui efect de bază nefavorabil<sup>9</sup>. Comparativ cu prognoza din Raportul asupra inflației din mai, contribuția anticipată a grupei la inflația anuală IPC este mai redusă pentru sfârșitul anului curent, în principal ca urmare a înregistrării unor evoluții lunare mai favorabile pe parcursul trimestrului II.

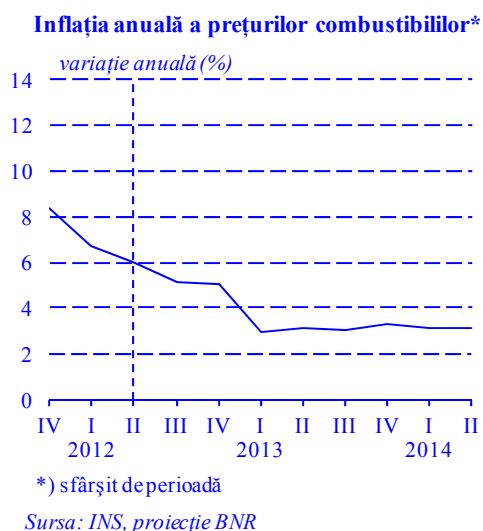


<sup>7</sup> Conform Codului fiscal, valoarea în lei a accizelor datorată bugetului de stat se determină pe baza cursului de schimb valutar stabilit de Banca Centrală Europeană în prima zi lucrătoare a lunii octombrie din anul precedent, publicat în Jurnalul Oficial al Uniunii Europene.

<sup>8</sup> Conform calendarului publicat de ANRE, la acest orizont urmează a fi operate unele ajustări semnificative și simultane ale prețurilor gazelor naturale și energiei electrice, care, coroborate unui efect de bază nefavorabil la nivelul întregii grupe, conduc la accelerarea temporară a creșterilor de prețuri administrate.

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



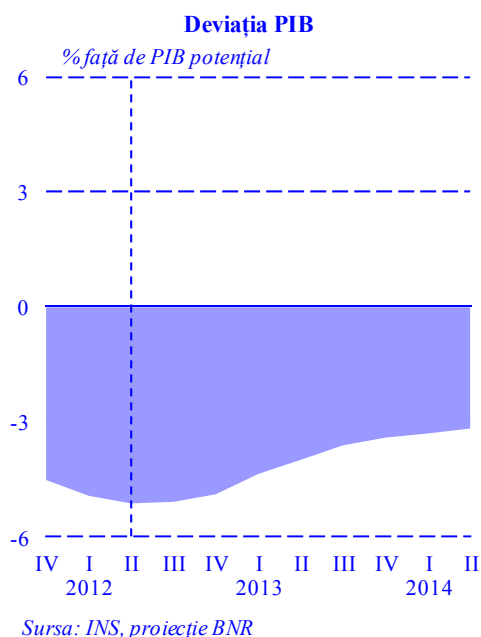


Inflația anuală la grupa combustibili este prognozată pe o traiectorie descendentă în următoarele trei trimestre, urmată de o relativă stabilizare pe restul intervalului de proiecție, valorile anticipate pentru sfârșitul anilor 2012 și 2013 fiind de 5,1 la sută și respectiv 3,3 la sută. Revizuirea în jos a contribuției la inflația IPC pentru sfârșitul anului curent a fost determinată în principal de evoluția favorabilă a cotațiilor internaționale ale petrolului de pe parcursul trimestrului II, contrabalansată de deprecierea leului față de dolarul SUA.

În ansamblu, contribuția cumulată a componentelor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele ale alimentelor cu prețuri volatile (LFO), combustibililor și produselor din tutun – la rata anuală a inflației IPC este de 1,8 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



După ce în primul trimestru al anului 2012 PIB real a înregistrat o nouă variație trimestrială ușor negativă (-0,1 la sută)<sup>11</sup>, pentru trimestrul II 2012 se anticipează o creștere trimestrială moderată a PIB. În termeni anuali, rata de creștere a PIB în trimestrul II 2012 este preconizată a se menține pozitivă, la o valoare mai ridicată decât cea din trimestrul precedent.

În cadrul runde actuale de proiecție, evaluarea PIB potențial relevă o redresare a dinamicii acestuia în 2011 comparativ cu perioada imediat următoare declanșării crizei financiare. Contribuții determinante în acest sens sunt date de anul agricol excepțional și de creșterea investițiilor. Pentru anii 2012 și 2013, ipotezele aferente scenariului de bază presupun o ușoară redresare a forței de muncă și o creștere a investițiilor suficient de mare pentru a contrabalansa deprecierea capitalului. În ipoteza unei performanțe medii a sectorului agricol și a unui volum al operațiunilor de re tehnologizare a capacităților de producție diminuat în comparație cu perioada anterioară crizei economice, la evoluțiile forței de muncă și ale capitalului se adaugă un aport modest al productivității totale a factorilor, ceea ce determină evaluarea dinamicii PIB potențial pentru orizontul de prognoză ca fiind ușor inferioară celei din anul 2011.

<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.

<sup>11</sup> În trimestrul IV 2011, PIB real a scăzut cu 0,2 la sută față de trimestrul anterior.

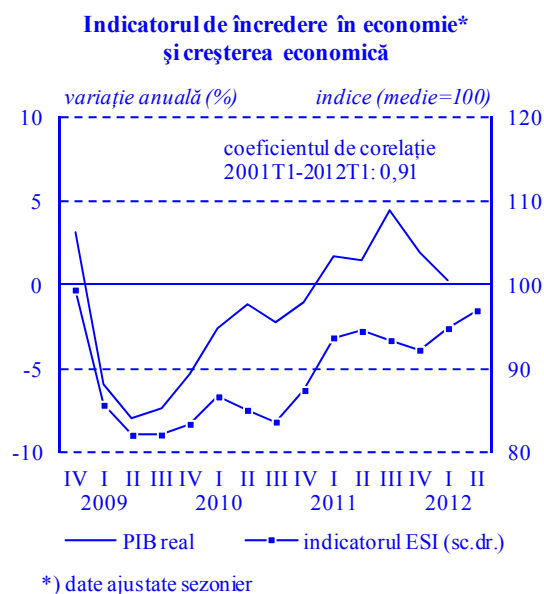
Deficitul de cerere din trimestrul II 2012 este evaluat a fi ușor mai accentuat față de trimestrul anterior, indicând, *ceteris paribus*, creșterea presiunilor dezinflaționiste provenite din partea cererii agregate. Dimensiunea deficitului de cerere în trimestrul II reflectă caracterul persistent al acestuia concomitent cu slăbirea cererii externe, efecte care sunt parțial contrabalansate de reducerea în termeni relativi a caracterului prociclic al politicii fiscale și de menținerea efectului stimulativ al cursului real de schimb asupra cererii agregate prin intermediul canalului exporturilor nete.

Indicatorii corelați cu poziția ciclică a economiei oferă în continuare semnale mixte. Astfel, semnale pozitive provin din creșterea producției industriale (+0,8 la sută) în primele două luni ale trimestrului II, comparativ cu media trimestrului I 2012. De asemenea, în trimestrul II, gradul de utilizare a capacităților de producție<sup>12</sup> și gradul de încredere în economie, măsurat prin intermediul indicatorului ESI, au crescut. Pe de altă parte, rata șomajului BIM a crescut la nivelul de 7,6 la sută în trimestrul II.

Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna mai, deficitul de cerere proiectat este revizuit la valori mai puțin negative în cea de-a doua parte a intervalului de proiecție, fapt de natură a releva presiuni dezinflaționiste relativ de mai mică amplitudine. Reevaluarea deficitului de cerere survine pe fondul caracterului stimulativ proiectat al condițiilor monetare reale de ansamblu, al căror impact este, totuși, în ușoară diminuare comparativ cu runda anterioară, precum și al conduitei componente discreționare a politicii fiscale<sup>13</sup>, a cărei influență este preconizată a deveni temporar stimulativă la adresa activității economice în cursul anului 2013. Efecte de sens contrar, însă de mai mică amploare, asupra deficitului de cerere provin din partea conduitei politicii fiscale pe restul intervalului de proiecție (comportament prociclic), precum și din cea a cererii externe, care, pe fondul revizuirii deviației negative de la trend a PIB real din zona euro la valori mai puțin negative față de runda trecută, este de așteptat să aibă un efect relativ mai puțin restrictiv la adresa activității economice interne.

### Componentele cererii agregate

În trimestrul II 2012 se anticipează o creștere a consumului final efectiv al gospodăriilor față de trimestrul anterior, dinamică susținută de evoluțiile pozitive, în primele două luni ale trimestrului II 2012 comparativ cu media trimestrului anterior, a salariului net real (+2,0 la sută), a volumului cifrei de afaceri pentru serviciile de piață prestate populației (+1,9 la sută) și a



Sursa: INS, CE-DG ECFIN

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

<sup>13</sup> Aproximată prin intermediul impulsului fiscal.

volumului cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul excluzând autovehiculele (+1,6 la sută). De asemenea, indicatorul de încredere a consumatorilor s-a îmbunătățit considerabil în trimestrul II (+6,8 puncte față de trimestrul I 2012), iar creditele noi de consum au consemnat o evoluție ușor pozitivă (+8,5 la sută) în trimestrul II, comparativ cu media trimestrului anterior, tendința negativă din ultimele trimestre fiind astfel întreruptă<sup>14</sup>. Consumul public este preconizat să rămână la un nivel similar celui din trimestrul anterior, dinamica acestuia urmărind eforturile de îndeplinire a angajamentului autorităților de a atinge ținta de deficit bugetar de 2,2 la sută din PIB (metodologie *cash*) în 2012 agreată cu CE, FMI și Banca Mondială<sup>15</sup>. Conform celor mai recente date publicate de MFP, deficitul bugetului general consolidat cumulat în perioada ianuarie-iunie 2012 a fost de 1,12 la sută din PIB.

Consumul individual efectiv al gospodăriilor va cunoaște pe parcursul anului curent o anumită redresare comparativ cu valoarea înregistrată în 2011, urmată de o ușoară accelerare a dinamicii acestuia în cursul anului viitor, evoluții datorate majorărilor deja operate, precum și a celor anticipate, ale venitului disponibil real al populației. La aceasta, principalul aport provine din partea evoluției câștigurilor salariale, atât în sectorul privat, cât și în cel public<sup>16</sup>. Acestea li se adaugă preconizarea consolidării, în intervalul temporal relevant, a tendinței recente de impulsivitate a dinamicii creditării, precum și continuarea anticipată a creșterii gradului de ocupare a forței de muncă. Traectoria proiectată a consumului colectiv efectiv al administrațiilor publice continuă să fie marcată, mai ales pe parcursul anului curent, de continuarea măsurilor de consolidare fiscală necesare atingerii țintelor de deficit bugetar pentru anul curent și următor conform angajamentelor asumate cu CE, FMI și Banca Mondială. În aceste condiții, proiecția curentă anticipează o rată anuală negativă de creștere a componentei în 2012, urmată de revenirea dinamicii acesteia la valori pozitive în cursul anului viitor.

---

<sup>14</sup> Începând cu trimestrul III al anului 2011 până în trimestrul I al anului 2012 inclusiv, creditele noi de consum au înregistrat dinamici trimestriale semnificativ negative.

<sup>15</sup> Conform strategiei fiscal bugetare pentru perioada 2013-2015, publicată de Guvernul României, pentru anul 2012 ținta de deficit bugetar (metodologia *cash*) a fost majorată de la 1,9 la sută din PIB la 2,2 la sută din PIB.

<sup>16</sup> Guvernul României a aprobat prin OUG nr. 19/2012 unele măsuri privind recuperarea reducerilor salariale ale personalului plătit din fonduri bugetare. Textul actului normativ prevede, pentru anul curent, două majorări ale cuantumului brut al salariilor de bază, în lunile iunie și decembrie, cu 8 la sută și, respectiv, 7,4 la sută. Pentru sectorul privat, scenariul de bază al proiecției prevede majorări mai consistente ale veniturilor salariale, cu precădere pe parcursul anului viitor, pe măsura revenirii și ulterior a consolidării dinamicii anuale a productivității muncii în teritoriul valorilor pozitive. Potențarea câștigurilor salariale în termeni reali, atât în sectorul public, cât și în cel privat, va decurge inclusiv din menținerea traectoriei proiectate a ratei anuale a inflației IPC în apropierea țintelor stabilite pe termen mediu.

Formarea brută de capital fix este prognozată să înregistreze, de asemenea, o dinamică trimestrială pozitivă în trimestrul II 2012. Această evoluție a formării brute de capital fix este susținută atât de reluarea dinamicii pozitive a componentei construcțiilor (+11,9 la sută în aprilie și mai față de media trimestrului anterior, după o scădere trimestrială de 5,2 la sută în trimestrul I 2012), cât și a componentei investițiilor în utilaje (producția industrială a bunurilor de capital a crescut cu 0,7 la sută în aprilie și mai față de media trimestrului anterior), evoluție stimulată de creșterea ușoară în termeni reali a creditelor noi acordate companiilor (+10,3 la sută în trimestrul II față de media trimestrului I 2012).

Pentru 2012, se anticipează o dinamică favorabilă a formării brute de capital fix, mai alertă decât cea a consumului final, pe fondul impactului stimulat de anticiparea menținerii unui ritm pozitiv de creștere a sectorului construcțiilor, precum și de îmbunătățirea anticipată a capacității de atragere a fondurilor europene asumată de către autorități. În 2013, componenta este anticipată a-și conserva ritmul relativ înalt de creștere, sub rezerva strictă, însă, a continuării respectării de către guvern a angajamentelor asumate cu privire la creșterea ratei de absorbție a fondurilor UE.

În trimestrul II 2012, exporturile sunt anticipate a-și continua dinamica trimestrială pozitivă, efectul favorabil al deprecierii reale a monedei naționale fiind compensat parțial de cel al contracției anticipate a cererii partenerilor comerciali externi. În contextul unei creșteri anticipate a consumului privat, dinamica trimestrială a importurilor este preconizată a fi de asemenea pozitivă. Datele parțiale privind exporturile și importurile de bunuri și servicii din balanța de plăți<sup>17</sup> (creștere de 0,9 la sută în primele două luni ale trimestrului II 2012 față de media trimestrului I 2012 pentru exporturi, respectiv scădere de 2,2 la sută pentru importuri) confirmă evoluția anticipată din conturile naționale a exporturilor, indicând în același timp un grad ridicat de incertitudine asociat proiecției pe termen scurt a importurilor.

În anul 2012, pe fondul reducerii preconizate a cererii externe adresate produselor românești<sup>18</sup> și a unei pierderi de competitivitate datorată creșterii temporare a costurilor unitare cu forța de muncă, se anticipează o dinamică semnificativ mai redusă a exporturilor comparativ cu anul anterior, superioară însă celei a importurilor. Acestea din urmă vor suferi o decelerare mai accentuată în contextul contrabalansării influenței pozitive a ritmului de creștere a consumului individual al gospodăriilor și a formării brute de

<sup>17</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>18</sup> Pentru detalii, a se vedea Secțiunea 1.1. Ipoteze externe.

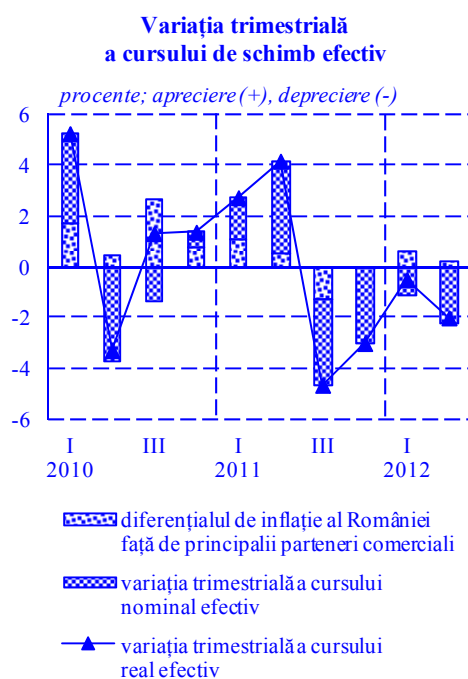
capital fix de efectul nefavorabil în termeni comparativi<sup>19</sup> al traiectoriei preconizate a exporturilor. Pe măsura revenirii în cursul anului următor la valori mai ridicate ale dinamicii cererii interne și exporturilor în contextul refacerii activității din zona euro, ritmul de creștere al importurilor se va majora, fără a-l depăși însă pe cel al exporturilor. În pofida acestui aspect, pe fondul unei creșteri mai semnificative a prețurilor de import comparativ cu cele de export determinată de recenta depreciere a monedei naționale, exporturile nominale sunt contracarate de o dinamică mai alertă a importurilor, determinând astfel o majorare marginală a deficitului de cont curent proiectat în 2012 comparativ cu anul anterior, urmând a se menține la aceeași valoare aferentă anului curent și în 2013.

### Condițiile monetare reale în sens larg

Condițiile monetare reale 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>20</sup>.

În trimestrul II 2012, ratele nominale ale dobânzilor în lei, practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebankari<sup>21</sup>, au scăzut atât în cazul creditelor cât și al depozitelor. În condițiile situării anticipațiilor inflaționiste la o valoare aproximativ egală celei din trimestrul anterior, reducerea în termeni nominali a fost transmisă integral ratelor reale. Pe ansamblu, deviația ratelor reale ale dobânzilor din trimestrul II 2012 față de nivelurile de echilibru pe termen mediu sugerează diminuarea caracterului ușor restrictiv al acestora asupra activității economice viitoare.

Pe parcursul trimestrului II 2012, deprecierea monedei naționale<sup>22</sup> în termeni reali a continuat într-un ritm mai accentuat decât în trimestrul anterior. Aceasta implică o îmbunătățire a competitivității prin preț a exporturilor românești și, din acest punct de vedere, accentuarea efectului stimulativ asupra cererii agregate viitoare. Deprecierea efectivă în termeni reali a monedei naționale este



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

<sup>19</sup> Raportat la anul anterior, consumul individual și formarea brută de capital fix înregistrează în anul curent creșteri ceva mai alerte, în timp ce exporturilor au un ritm de creștere mai redus.

<sup>20</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>21</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>22</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.

determinată în principal de deprecierea în termeni nominali a acesteia atât față de euro, cât și față de dolarul SUA, în timp ce diferențialul de inflație față de partenerii comerciali acționează în sensul reducerii efectului deprecierei nominale asupra deprecierei reale.

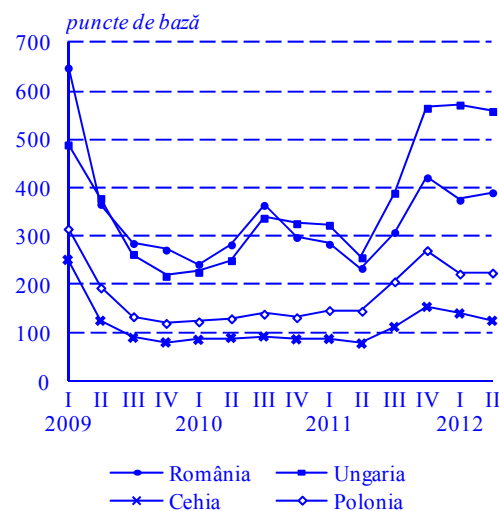
În trimestrul II 2012 a avut loc o deteriorare a percepției investitorilor asupra României și, într-o mai mică măsură, a statelor din regiune, sugerând o evoluție adversă a riscului suveran, care a contribuit la deprecierea monedei naționale în termeni nominali. Spre deosebire de impulsul stimulat transmis prin canalul exporturilor nete, cursul de schimb induce, prin intermediul efectului de avuție și bilanț, un efect restrictiv asupra activității economice viitoare.

Conform evaluării BNR, ansamblul condițiilor monetare reale din trimestrul II 2012 exercită la nivel agregat o influență stimulativă în creștere asupra activității economice viitoare, sensul acesteia fiind determinat în principal de poziționarea față de nivelul de echilibru a cursului real efectiv. Subevaluarea leului determină un efect stimulativ provenit din partea cursului real de schimb prin canalul exporturilor nete, acesta fiind doar parțial contrabalansat 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 proiecție, comparativ cu Raportul asupra inflației din mai, condițiile monetare reale în sens larg exercită pe ansamblu o influență mai puțin stimulativă la adresa activității economice, ca rezultat al unor modificări în ceea ce privește impactul factorilor determinanți. Astfel, influența cursului real de schimb prin canalul exportului net rămâne principalul determinant al stimulativității condițiilor monetare reale doar în prima parte a intervalului de proiecție<sup>23</sup>, urmând ca în cea de-a doua parte să-și diminueze mai întâi intensitatea pentru ca apoi, spre finele orizontului de prognoză, să își inverseze și sensul influenței. Similar prognozei precedente, traiectoria ratei dobânzii de politică monetară este calibrată pentru a asigura, în paralel cu consolidarea ratei inflației în interiorul intervalului de variație din jurul țintei, premisele necesare obținerii unei creșteri economice sustenabile pe termen lung. Consistent cu traiectoria proiectată a ratei dobânzii de politică monetară, impactul cumulat al deviațiilor de la trenduri ale ratelor reale ale dobânzilor la credite și depozitele denominate în lei este preconizat a exercita un efect stimulativ la adresa cererii agregate, pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză.

Efectul de avuție și bilanț al cursului de schimb va exercita o influență favorabilă pe tot intervalul de prognoză și nu doar în a

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



Sursa: Bloomberg

<sup>23</sup> În runda precedentă de prognoză, influența cursului real de schimb prin canalul exportului net pe parcursul intervalului de proiecție era permanent stimulativă.

doua parte, cum se anticipa în runda precedentă. Mai mult, la acest orizont, în ipoteza realizării unor progrese mai alerte în corectarea dezechilibrelor macroeconomice care au afectat în perioadele recente atât economia zonei euro, cât și activitatea economică internă – anticipate a determina inclusiv îmbunătățirea percepției de risc a investitorilor față de plasamentele în active denumite în lei – se preconizează că efectul de avuție și bilanț al cursului de schimb va exercita o influență mai stimulantă la adresa activității economice comparativ cu runda precedentă.

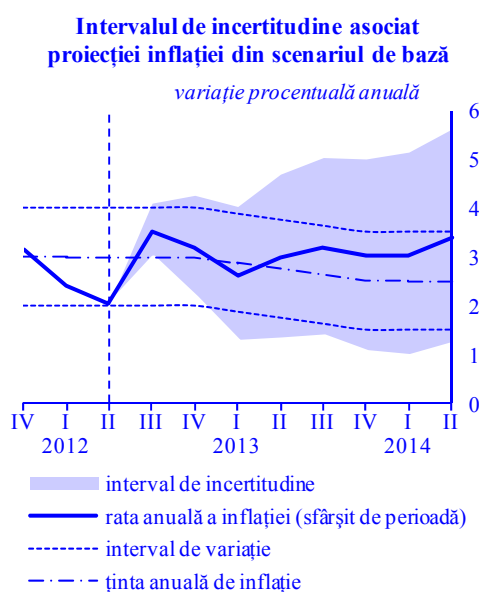
#### 1.4. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor la adresa ratei anuale a inflației IPC este înclinată în sensul abaterii în sus față de traiectoria proiectată în scenariul de bază, gradul de asimetrie fiind sensibil mai ridicat în runda curentă de prognoză comparativ cu cea precedentă.

Această configurare a balanței riscurilor este cauzată atât de factori externi cât și interni: pe plan extern, incertitudinile sunt asociate evoluției situației economice și financiare a zonei euro, iar pe plan intern, sunt legate de persistența instabilității politice, precum și de implementarea, în contextul anului electoral, a măsurilor convenite prin acordul cu UE, FMI și Banca Mondială.

Pe plan extern, o eventuală deteriorare a coordonatelor macroeconomice ale zonei euro sau o accentuare a aversiunii la risc a investitorilor pe fondul nerezolvării crizei datoriei suverane ar avea un impact nefavorabil asupra economiei românești, cu potențial de a fi propagate prin canalele financiar, comercial sau care vizează apetitul față de risc al investitorilor. O majorare a necesarului de finanțare în zona euro ar putea conduce la diminuarea fluxurilor de capital orientate spre țările emergente, implicit și spre România. Reducerea fluxurilor de capital ar putea determina deprecierea monedei naționale cu impact nefavorabil asupra ratei inflației, dar și majorarea costurilor finanțării și reducerea creditării cu un efect negativ asupra activității economice. De asemenea, o creștere economică mai redusă decât cea anticipată în zona euro ar putea genera o reducere a cererii de exporturi românești cu impact asupra creșterii economice. În consecință, o deteriorare a factorilor fundamentali care favorizează în scenariul de bază stabilizarea și, ulterior, redresarea treptată a cadrului macroeconomic intern ar putea duce la o deteriorare a sentimentului investitorilor la nivel global, cu efecte potențatoare nefavorabile asupra fluxurilor de capital îndreptate spre economia națională.

Pe plan intern, unul din riscurile de abatere în sus a ratei inflației de la valorile prognozate este reprezentat de instabilitatea politică recent manifestată, care a contribuit, alături de contextul



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

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

macroeconomic global încă nefavorabil, la creșterea aversiunii investitorilor străini față de plasamentele denominate în lei. Ca și în Raportul asupra inflației din luna mai, în contextul anului electoral rămân preocupante conduita politicii fiscale și implementarea programelor de reforme structurale din perspectiva atingerii țintelor cantitative și calitative asumate prin acordurile de finanțare încheiate cu instituțiile internaționale, având în vedere că un eventual derapaj de la prevederile acordurilor ar putea amplifica aversiunea la risc a investitorilor și, astfel, reducerea intrărilor de capital.

În runda curentă de proiecție, riscuri relativ echilibrate de abatere a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază se apreciază că provin din partea evoluției prețurilor administrate, în contextul atenuării treptate în perioadele recente a tensiunilor manifestate anterior pe aceste piețe. Pentru gaze naturale și energie electrică, două dintre principalele categorii de prețuri administrate<sup>24</sup>, Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei a publicat calendare ce prevăd eliminarea prețurilor reglementate la aceste produse. Totuși, incertitudini continuă să persiste, în condițiile în care o cuantificare explicită a impactului pe care fiecare etapă a liberalizării o va avea asupra prețurilor pentru consumatori a fost atașată doar pentru gaze naturale. Totodată, în cazul persistenței condițiilor climaterice nefavorabile din perioadele recente, riscuri semnificative sunt asociate continuării majorării cotațiilor externe ale materiilor prime agricole de import, precum și a prețurilor interne ale alimentelor, în condițiile obținerii unei recolte agricole mai slabe pe anumite segmente decât cea preconizată în scenariul de bază. În plus, dinamica prețurilor materiilor prime ar putea fi accelerată suplimentar de impactul unei depreciere mai accentuate a leului în raport cu dolarul SUA, în eventualitatea unei evoluții mai puțin favorabile a cursului EURUSD asociate problemelor economice și financiare din zona euro.

## 2. Evaluarea de politică monetară

Conform previziunilor băncii centrale, dezinflația reîncepută la mijlocul anului anterior s-a prelungit pe parcursul primelor două luni ale trimestrului II 2012, iar în iunie, în linie cu prognozele BNR ce semnalau creșterea temporară a inflației indusă de efecte statistice de bază în trimestrul III al anului curent, rata anuală a inflației și-a inversat sensul evoluției, urcând marginal până la nivelul de 2,04 la sută. Ritmul decelerării inflației în primele 6 luni a fost mai rapid decât se anticipase anterior, în principal datorită relativei accentuări a dinamicii anuale negative a prețurilor volatile

<sup>24</sup> Energia electrică și gazele naturale dețin împreună o pondere de 49 la sută în totalul bunurilor și serviciilor cu prețuri administrate.



ale produselor alimentare, coroborată cu manifestarea estompată în această perioadă a efectului advers al deprecierei mai ample a leului, în condițiile persistenței deficitului de cerere agregată.

Perspectiva inflației evidențiată de proiecția actualizată a evoluțiilor macroeconomice a rămas totuși similară celei relevate în cadrul precedentului exercițiu de prognoză<sup>25</sup>, în condițiile în care, pe termen scurt, efectul ușoarei scăderi anticipate a intensității șocurilor inflaționiste pe partea ofertei<sup>26</sup> este contrabalansat de cel al creșterii moderate a ratei anuale previzionate a inflației CORE2 ajustat; aceasta din urmă este rezultanta exclusivă a deprecierei mai pronunțate a leului, implicit a creșterii în termeni relativi a anticipațiilor inflaționiste, al căror impact este parțial atenuat de intensificarea presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată decurgând din revizuirea descendentă a previziunilor privind ritmul redresării economiei în următoarele trimestre.

Totodată, pe orizontul mai îndepărtat al proiecției, atât valorile proiectate ale componentei de bază a inflației, cât și cele ale componentei determinate de acțiunea factorilor de natura ofertei se reînscriu, în linii generale, pe coordonatele evidențiate de proiecția anterioară. În aceste condiții, rata anuală proiectată a inflației continuă să se mențină, de-a lungul întregului orizont de prognoză, în interiorul intervalului de variație din jurul punctelor centrale ale țintelor de inflație<sup>27</sup> și să se plaseze la finele anilor 2012 și 2013 la nivelurile de 3,2 la sută și, respectiv, 3 la sută. Traectoria acesteia străpunge doar temporar, în ultimul trimestru al actualului orizont de prognoză (trimestrul II 2014), limita superioară a intervalului de variație, exclusiv datorită ajustărilor mai ample de prețuri administrate anticipate a fi efectuate în contextul procesului de liberalizare a tarifelor energiei electrice și gazelor naturale ce va debuta curând.

Prognoza actualizată a inflației, precum și previziunile privind dinamica redresării economiei pe termen scurt și mediu sunt grevate însă de incertitudini și riscuri crescute, generate primordial de mediul extern, dar și de cel intern. Sporirea recentă a aversiunii globale față de risc a investitorilor ca urmare a evoluției crizei datoriilor suverane și problemelor sectorului financiar din unele țări ale zonei euro, împreună cu riscul contagiunii generează efecte amplificate de recente tensiuni politice ale căror consecințe le-au constituit ascensiunea abruptă a cursului de schimb al leului și

---

<sup>25</sup> La rândul său, aceasta a fost similară celei evidențiate de prognoza publicată în Raportul asupra inflației din luna februarie 2012.

<sup>26</sup> Acestea includ, în principal, ajustări de prețuri administrate, creșteri ale prețurilor volatile și majorări ale prețului produselor din tutun.

<sup>27</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.

cantonarea lui ulterioară în proximitatea maximelor istorice atinse în prima parte a lunii iulie, evoluții de natură să exercite presiuni inflaționiste în viitorul apropiat și să afecteze anticipațiile inflaționiste.

În acest context, preocupante din perspectiva conducerii politicii monetare sunt potențialele implicații adverse ale unei eventuale prelungiri a tensiunilor politice interne, conjugată cu persistența incertitudinilor circumscrise evoluției crizei datoriilor suverane din zona euro, implicit a volatilității înalte a aversiunii globale față de risc. Aceste implicații s-ar putea manifesta într-o accentuare a ieșirilor nete de capital, având consecințe asupra traiectoriei cursului de schimb și evoluției anticipațiilor inflaționiste, precum și asupra costurilor aferente finanțării deficitului fiscal și refinanțării datoriei publice, de natură să inducă, prin majorarea cheltuielilor bugetare specifice, riscuri la adresa țintei de deficit fiscal și, în mod indirect, la adresa perspectivelor inflației, ținând seama și de efectul contracționist asupra creșterii economice al unei deprecieri mai pronunțate, manifestat prin intermediul canalului de avuție și bilanț.

Toate aceste implicații ar putea fi amplificate de posibila prelungire a actualei faze a crizei datoriilor suverane sau de eventuale noi episoade de acutizare a acesteia, alături de o restrângere de durată a accesului băncilor și companiilor locale la finanțarea externă, pe fondul accentuării problemelor din sistemul bancar european și al intensificării procesului de ajustare a bilanțurilor instituțiilor de credit din zona euro, precum și a eforturilor lor de capitalizare, care ar putea afecta disponibilitatea lichidității și constrânge finanțarea grupurilor bancare din Uniunea Europeană.

Relativa încetinire pe care redresarea economiei românești ar urma să o sufere în aceste condiții ar putea fi accentuată de o eventuală agravare a crizei datoriilor suverane și de prelungirea implicită a recesiunii zonei euro, în condițiile în care efectele contracționiste ale cursului de schimb al leului s-ar amplifica, iar exporturile și investițiile ar fi advers influențate de slăbirea cererii externe și de scăderea intrărilor de capital. Într-un asemenea context, este de așteptat ca impactul nefavorabil exercitat de cursul de schimb asupra inflației să fie sensibil atenuat pe termen scurt și posibil chiar contrabalansat pe termen mediu de intensificarea presiunilor dezinflaționiste ale cererii agregate, decurgând din relativa adâncire, în raport cu proiecția, a deficitului acesteia.

Continuarea deteriorării mediului extern, implicând o potențială încetinire mai severă a redresării economiei românești, 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, precum și la adresa perspectivei inflației. 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 contracararea aversiunii față de risc a investitorilor internaționali, și, implicit, pentru consolidarea ratelor joase ale inflației și redresarea pe baze sustenabile a economiei românești.

Un alt risc la adresa perspectivei inflației generat de mediul extern îl constituie posibila creștere mai amplă a prețurilor internaționale ale unor materii prime agricole, ca efect al secetei prelungite ce afectează teritorii extinse din țări mari producătoare de asemenea bunuri. În actualul context, este de așteptat ca impactul inflaționist al acestor prețuri să fie potențat de deprecierea consemnată de leu în raport cu principalele monede, dat fiind că piețele specifice sunt, de regulă, cotate în dolari SUA, dar și de previzibilul impact advers exercitat asupra unor segmente ale producției agricole interne de condiții meteorologice nefavorabile similare.

În schimb, balanța riscurilor induse de prețurile internaționale ale materiilor prime energetice, incluzând prețul petrolului, pare a se fi echilibrat, cel puțin pe termen scurt. Astfel, aceste categorii de prețuri ar putea suferi o abatere ascendentă de la traiectoria previzionată în ipoteza escaladării tensiunilor geopolitice în anumite zone ale lumii și/sau a creșterii peste așteptări a cererii formulate de China. În același timp însă, o eventuală deteriorare substanțială a creșterii economiei globale, corelată, cel mai probabil, cu o agravare a crizei datoriilor suverane și a problemelor sistemului bancar din zona euro, ar putea provoca o deviere consistentă a acestor prețuri de la valorile așteptate. Pe acest fond, dar mai ales ca urmare a actualizării previziunilor privind ajustarea prețurilor administrate pe baza reperelor oferite de calendarele de liberalizare a tarifelor energiei electrice și gazelor naturale aprobate recent de autorități, corespunzător angajamentelor din acordurile convenite cu UE, FMI și Banca Mondială, balanța riscurilor induse de acest factor la adresa perspectivei inflației a devenit, de asemenea, relativ echilibrată.

Perspectiva menținerii 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 o accentuare sensibilă a riscurilor asimetrice asociate, în condițiile în care sporirea aversiunii față de risc pe plan global suprapusă unei prelungiri a tensiunilor politice interne poate antrena ieșiri nete suplimentare de capital, cu impact nefavorabil asupra cursului de schimb al leului.

Considerând că înrăutățirea balanței riscurilor la adresa perspectivei inflației impune păstrarea unei atitudini prudente a politicii monetare în vederea ancorării eficiente a anticipațiilor inflaționiste și asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 2 august 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.

