



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

August 2009

Anul V, nr. 17

Serie nouă

ISSN 1582-2923

N O T Ă

*Datele statistice au fost furnizate de Institutul Național de Statistică,
Ministerul Finanțelor Publice,
Ministerul Muncii, Familiei și Protecției Sociale,
Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă,
EUROSTAT, FMI, Departamentul Energiei al SUA
și Banca Națională a României.*

*Unele dintre aceste date au caracter provizoriu,
urmând a fi revizuite în publicațiile ulterioare.*

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

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

Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București

Cuvânt înainte

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

Pentru a răspunde acestei cerințe, BNR a revizuit atât structura *Raportului asupra inflației*, cât și periodicitatea publicării (acum trimestrială, în conformitate cu frecvența ciclului de prognoză). Pe lângă informațiile referitoare la evoluțiile economice și monetare și la rațiunile care au stat la baza deciziilor de politică monetară din perioada analizată, raportul trimestrial include proiecția BNR privind evoluția ratei inflației pe un orizont de opt trimestre, incertitudinile și riscurile asociate 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 finalizat în data de 3 august 2009 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 4 august 2009.

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

Lista abrevierilor

AIE	Administrația pentru Informații privind Energia (din cadrul Departamentului Energiei al SUA)
AMIGO	ancheta asupra forței de muncă în gospodării
ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BVB	Bursa de Valori București
CD	certIFICATE de depozit
CNP	Comisia Națională de Prognoză
COICOP	clasificarea consumului individual pe destinații
CRB	Centrala Riscurilor Bancare
DAE	dobânda anuală efectivă
EUROSTAT	Oficiul de Statistică al Comunităților Europene
FBCF	formarea brută de capital fix
FED	Sistemul Rezervelor Federale ale SUA
FMI	Fondul Monetar Internațional
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i> (Comisia Federală a Operațiunilor de Piață)
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
IFI	instituții financiare internaționale
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IPPI	indicele prețurilor producției industriale
IVU	indicele valorii unitare
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
MMFPS	Ministerul Muncii, Familiei și Protecției Sociale
OCDE	Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică
ON	<i>overnight</i>
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBID	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele atrase de bănci
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
SEC 95	Sistemul European de Conturi
VAB	valoarea adăugată brută
1W	o săptămână
12M	12 luni

Cuprins

I. SINTEZĂ	7
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI	12
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE.....	16
1. Cererea și oferta	16
1.1. Cererea	16
1.2. Oferta	22
2. Piața muncii	23
2.1. Forța de muncă.....	24
2.2. Venituri	25
3. Prețurile de import și prețurile de producție	26
3.1. Prețurile de import	27
3.2. Prețurile de producție	28
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE.....	30
1. Politica monetară.....	30
2. Piețe financiare și evoluții monetare	34
2.1. Ratele dobânzilor	34
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	36
2.3. Moneda și creditul.....	38
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI.....	43
1. Scenariul de bază.....	44
1.1. Perspectivele inflației	44
1.2. Presiuni exogene asupra inflației	47
1.3. Presiuni din partea cererii agregate	49
1.4. Riscuri asociate proiecției	56
2. Evaluarea de politică monetară.....	59

I. SINTEZĂ

Evoluția inflației și cauzele acesteia

În luna iunie 2009, rata anuală a inflației IPC a atins nivelul de 5,86 la sută, în scădere cu 0,85 puncte procentuale față de luna martie (6,71 la sută). În cursul trimestrului II impactul declinului cererii agregate asupra ritmului de creștere a prețurilor de consum a devenit mai vizibil, producând efecte semnificative inclusiv asupra componentelor dominate în mod obișnuit de influența factorilor de natura ofertei (prețurile combustibililor și cele ale produselor alimentare).

În cadrul grupei prețurilor volatile, principala influență favorabilă asupra ratei inflației a provenit din partea prețurilor combustibililor, efectele contracției cererii și ale aprecierii în trimestrul II a leului față de dolarul SUA dominându-le pe cele ale creșterii către sfârșitul perioadei a cotațiilor petrolului pe piața internațională. Dinamica prețurilor mărfurilor alimentare a fost, de asemenea, favorabilă. Reducerea ritmului de creștere a fost moderată în cazul grupei prețurilor volatile, dar relativ accentuată pentru prețurile produselor alimentare incluse în indicele CORE2.

Pornind de la valori foarte ridicate în primele două luni ale anului, ritmul anual de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă în industrie s-a redus cu începere din luna martie. Astfel, deși nu au fost în întregime eliminate, presiunile inflaționiste ale costurilor salariale, acumulate în perioadele anterioare, s-au atenuat semnificativ în sectorul industrial. Pe ansamblul economiei însă, aceste presiuni sunt încă pronunțate, datorită influențelor provenite din alte sectoare, cu deosebire cel public.

În luna iunie, rata anuală a inflației de bază CORE2 s-a situat ușor peste cea a inflației totale, în principal datorită accelerării pronunțate a creșterii prețurilor produselor din tutun, pe seama influenței accizelor. În schimb, rata inflației CORE2 ajustată, care elimină din calcul prețurile produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice, a coborât semnificativ sub cea a inflației IPC (până la 4,8 la sută), scăzând cu 1,4 puncte procentuale față de martie 2009. Influențele favorabile s-au datorat dinamicilor prețurilor importurilor și produselor alimentare, precum și atenuării relative a anticipațiilor inflaționiste.

Deși semnificativă, reducerea în trimestrul II a inflației de bază ajustate apare a fi relativ lentă având în vedere ritmul contracției cererii agregate. Manifestarea cu un decalaj a dezinflației, observată până în prezent, reflectă, pe lângă posibile efecte ale incertitudinii ridicate, persistența unor rigidități structurale în economia românească, manifestate pe unele segmente ale piețelor bunurilor și serviciilor, ale pieței muncii și ale cheltuielilor bugetare. Aceste rigidități sunt ilustrate de stagnarea dinamicii prețurilor bunurilor nealimentare incluse în indicele CORE2 ajustat și subliniază importanța critică a continuării reformelor structurale pentru sustenabilitatea pe termen lung a procesului dezinflaționist și favorizarea relansării sănătoase și durabile a activității economice.

În trimestrul I 2009, impactul crizei globale asupra economiei naționale, propagat inițial prin canalele financiar și al comerțului exterior, s-a amplificat substanțial. Pentru prima oară după anul 2000, creșterea economică a înregistrat o rată anuală negativă, de -6,2 la sută, accentuând, comparativ cu trimestrul IV 2008, scăderea PIB real sub nivelul său potențial. Contribuția dominantă la contracția activității economice a avut-o reducerea puternică a cererii interne sub

aspectul tuturor componentelor sale. Consumul privat și-a accelerat substanțial scăderea comparativ cu trimestrul anterior, în timp ce formarea brută de capital fix s-a redus ușor, iar variația stocurilor a adăugat o puternică influență negativă creșterii economice. Comprımarea cererii interne s-a datorat atăt dinamicii nefavorabile a resurselor de finanțare aflate la dispoziția populației și corporațiilor, cât și diminuării în termeni relativi a înclinației către consum și investire (cu creșterea în paralel a înclinației către economisire), pe fondul incertitudinii cu privire la durata efectelor negative ale crizei economice asupra fluxurilor viitoare ale veniturilor. Amplitudinea scăderii PIB real în trimestrul I a fost atenuată de contribuția favorabilă a exportului net, contracția în termeni anuali a importurilor fiind sensibil mai accentuată decât cea a exporturilor. În același timp, dinamica diferențiată a importurilor și exporturilor a contribuit la ajustarea substanțială a deficitului de cont curent.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

La data de 6 mai 2009, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei dobânzii de politică monetară cu 0,5 puncte procentuale, la 9,5 la sută pe an. Decizia a fost motivată de revizuirea în jos a prognozei pe termen mediu a inflației și de relativa ameliorare a riscurilor unei evoluții nefavorabile în raport cu această prognoză. Reevaluarea perspectivelor inflației a avut loc pe fondul decelerării puternice a creșterii economice în trimestrul IV 2008 și al acumulării treptate la începutul anului 2009 a indiciilor privind trecerea acesteia în teritoriu negativ.

Ulterior deciziei de politică monetară din 6 mai 2009, datele statistice au confirmat tendințele anticipate de BNR. Rata anuală a inflației a continuat și în luna mai evoluția descendentă începută în luna martie, iar creșterea economică anuală a devenit negativă în trimestrul I. Magnitudinea contracției PIB s-a dovedit însă a fi semnificativ peste cea anticipată, intensificarea crizei economice globale accentuând manifestarea efectelor acesteia asupra economiei naționale.

Presiunile dezinflaționiste ale adâncirii deficitului de cerere au fost susținute de temperarea volatilității cursului de schimb al monedei naționale la niveluri sub cele de la începutul anului, la care au contribuit atenuarea semnificativă a dezechilibrului extern al economiei și încheierea aranjamentului multilateral de finanțare externă cu Fondul Monetar Internațional, Uniunea Europeană și alte instituții financiare internaționale.

Cu toate acestea, în perioada luată în considerare, reducerea inflației a avansat într-un ritm relativ lent având în vedere amploarea declinului cererii agregate. Dincolo de influența factorilor conjuncturali, relativa persistență a inflației a fost întreținută și de ajustarea întârziată sau insuficientă a dinamicii salariilor la cea a productivității muncii în unele sectoare ale economiei.

Analizând aceste evoluții macroeconomice, în ședința din 30 iunie 2009 Consiliul de administrație al BNR a identificat necesitatea menținerii unei conduite echilibrate a politicii monetare, care să permită consolidarea perspectivelor de convergență a ratei inflației către țintele stabilite pe termen mediu în paralel cu revitalizarea sustenabilă a procesului de creditare a economiei naționale. Decizia de politică monetară adoptată de Consiliul de administrație a inclus un set de măsuri destinate recalibrării ansamblului condițiilor monetare reale, fluidizării fluxului de lichidități și asigurării unui nivel adecvat al acestora, precum și revenirii graduale a ratelor dobânzilor practicate de băncile comerciale față de clienții nebankari – atăt la depozite, cât și la credite – la poziția funcțională firească în raport cu rata dobânzii de politică monetară. Măsurile au fost: o nouă reducere cu 0,5 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 9 la sută pe an; reducerea ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei ale instituțiilor de credit la nivelul de 15 la sută (de la 18 la sută) și a

cele aplicabile pasivelor în valută la nivelul de 35 la sută (față de 40 la sută), ambele pentru scadențele reziduale de sub doi ani, începând cu perioada de aplicare 24 iulie-23 august 2009.

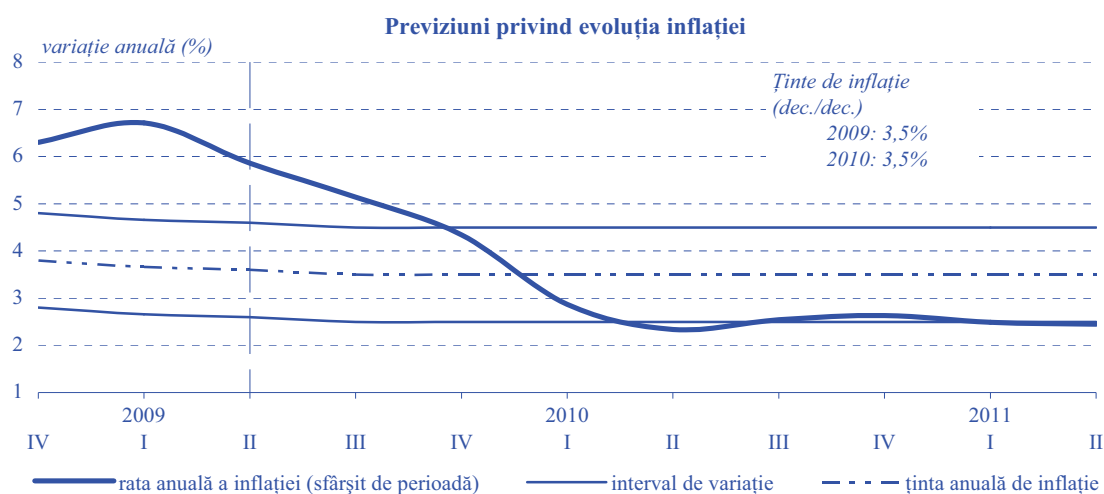
Perspectivile inflației

La sfârșitul trimestrului II al anului 2009, rata anuală a inflației s-a situat cu 0,5 puncte procentuale sub nivelul prognozat în *Raportul asupra inflației* din luna mai. Severitatea peste așteptări a contracției activității economice în trimestrul I și anticipările nefavorabile pentru trimestrul II sugerează însă acumularea unui deficit de cerere substanțial. Perioada de timp necesară intensificării efectelor dezinflaționiste ale acestuia reprezintă o importantă sursă de incertitudine cu privire la perspectivele inflației.

În prima parte a trimestrului II a continuat evoluția descendentă a deficitului de cont curent. Corecția inevitabilă a dezechilibrului extern, începută în trimestrul IV 2008, a fost augmentată de impactul penuriei resurselor de finanțare externe, declanșată de criza globală. Viteza cu care se produce această corecție ridică problema unei posibile ajustări excesive a economiei naționale, reflectată în declinul abrupt al importurilor pe seama contracției cererii interne, chiar dacă este probabil ca cea mai mare parte a corecției deficitului extern să fi avut loc în prima parte a anului curent.

Pe de o parte, ajustarea substanțială a dezechilibrului extern a contribuit, prin reducerea uneia dintre principalele vulnerabilități ale economiei românești, la tendința recentă de temperare a volatilității cursului de schimb al monedei naționale, atenuând importanța acestuia ca sursă de presiuni inflaționiste pe parcursul intervalului de prognoză. Pe de altă parte, în timp ce sectorul public a menținut un deficit semnificativ, ajustarea externă a fost suportată preponderent de sectorul privat al economiei. La aceasta au contribuit atât contracția cererii de consum, cât și declinul investițiilor, evoluție coroborată cu reducerea abruptă a importurilor de capital. Este de așteptat ca aceste efecte să contribuie la reducerea temporară a ratei de creștere a PIB potențial, proces ce urmează a fi inversat treptat, pe măsura epuizării efectelor contracționiste ale crizei globale.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2009 la nivelul de 4,3 la sută, cu 0,1 puncte procentuale sub cel prognozat în *Raportul asupra inflației* din luna mai 2009. Pentru sfârșitul anului 2010 se prevede reducerea ratei inflației la 2,6 la sută, nivel situat atât sub cel al țintei centrale (3,5 la sută), cât și sub valoarea prognozată anterior (2,8 la sută).



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

Sursa: INS, calcule BNR

Deși prognoza inflației IPC pentru anul 2009 se abate doar marginal de la cea din luna mai, în scenariul curent sunt reevaluate contribuțiile relative ale factorilor de influență asupra indicelui agregat al prețurilor. Dinamicile proiectate ale prețurilor volatile (ale combustibililor și ale unor mărfuri alimentare) și ale prețurilor administrate exercită o influență favorabilă comparativ cu prognoza precedentă. Acest efect este contrabalansat de o reducere mai lentă decât cea prevăzută anterior a inflației CORE2 până la sfârșitul anului 2009, în pofida unui deficit de cerere semnificativ mai accentuat. Unul dintre factorii anticipați de frânare a dezinflației îl constituie menținerea în prima parte a intervalului de prognoză a tendinței manifestate până în prezent de inflația de bază de a reacționa într-o măsură atenuată și cu întârziere la declinul cererii agregate. În plus, proiecția curentă înglobează ipoteza unui efect nefavorabil mai accentuat al majorării programate a accizelor pentru produsele din tutun, transmisă atât direct asupra nivelurilor prețurilor, cât și indirect, prin intermediul așteptărilor inflaționiste.

Pentru anul 2010, proiecția prevede accelerarea dezinflației, susținută în principal de acumularea presiunilor deficitului de cerere și de consolidarea treptată a tendinței descendente a anticipațiilor privind inflația. Revizuirea în jos cu 0,2 puncte procentuale a prognozei ratei inflației IPC se datorează și scenariilor mai favorabile privind dinamicile prețurilor administrate și ale celor ale combustibililor.

Similar proiecției din luna mai, prognoza curentă prevede reintrarea ratei inflației în intervalul de variație din jurul țintei centrale în ultimul trimestru al anului 2009. BNR va continua calibrarea ansamblului condițiilor monetare reale în scopul menținerii ratei inflației în coordonatele proiectate, urmărind în același timp crearea condițiilor necesare pentru revitalizarea sustenabilă a procesului de creditare a economiei. Atingerea acestor obiective într-o manieră durabilă este condiționată de lipsa unor ample șocuri externe adverse și de cooperarea adecvată a celorlalte politici macroeconomice cu politica monetară.

Balanța generală a riscurilor de abatere a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază al prognozei actuale apare a fi relativ echilibrată. Cele mai relevante riscuri sunt generate de incertitudinea cu privire la evoluția în continuare a crizei economice globale. Manifestarea efectelor acestora cu intensitate diferită de cea presupusă în scenariul de bază poate genera deviații de la traiectoriile proiectate, atât ale inflației, cât și ale creșterii economice. *A priori*, distribuția deviațiilor în ambele sensuri este percepută a fi simetrică.

Riscul unor evoluții nefavorabile ale ambelor variabile crește însă în lipsa unui set de politici macroeconomice coerent și consecvent în timp. Spre exemplu, o eventuală relaxare excesivă a politicii fiscale în condiții de penurie a resurselor de finanțare poate avea drept consecință perturbarea ajustării ordonate a dezechilibrului extern și/sau evicțiunea sectorului privat. În special în situația în care cheltuielile bugetare suplimentare nu ar fi destinate cu prioritate investițiilor ci cheltuielilor curente (cu precădere celor de personal), potențialul de stimulare a economiei ar fi epuizat rapid, făcând loc presiunilor inflaționiste pe termen scurt și întârziind, cel puțin temporar, reluarea creșterii economice. Aceste riscuri pot fi substanțial reduse cu condiția menținerii politicilor macroeconomice în coordonatele stabilite în contextul aranjamentului multilateral de finanțare externă încheiat cu Fondul Monetar Internațional, Uniunea Europeană și alte instituții financiare internaționale.

Alte riscuri la adresa inflației sunt generate de rigidități structurale care persistă pe unele segmente ale pieței forței de muncă, ale piețelor bunurilor și serviciilor și ale cheltuielilor bugetare. O inerție a costurilor cu salariile și a prețurilor mai mare decât cea presupusă în

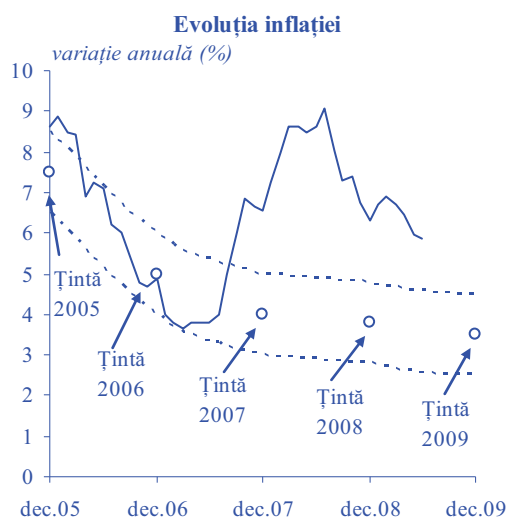
scenariul de bază al proiecției ar putea să întârzie atât reducerea inflației, cât și redresarea activității economice.

În raport cu ipotezele înglobate în scenariul de bază, riscurile legate de evoluțiile prețurilor petrolului și ale altor materii prime, ale prețurilor administrate și ale celor volatile ale mărfurilor alimentare sunt apreciate a fi relativ simetric distribuite în jurul traiectoriei proiectate a inflației IPC.

Decizia de politică monetară

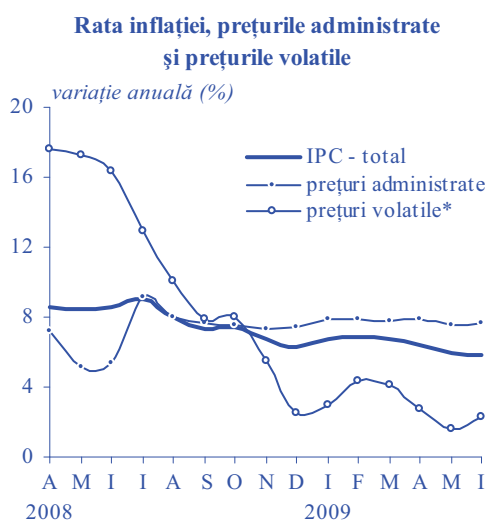
Având în vedere perspectiva continuării atenuării presiunilor inflaționiste pe termen mediu, în condițiile creșterii severității declinului economiei românești în cursul anului 2009, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 4 august 2009 reducerea cu 0,5 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 8,5 la sută. Totodată, pentru a crește eficacitatea gestionării de către banca centrală a condițiilor lichidității de pe piața monetară și, implicit, a influenței exercitate de instrumentele de politică monetară asupra ratelor dobânzilor pe termen scurt de pe această piață, Consiliul de administrație al BNR a hotărât scăderea scadenței operațiunilor repo efectuate prin licitație de la o lună la o săptămână. În același timp, s-a decis reducerea de la 35 la sută la 30 la sută a ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută cu scadența reziduală mai mică de doi ani ale instituțiilor de credit, începând cu perioada de aplicare 24 august - 23 septembrie 2009; măsura are ca scop îmbunătățirea condițiilor lichidității în valută și continuarea armonizării mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele în materie ale BCE. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reiterat faptul că implementarea unui ansamblu echilibrat de politici macroeconomice, precum și accelerarea reformelor structurale sunt esențiale pentru consolidarea și continuarea pe termen mediu și lung a dezinflației și pentru reluarea cât mai rapidă și pe baze sustenabile a creșterii economice.

II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI



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

Sursa: INS, calcule BNR



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

Sursa: INS, calcule BNR

Conform așteptărilor, în trimestrul II 2009, rata anuală a inflației și-a reluat tendința descendentă, coborând cu 0,85 puncte procentuale față de finele intervalului precedent, până la 5,86 la sută. Determinante pentru această evoluție au fost stabilizarea traiectoriei cursului de schimb și reducerea cererii de consum, pe fondul deteriorării situației financiare actuale a populației și al perspectivei incerte privind fluxul viitor de venituri disponibile. Un efect contrar a exercitat aplicarea primei etape de majorare a accizelor la produse din tutun, contribuția acestei grupe de mărfuri la rata inflației ajungând la circa 1,2 puncte procentuale. Eliminând efectul modificărilor intervenite în regimul accizelor, decelerarea consemnată de măsura CORE2 ajustat (-1,4 puncte procentuale) a depășit-o sensibil pe cea corespunzătoare indicelui general al prețurilor de consum; temperarea volatilității cursului de schimb al leului și atenuarea înclinației către consum au constituit și în acest caz principalii factori de susținere, o influență favorabilă fiind totuși atribuită și temperării anticipațiilor inflaționiste.

După inversarea temporară de tendință din intervalul anterior, în trimestrul II 2009 prețurile volatile au redevenit componenta cu cea mai consistentă decelerare a dinamicii anuale (-1,9 puncte procentuale). În cadrul grupeii, principala contribuție s-a datorat prețurilor combustibililor, a căror medie lunară de creștere s-a înjumătățit comparativ cu primele trei luni ale anului, în condițiile în care contracția severă a cererii¹ și aprecierea monedei naționale față de dolarul SUA² au diminuat efectul contrar al accentuării curbei ascendente a cotațiilor petrolului pe piața internațională³. În același sens au acționat produsele alimentare cu prețuri volatile, însă pierderea de ritm a avut o amplitudine mult mai redusă, scăderea prețurilor fructelor sub nivelul din perioada corespunzătoare a anului anterior nefiind însoțită de mișcări similare ale celorlalte două componente – stagnare pe segmentul legumelor, efect de bază nefavorabil în cazul prețurilor ouălor.

Similar ultimelor două trimestre, variația consemnată de ritmul anual al prețurilor administrate a fost nesemnificativă (-0,1 puncte procentuale, până la 7,7 la sută în luna iunie). Sensul de evoluție a

¹ Rata anuală de creștere a volumului cifrei de afaceri pentru comerțul cu amănuntul de carburanți auto a coborât în luna mai la -25,6 la sută, de la -16,5 la sută în luna martie 2009.

² cu 9,4 la sută în iunie față de martie 2009.

³ Rata lunară de creștere a cotațiilor *Europe Brent Spot* (fob) s-a majorat de la 5,2 la sută în trimestrul I 2009 la 13,8 la sută în perioada analizată (sursa: AIE, calcule BNR).

fost imprimat de grupa „energie”, prin reducerea tarifelor gazelor naturale (cu aproximativ 3,5 la sută în lunile aprilie-mai), prețurile pentru energie electrică și termică rămânând constante pe parcursul întregului trimestru. Celelalte elemente au înregistrat, în general, accelerări de dinamică – minore în cazul telefoniei fixe (în corelație cu volatilitatea mai scăzută a cursului de schimb), mai importante în cazul medicamentelor, al serviciilor comunale și al transportului urban cu metroul.

O evoluție singulară în cadrul trimestrului II a prezentat grupa produselor din tutun, care s-a detașat între componentele IPC ca sursă semnificativă de presiune inflaționistă – ritmul anual de creștere s-a apropiat în luna iunie de 26 la sută, cu 7 puncte procentuale peste cel atins la sfârșitul trimestrului precedent. Și de această dată, explicația constă în modificările intervenite la nivelul accizelor, prin implementarea primei dintre cele două etape de majorare anunțate pentru acest an (cu câte 7 euro/1000 țigarete în lunile aprilie și septembrie). Impactul exercitat de această măsură asupra inflației din perioada analizată a fost considerabil, în pofida majorării consistente operate în avans de producători în vederea atenuării șocului de la momentul intrării în vigoare.

Având în vedere persistența distorsiunilor de semnal generate de această măsură fiscală, relevantă pentru analiza inflației de bază rămâne măsura ajustată a CORE2, a cărei traiectorie descendentă s-a accentuat vizibil pe parcursul trimestrului analizat (de la 6,2 la sută în martie la 4,8 la sută în iunie, după un progres marginal în primele trei luni ale anului). Grupa mărfurilor alimentare (cu excepția celor cu prețuri volatile) a reprezentat și de această dată principala sursă de dezinflație, ritmul anual de creștere atins în luna iunie situându-se cu 2,6 puncte procentuale sub cel din martie. Dinamici anuale în scădere s-au observat la majoritatea bunurilor alimentare de bază, pe de o parte datorită prelungirii efectului pozitiv al recoltei vegetale abundente din anul anterior (produse de morărit și panificație, dar mai ales ulei comestibil), iar pe de altă parte, ca reacție la slăbirea cererii de consum (carne, lapte și derivate). Acest ultim determinant explică de altfel și evoluția prețurilor serviciilor libere (reducere de 0,8 puncte procentuale a ratei anuale de creștere), influența cursului de schimb – element față de care acest segment manifestă, în general, o sensibilitate sporită – putând fi considerată relativ modestă.

Prin contrast, prețurile bunurilor nealimentare incluse în CORE2 ajustat se dovedesc mai rigide, dinamica anuală a acestora rămânând la un nivel similar celui înregistrat la sfârșitul trimestrului I, în pofida comprimării progresive a cererii de consum. O posibilă motivație constă în reticența producătorilor

Prețuri administrate versus prețuri libere

variație anuală (%); sfârșitul perioadei

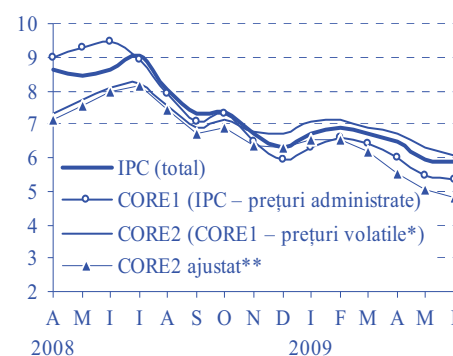
	2008			2009	
	II	III	IV	I	II
Rata inflației	8,61	7,30	6,30	6,71	5,86
Prețuri administrate*	5,37	7,67	7,38	7,78	7,70
1. Mărfuri					
nealimentare*:	2,79	8,31	7,60	7,64	7,00
energie electrică	0,00	4,51	4,51	4,76	4,76
energie termică	6,04	6,04	10,10	11,95	11,77
gaze naturale	12,39	26,47	22,01	12,53	8,64
medicamente	-3,49	-1,51	-2,50	4,56	5,61
2. Servicii*, din care:	10,36	5,81	6,73	7,93	9,09
apă, canal,					
salubritate	11,15	12,58	12,55	12,79	14,66
telefonie fixă	13,25	-0,34	2,08	5,73	5,92
transport de călători					
pe calea ferată	8,15	0,00	0,00	0,00	0,00
transport urban					
(de călători)	9,12	9,10	8,15	7,99	8,77
Prețuri libere (CORE1)	9,45	7,07	5,92	6,40	5,33
CORE2**	8,06	6,91	6,69	6,90	6,08
CORE2 exclusiv tutun					
și băuturi alcoolice	7,95	6,74	6,29	6,16	4,79
tutun și băuturi alcoolice	9,19	8,65	11,04	14,95	20,11

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

Sursa: INS, calcule BNR

Inflația totală și inflația de bază (CORE)

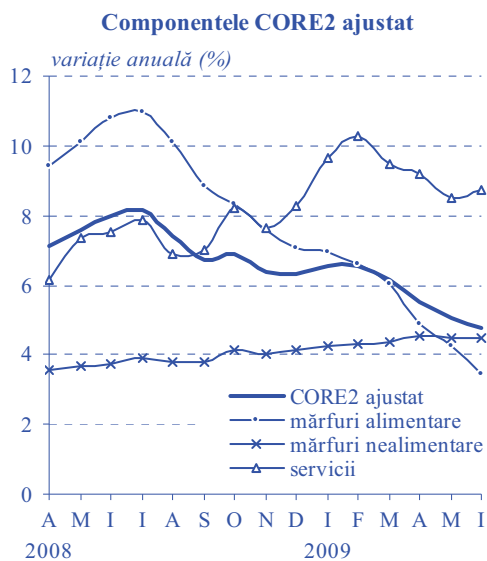
variație anuală (%)



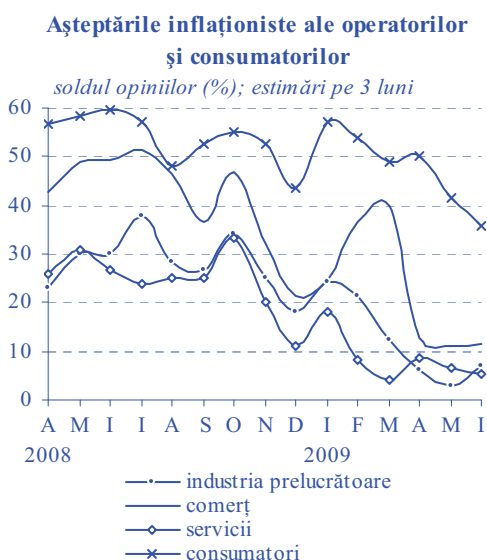
*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

**) se elimină grupele: tutun și băuturi alcoolice

Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: DG ECFIN

autohtoni de a opera reduceri de prețuri în condițiile în care ajustarea costurilor cu forța de muncă la restrângerea volumului activității este incompletă în unele sectoare, iar dificultățile de finanțare sunt în continuare invocate ca factor de limitare a producției. În plus, ponderea substanțială a importurilor accentuează relevanța cursului de schimb pentru evoluția prețurilor acestei categorii de mărfuri, ceea ce ar oferi o explicație pentru rezistența la scădere manifestată în intervalul analizat.

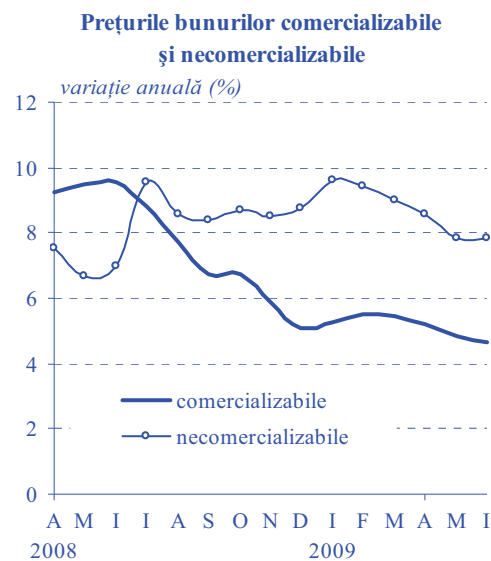
Odată cu depășirea șocului indus de deprecierea rapidă a monedei naționale în prima lună a anului și cu extinderea efectelor crizei internaționale asupra economiei românești, s-a remarcat o tendință generalizată de atenuare a anticipațiilor inflaționiste în rândul operatorilor economici din industrie, comerț, servicii, dar și al consumatorilor, ceea ce a furnizat un suport suplimentar dezinflației înregistrate pe parcursul trimestrului II; în cazul operatorilor bancari, schimbarea de perspectivă a devenit vizibilă abia spre sfârșitul intervalului.

Intensificarea presiunilor concurențiale în contextul restrângerii cererii de consum, deopotrivă pe plan intern și extern, s-a regăsit în temperarea dinamicii anuale a prețurilor produselor comercializabile cu 0,8 puncte procentuale, până la 4,7 la sută (iunie față de martie 2009); mișcarea a fost sensibil atenuată de segmentul produselor din tutun, afectat de majorarea accizei. În condițiile în care influența cererii în declin a fost dublată de scăderea tarifului gazelor naturale, frânarea ritmului anual de creștere a fost mai pronunțată în cazul prețurilor produselor necomercializabile (-1,1 puncte procentuale, până la 7,9 la sută), astfel încât decalajul față de grupa produselor comercializabile s-a diminuat comparativ cu finele trimestrului I 2009.

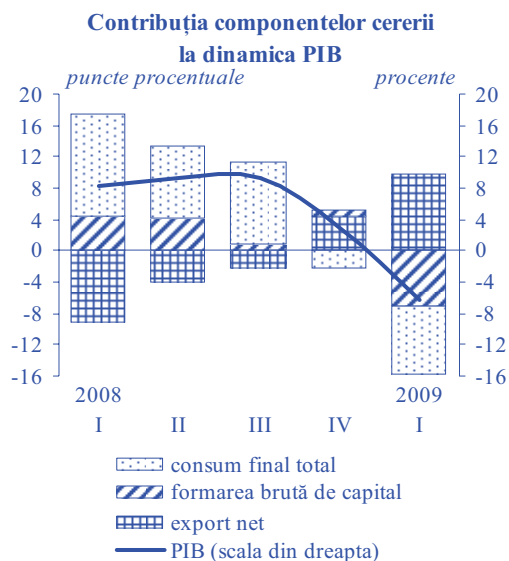
Tendința de scădere vizibilă la nivelul criteriului de convergență nominală referitor la inflație⁴ începând cu trimestrul IV 2008 s-a accentuat pe parcursul intervalului analizat, pe fondul adâncirii recesiunii în statele vest-europene. În condițiile unei persistențe ridicate a inflației, în cazul României reducerea înregistrată de media anuală a IAPC a fost de mai mică amplitudine, astfel încât ecartul față de criteriu a continuat să se lărgescă (de la 4 puncte procentuale în martie 2009 la 4,4 puncte procentuale în iunie). Comparația cu media UE-27 relevă o evoluție similară a decalajului, nivelul consemnat la sfârșitul trimestrului II (4,6 puncte procentuale) fiind și în acest caz superior celui din martie cu 0,2 puncte procentuale.

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

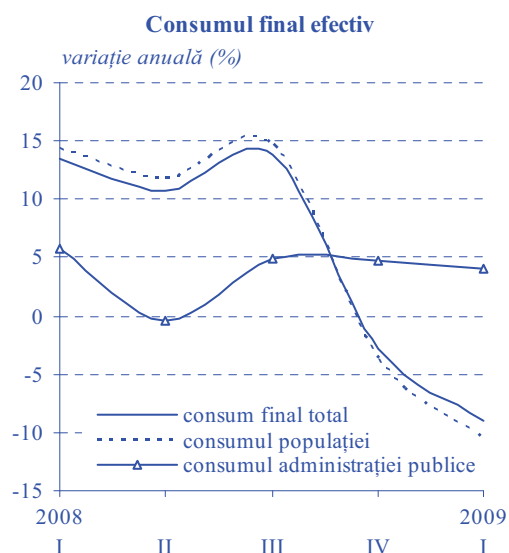
În luna iunie 2009, rata anuală efectivă a inflației a fost inferioară cu 0,5 puncte procentuale proiecției prezentate în *Raportul asupra inflației* din luna mai. Atingerea unor ritmuri anuale de creștere mai mici decât cele prognozate a avut loc atât în cazul prețurilor volatile și administrate, cât și în cel al măsurii CORE2 ajustat. Explicațiile rezidă în: (i) coborârea cursului de schimb sub nivelul estimat de 4,3 RON/EUR; (ii) decizia de reducere a prețului gazelor naturale, anunțată ulterior realizării prognozei; (iii) supraestimarea creșterilor de prețuri în cazul mărfurilor alimentare, atât la componenta cu prețuri volatile (exogenă), cât și la cea inclusă în CORE2 (endogenă).



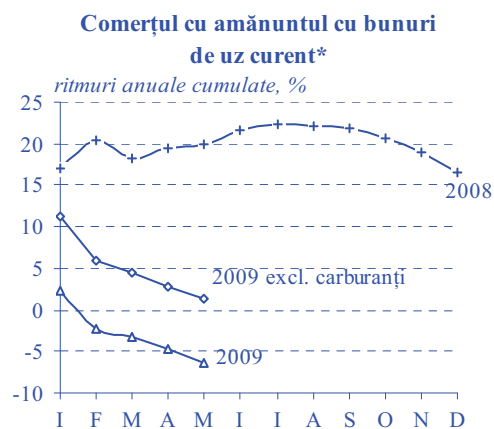
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS



*) volumul cifrei de afaceri pentru comerțul cu amănuntul cu alimente, băuturi, tutun, medicamente și cosmetice, confecții și încălțăminte, carburanți, comerț prin case de comenzi și internet.

Sursa: INS, calcule BNR

1. Cererea și oferta⁵

Menținerea traiectoriei descendente a cererii pe plan intern și internațional a generat în trimestrul I 2009, pentru prima oară din anul 2000, o scădere a PIB real, restrângerea activității fiind vizibilă la nivelul tuturor sectoarelor economice. Declinul înregistrat (-6,2 la sută) a fost mai sever decât cel anticipat în proiecția *benchmark* formulată în luna martie (-1,5 la sută).

1.1. Cererea

Analiza componentelor cererii agregate relevă un comportament asemănător celui manifestat în trimestrul IV 2008, scăderea absorbției interne fiind parțial contrabalansată de contribuția pozitivă a exportului net.

1.1.1. Cererea de consum

Consumul final a consemnat o nouă reducere de volum (cu 9,1 la sută), evoluția datorându-se în exclusivitate, similar intervalului precedent, componente private; consumul guvernamental și-a păstrat traiectoria crescătoare.

Cererea de consum a populației

Comparativ cu ultimele trei luni ale anului anterior, consumul final al populației și-a accelerat de circa trei ori declinul, până la -10,5 la sută, principalul segment responsabil fiind achizițiile de bunuri și servicii din rețeaua comercială (-13,4 la sută), pe fondul diminuării resurselor financiare ale populației și al înrăutățirii în continuare a expectațiilor privind situația economică și financiară.

Vânzările de bunuri de folosință îndelungată, categoria cel mai puternic afectată dar cu reprezentativitate redusă în coșul de consum, și-au accentuat trendul descrescător, comprimarea volumului cifrei de afaceri pe acest segment comercial fiind în trimestrul I 2009 de aproximativ 30 la sută.

Și achizițiile de bunuri de uz curent s-au redus ca volum (cu peste 3 la sută), însă evoluția s-a datorat în esență contracției severe a vânzărilor de carburanți, în corelație cu restrângerea comerțului auto și cu ajustarea comportamentului de consum al populației. Pentru celelalte produse de uz curent (alimente, tutun, medicamente, cosmetice, confecții și încălțăminte), volumul cum-

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

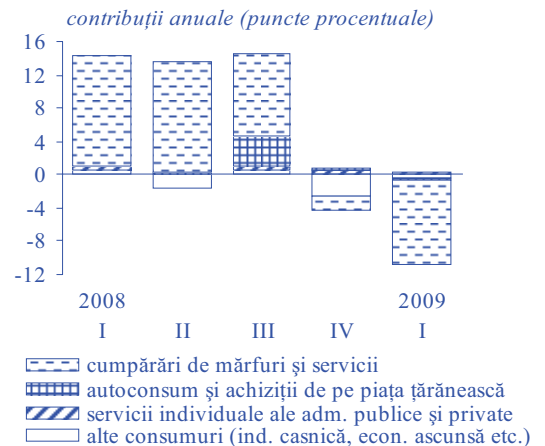
părărilor și-a menținut panta ascendentă, accelerându-și chiar dinamica în termeni anuali comparativ cu trimestrul IV 2008 (ritmul cumulat de creștere a fost de aproape 4 la sută). Deși în cazul acestor produse reziliența consumului este datorată, într-o anumită măsură, reorientării consumatorilor către produse mai puțin sofisticate, avantajoase ca preț, dinamizarea achizițiilor, coroborată cu reprezentativitatea net superioară în coșul de consum a bunurilor de uz curent, cu excepția carburanților (aproape 60 la sută), estompează semnificativ influența favorabilă asupra IPC pe care o sugerase inițial restrângerea consumului final al populației.

Contribuții suplimentare la scăderea consumului final privat, dar de amplitudine mai redusă, au revenit segmentelor „autoconsum și achiziții de pe piața țărăneasă” și „alte consumuri” (în cadrul celei de-a doua poziții, ponderea cea mai mare este deținută de industria casnică). Având în vedere corelația puternică dintre aceste categorii și rezultatele producției agricole, reducerile de volum înregistrate în trimestrul I (cu 12 la sută și respectiv 3,9 la sută) pot fi explicate prin evoluția nefavorabilă a producției animale.

Din punctul de vedere al canalelor de finanțare a consumului populației, statisticile disponibile pun în evidență menținerea traiectoriei descendente pentru toate sursele – atât proprii, cât și atrase. Astfel, comparativ cu trimestrul IV 2008, venitul disponibil al populației⁶ și-a redus la mai puțin de jumătate ritmul de creștere (până la +7,1 la sută). După cum era de așteptat, cele mai puternice ajustări s-au înregistrat însă în cazul surselor împrumutate.

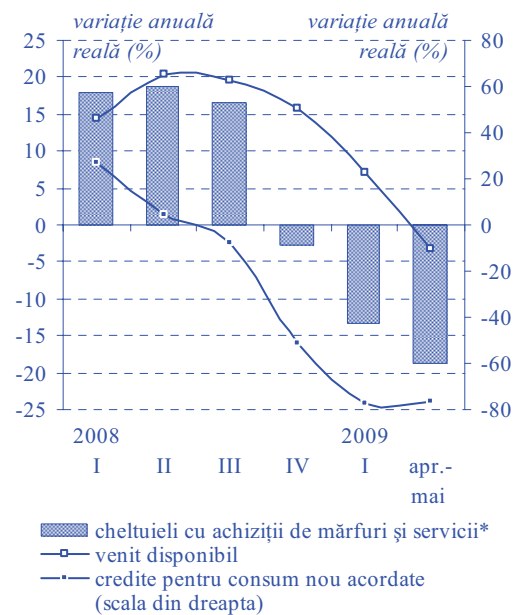
- (i) Pe fondul persistenței condițiilor adverse de creditare (sugerate de creșterea ratelor dobânzii și de deprecierea accelerată a monedei naționale), dar și al incertitudinii cu privire la redresarea situației economice și financiare, împrumuturile bancare contractate de populație pentru consum s-au redus semnificativ, evoluție relevantă de accelerarea traiectoriei descrescătoare a volumului creditelor noi acordate în trimestrul I (până la -77 la sută în termeni anuali, comparativ cu -52 la sută în trimestrul IV 2008).
- (ii) Activitatea de finanțare în sistem *leasing*, în cadrul căreia componenta auto deține poziția dominantă, a consemnat o scădere drastică, primele estimări indicând reducerea valorii contractelor încheiate în primele 3 luni ale acestui an la un sfert din nivelul trimestrului I 2008.

Consumul final al populației pe elemente de cheltuieli



Sursa: INS, calcule BNR

Consumul populației și principalele surse de finanțare



*) pentru apr.-mai 2009 s-a utilizat volumul cifrei de afaceri în comerț și servicii de piață

Sursa: INS, calcule BNR

⁶ Venitul disponibil al populației este aproximat prin suma dintre veniturile din salarii, transferurile sociale (asigurări sociale de stat, asigurări de șomaj și de sănătate) și transferurile din exterior sub forma remiterilor din munca în străinătate și a transferurilor curente private de la nerezidenți.

La restrângerea cererii de consum a contribuit, de asemenea, accentuarea înclinației spre economisire, volumul depozitelor la termen nou constituite în trimestrul I majorându-se de peste două ori față de perioada corespunzătoare a anului precedent. Deși evoluția nu este în întregime susținută de sume noi, ci reflectă în bună măsură o mișcare de substituție între plasamentele în conturi curente cu dobânzi competitive și cele la termen în contextul îmbunătățirii ofertei băncilor pe acest ultim segment, aceasta constituie un indiciu al disponibilității crescute a populației de a imobiliza resurse pe termen mai îndelungat și, prin urmare, al diminuării apetitului pentru consum.

Din perspectiva piețelor de proveniență, slăbirea cererii de consum a afectat mai ales segmentul intern, ritmurile de creștere aferente volumului cifrei de afaceri pentru producția destinată pieței interne coborând la valori consistent negative atât în cazul bunurilor de uz curent (-16,5 la sută), cât și în cel al bunurilor de folosință îndelungată, cu excepția autovehiculelor (-37,8 la sută). Prin contrast, volumul fizic⁷ al importurilor de bunuri de uz curent a stagnat comparativ cu primele trei luni ale anului 2008, iar cel al importurilor de produse durabile a consemnat scăderi mai lente decât cumpărările de bunuri similare de fabricație românească (reduceri de cel mult 25 la sută). În ceea ce privește achizițiile de autovehicule, înclinația către consum a populației s-a ajustat puternic pe ambele piețe (-35,4 la sută la intern, respectiv -70,7 la sută la import).

Cererea de consum guvernamental

Consumul final guvernamental s-a majorat cu 4 la sută, în corelație cu traiectoria numărului de salariați din sectorul administrației publice.

Evoluții bugetare

Menținerea la un nivel neașteptat de înalt a ritmului anual de creștere a consumului efectiv al administrației publice a reflectat, cel puțin parțial, deteriorarea severă a execuției bugetare în trimestrul I 2009, comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, valoarea negativă a soldului bugetului general consolidat crescând la finele perioadei la 7 925 milioane lei (echivalent cu 1,5 la sută din PIB), față de un deficit de 53,8 milioane lei consemnat la sfârșitul lunii martie 2008⁸. Balanța primară s-a soldat de asemenea

⁷ 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.

⁸ Datele aferente trimestrului I 2008 au fost recalculat de Ministerul Finanțelor Publice pentru a asigura comparabilitatea cu cele din 2009.

cu un deficit de 1,26 la sută din PIB, situația fiind diametral opusă celei din perioada similară a anului anterior, când bugetul general consolidat a consemnat un excedent primar de 0,12 la sută din PIB. În contextul puternicei contracții a activității economice, componentele majore ale bugetului general consolidat s-au caracterizat prin evoluții divergente: în timp ce ponderea în PIB a veniturilor s-a diminuat cu 0,83 puncte procentuale față de primul trimestru al anului trecut, cea a cheltuielilor a crescut cu 0,65 puncte procentuale.

În termeni absoluți, veniturile bugetare totale și-au amplificat ușor dinamica negativă comparativ cu ultimul trimestru al anului 2008 (-11,5 la sută⁹, față de -10,3 la sută¹⁰). Evoluția s-a datorat în principal diminuării încasărilor din TVA (-22,1 la sută), căreia i s-a adăugat reducerea veniturilor din impozitul pe profit (-19,1 la sută) și a veniturilor nefiscale (-15,5 la sută). Aceste influențe au fost parțial compensate de efectul majorării veniturilor din impozitul pe salarii și venit (11,4 la sută), produsă pe fondul continuării sporirii – deși mai lente – a bazei de impozitare.

Ritmul de creștere a cheltuielilor bugetare s-a majorat însă la 6,8 la sută (față de 0,8 la sută în trimestrul anterior), în principal pe seama dinamizării cheltuielilor primare (5,7 la sută, comparativ cu 0,7 la sută în trimestrul IV 2008). La aceasta au contribuit în primul rând creșterea sumelor destinate asistenței sociale (13,6 la sută) și a celor cu personalul (7,8 la sută); este de așteptat ca presiunea din partea cheltuielilor cu asistența socială să se amplifice în lunile următoare, ca urmare a influenței exercitate de majorarea în termeni nominali a punctului de pensie cu aproximativ 3 la sută¹¹, de introducerea pensiei sociale minime garantate începând cu luna aprilie¹² precum și de creșterea venitului minim garantat începând din iulie¹³. În schimb, cheltuielile de capital au continuat să înregistreze o dinamică negativă, a cărei amplitudine a fost însă inferioară celei consemnate în ultimul trimestru al anului 2008.

⁹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmul anual de creștere exprimat în termeni reali.

¹⁰ Ca urmare a lipsei de date comparabile pentru trimestrul IV 2007, ritmul de variație a componentelor bugetului general consolidat pentru trimestrul IV 2008 a fost calculat pe baza unei serii de date istorice construite rezidual pornind de la date furnizate de MFP pentru execuțiile bugetare comparabile la finele lunilor septembrie și decembrie 2007 și 2008.

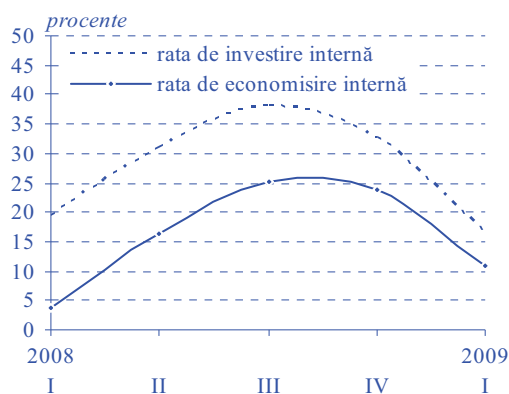
¹¹ Conform Legii nr. 19 din 26.02.2009 a bugetului asigurărilor sociale de stat pe anul 2009.

¹² Conform Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 6 din 18.02.2009 privind instituirea pensiei sociale minime garantate.

¹³ Conform Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 57 din 27.05.2009 pentru modificarea Legii nr. 416/2001 privind venitul minim garantat.

Pe 13 mai 2009, Comisia Europeană a publicat raportul prin care a fost inițiată procedura de deficit excesiv pentru România, corespunzătoare execuției bugetare din 2008; principalele cauze ale depășirii valorii de referință a deficitului bugetar, de 3 la sută din PIB, subliniate în documentele CE, sunt: (i) derapajul cheltuielilor curente – mai ales la nivelul cheltuielilor de personal și cu asistența socială, (ii) programarea nerealistă a veniturilor și, într-o mai mică măsură, (iii) diminuarea veniturilor colectate, pe fondul încetirii activității economice în ultimul trimestru al anului 2008. Totodată, în luna iulie, Consiliul ECOFIN a adoptat decizia de deschidere a procedurii de deficit excesiv pentru România și a formulat recomandarea de reducere a deficitului calculat conform standardului SEC 95 sub pragul de 3 la sută din PIB până în anul 2011.

**Rata de investire
și rata de economisire**



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

Sursa: INS, calcule BNR

Investiții realizate

	Anii	variație anuală (%)			
		I	II	III	IV
Total	2008	34,3	30,2	23,2	2,3
	2009	-0,3			
- lucrări de construcții noi	2008	32,5	34,8	27,8	7,3
	2009	9,2			
- utilaje	2008	34,7	23,9	14,4	3,6
	2009	-11,3			
- alte cheltuieli*	2008	46,7	49,9	36,3	-21,1
	2009	23,9			

*) plantații de vii, pomi, împăduriri, cumpărări de animale, servicii legate de transferul de proprietate asupra mijloacelor fixe existente și terenurilor preluate cu plată de la alte unități sau de la populație

Sursa: INS

1.1.2. Acumularea de capital

În trimestrul I 2009, formarea brută de capital a scăzut cu 36,7 la sută în termeni anuali, cea mai severă contracție reală din intervalul de 10 ani pentru care sunt disponibile date de conturi naționale cu frecvență trimestrială. Declinul a fost doar marginal atribuit investițiilor, contribuția decisivă revenind variației stocurilor¹⁴ – fluxul negativ aferent acestei poziții s-a adâncit de 2,7 ori comparativ cu trimestrul I 2008. Deși această evoluție este susținută, într-o anumită măsură, de explicații de natură economică (de exemplu, scăderea stocurilor la producător ca urmare a restrângerii activității industriale, reticența operatorilor comerciali de a constitui stocuri, în condițiile reducerii consumului), nu trebuie ignorată influența componentei reziduale.

În ceea ce privește formarea brută de capital fix, după încetinirea de aproape nouă ori consemnată de dinamica anuală în trimestrul IV 2008 comparativ cu intervalul precedent, în primele trei luni din 2009 s-a produs o ușoară restrângere de volum (-0,3 la sută). Treccerea în teritoriul negativ s-a datorat inversării semnului ratei anuale de creștere în cazul a două tipuri de cheltuieli: (i) achiziții de utilaje, inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții (-11,3 la sută față de +3,6 la sută în trimestrul IV 2008); (ii) lucrări de reparații capitale (reducere de volum cu 6 la sută, după o majorare cu peste 22 la sută în intervalul anterior). Traectoria descrescătoare a fost totuși atenuată de nivelul încă pozitiv al dinamicii lucrărilor de construcții noi (9,2 la sută), susținut îndeosebi de segmentul rezidențial.

Comprimarea cererii de investiții a fost asociată unor ritmuri mai scăzute sau chiar negative ale principalelor surse de finanțare. În privința canalelor interne, evoluția nefavorabilă a veniturilor proprii (sugerată de înrăutățirea situației economice a companiilor

¹⁴ Potrivit metodologiei conturilor naționale, variația stocurilor într-o anumită perioadă se determină ca diferență între valoarea intrărilor și cea a ieșirilor.

și de avansul sensibil mai lent al venitului disponibil al populației) a fost dublată de scăderi nominale de 10-11 ori ale fluxurilor corespunzătoare creditelor pentru echipamente și investiții imobiliare¹⁵, comparativ cu trimestrul I 2008. În plus, efortul bugetar în direcția acumulărilor de capital s-a restrâns cu 20,8 la sută în termeni reali, iar finanțarea în sistem *leasing* a consemnat diminuări substanțiale pe toate segmentele – achiziții auto, investiții în echipamente și *leasing* imobiliar.

Similar trimestrului precedent, intrările de capital din străinătate¹⁶ au avut o evoluție divergentă. Pe de o parte, fluxul aferent creditelor externe nete pe termen mediu și lung acordate sectorului neguvernamental nebanca s-a redus cu aproape 11 la sută. Pe de altă parte, intrările nete sub forma investițiilor străine directe ale nerezidenților și-au accelerat ritmul de creștere (până la 35 la sută), în principal pe seama majorării participațiilor la capital – nu trebuie însă ignorat faptul că, în unele cazuri, lansarea proiectelor inițiale de investiții a fost amânată, în contextul percepției negative și al expectațiilor pesimiste privind climatul de afaceri intern și internațional.

Din perspectiva piețelor de proveniență a bunurilor de capital, restrângerea cererii de investiții a generat accentuarea pantei descendente asociate atât vânzărilor de produse de fabricație autohtonă, cât și importurilor⁷.

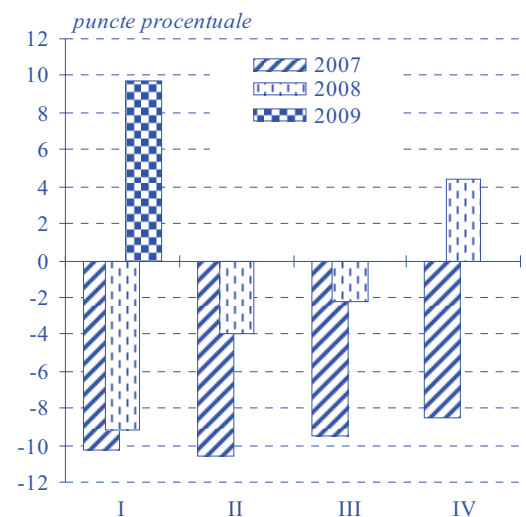
1.1.3. Cererea externă netă

Datele provizorii de conturi naționale indică restrângerea substanțială a volumului tranzacțiilor externe cu bunuri și servicii în trimestrul I 2009.

În privința livrărilor în exterior, influența favorabilă a deprecierii accelerate a monedei naționale a fost neutralizată de contracția cererii principalilor parteneri externi, astfel încât dinamica exporturilor de bunuri și servicii a cunoscut o inversare puternică de semn, plasându-se în plaja valorilor negative pentru prima oară din anul 1999 (-19,6 la sută).

Cu toate acestea, evoluția cererii externe nete a compensat parțial declinul absorbției interne, contribuția sa pozitivă la creșterea anuală a PIB înregistrând chiar o majorare semnificativă față de trimestrul IV 2008 (de la 4,3 la 9,7 puncte procentuale). Rezultatul s-a datorat triplării vitezei de ajustare a volumului importurilor de

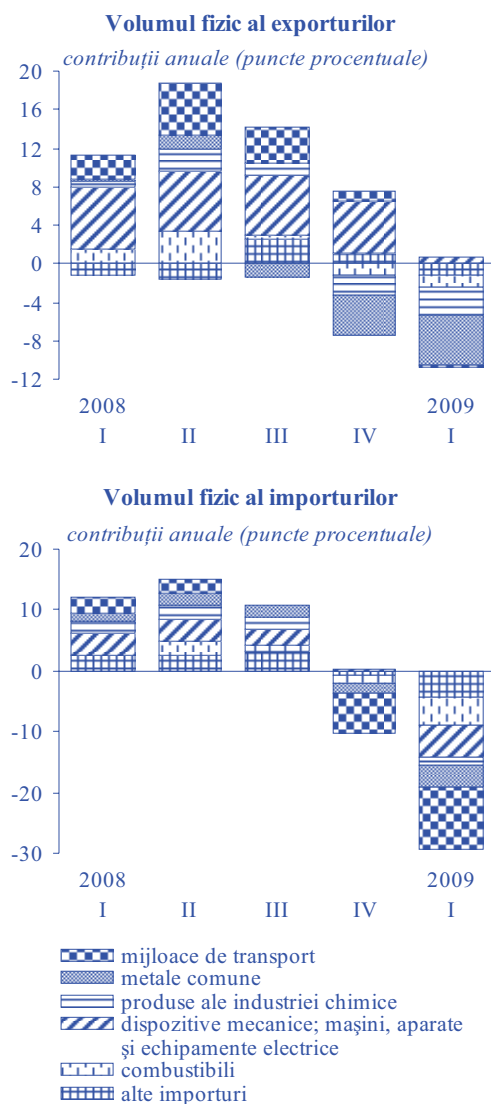
Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

¹⁵ Calcule pe baza datelor furnizate de Centrala Riscurilor Bancare, fluxul aferent unui trimestru fiind estimat ca diferență între soldul la sfârșitul și cel înregistrat la începutul perioadei respective.

¹⁶ Calcule pe baza datelor din balanța de plăți; ritmuri medii pe ultimele patru trimestre (*rolling basis*).



Sursa: INS, calcule BNR

bunuri și servicii (până la -31,4 la sută), pe fondul diminuării cererii interne, al reducerii consumului de bunuri intermediare pentru fabricarea produselor destinate exportului, dar și al evoluției adverse a cursului de schimb.

Diminuări ale livrărilor pe piețele externe s-au înregistrat la majoritatea categoriilor de mărfuri, contribuțiile cele mai importante la scăderea volumului fizic al exporturilor revenind grupelor: metale comune, combustibili, produse ale industriei chimice și materii textile – în aceste cazuri ritmurile de creștere din trimestrul I s-au situat între -12,7 la sută și -44,3 la sută. Singurele grupe care și-au păstrat traiectoriile ascendente, deși cu pante în vizibilă atenuare, au fost produsele vegetale, bunurile alimentare, precum și grupa „dispozitive mecanice, mașini, aparate și echipamente electrice”, a cărei creștere (cu 3,2 la sută) a contrabalansat ușoara reducere a vânzărilor de mijloace de transport, asigurând astfel menținerea la 41 la sută a ponderii produselor cu valoare adăugată ridicată în totalul exporturilor.

Principalul impuls negativ asupra dinamicii importurilor a fost generat de ajustarea cererii interne de autovehicule, volumul achizițiilor de pe piețele externe coborând în trimestrul I la mai puțin de o treime din nivelul înregistrat în anul anterior. Scăderi mai abrupte față de ultima parte a anului 2008 au fost înregistrate și la importurile de combustibili, metale comune și dispozitive mecanice (cu 37-38 la sută în fiecare caz).

1.2. Oferta

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

În industrie, diminuarea cu 11,1 la sută a valorii adăugate brute este atribuită în principal sectorului prelucrător, în condițiile: (i) accentuării pantei descendente a activității unor ramuri importante (metalurgia, unde volumul producției s-a redus la mai puțin de jumătate din nivelul aferent trimestrului I 2008, precum și prelucrarea țiteiului și industria ușoară), ale (ii) inversării de semn al ritmului de creștere pentru industria alimentară, industria chimică și farmaceutică, industria materialelor de construcții, dar și ale (iii) menținerii pe trend descrescător, chiar dacă mai puțin pronunțat comparativ cu trimestrul IV 2008, a volumului producției de echipamente electrice și de mijloace de transport rutier.

Cu toate acestea, în ultima lună a perioadei analizate se remarcă unele semnale favorabile, confirmate de rezultatele pentru lunile aprilie și mai:

- (i) stoparea traiectoriei descendente a producției industriei alimentare, o posibilă explicație constând în faptul că recesiunea a afectat mai puțin volumul consumului și mai mult structura acestuia, populația reorientându-se către produse mai ieftine;
- (ii) revigorarea producției mijloacelor de transport rutier, asociată în esență suplimentării ofertei destinate pieței externe, datorită interesului manifestat de o serie de țări care derulează programe de reînnoire a parcurilor auto.

Dinamica anuală a valorii adăugate brute aferente serviciilor a coborât sub zero (-4,9 la sută¹⁷), trimestrul I marcând deteriorarea rezultatelor în activitatea de comerț și transporturi, în cea de prestări de servicii financiare, imobiliare, închirieri (cu 7,6 și respectiv 3,8 la sută), precum și încetinirea cu 1,3 puncte procentuale a creșterii pe segmentul „alte servicii” (în principal servicii publice).

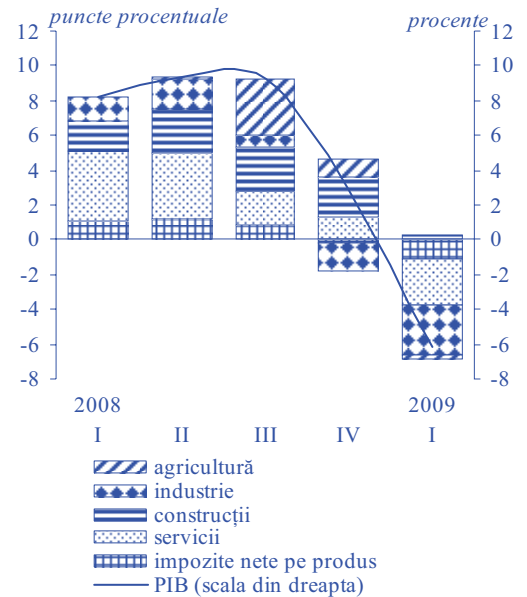
O inversare de semn a consemnat și ritmul anual de creștere a valorii adăugate brute din agricultură (-10,9 la sută), asociată rezultatelor slabe în subsectorul zootehnic – predominant la nivelul trimestrului I al fiecărui an, dată fiind dependența producției vegetale de factorul climatic.

Singurul sector economic cu o contribuție pozitivă la dinamica PIB a fost cel al construcțiilor, însă viteza anuală de creștere a valorii adăugate brute din trimestrul I (4,7 la sută) a fost net inferioară avansului înregistrat în ultimele trei luni ale anului precedent. Efectul favorabil al intensificării de ritm pe segmentul „construcții noi” (de la 7,3 la 9,2 la sută) a fost contrabalansat de restrângerea volumului lucrărilor de reparații curente și capitale.

2. Piața muncii

În trimestrul II 2009, condițiile pe piața muncii s-au menținut favorabile atenuării presiunilor inflaționiste generate de evoluția câștigurilor salariale, dată fiind persistența concurenței pe loc de muncă vacant la niveluri semnificativ mai ridicate decât în perioada similară a anului 2008. Totuși, comparativ cu intervalul anterior, se remarcă o relativă redresare a cererii de forță de muncă, sugerată de inversarea tendinței descendente a activității de recrutare și de reducerea la aproape jumătate a numărului de disponibilizări colective. În schimb, oferta excedentară de forță de muncă a continuat să se majoreze într-un ritm similar celui din primele luni ale anului, probabil ca urmare a întârzierii cu care persoanele disponibilizate reintră pe piața muncii ca șomeri. Ajustările operate de companiile private încă din trimestrul I în

Contribuția componentelor
ofertei la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

¹⁷ Calcule BNR.

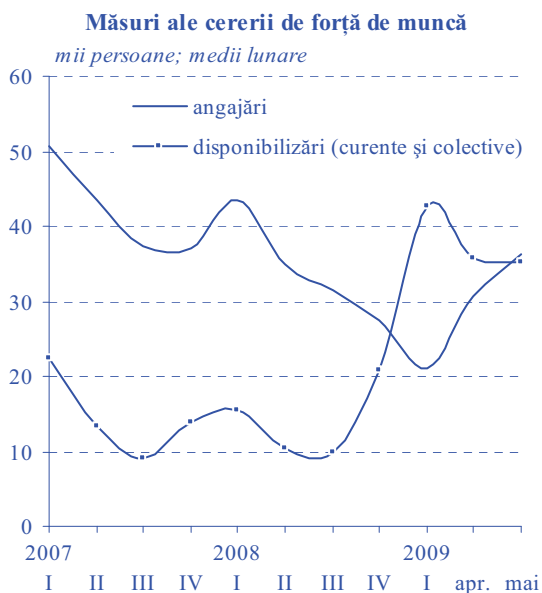
privința atât a numărului de salariați, cât și a nivelului salariilor și-au extins impactul asupra datelor statistice agregate, care au reflectat o îmbunătățire substanțială a costurilor unitare cu forța de muncă în industrie și o temperare a dinamicii anuale a câștigurilor salariale pe ansamblul economiei.

2.1. Forța de muncă

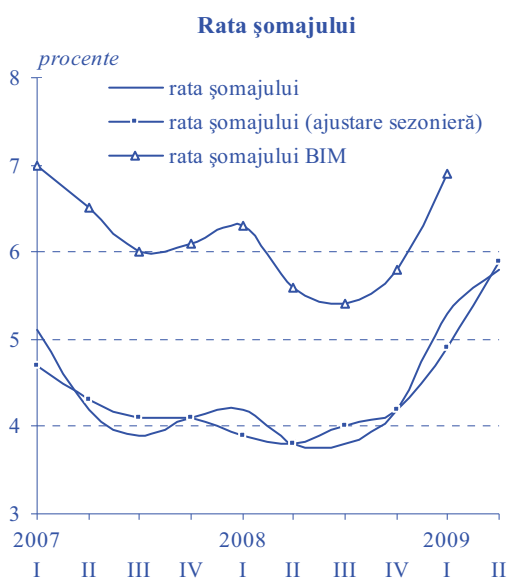
În lunile aprilie-mai 2009, absorbția de forță de muncă a consemnat o revigorare comparativ cu trimestrul I, rămânând însă net inferioară celei din perioada corespunzătoare a anului 2008. Evoluția trimestrială pozitivă a numărului persoanelor angajate prin intermediul ANOFM s-a datorat doar parțial activităților sezoniere, fiind revelată și de datele desezonalizate, ceea ce ar putea reprezenta un indiciu referitor la capacitatea unor firme de a identifica oportunități de afaceri în noul context economic, afectat de criza internațională. De asemenea, numărul disponibilizărilor colective a scăzut atât în cazul celor efectuate în trimestrul II, cât și în cazul celor estimate a se concretiza în trimestrul III.

Cu toate acestea, incertitudinile companiilor referitoare la sustenabilitatea tendinței de revigorare a activității sunt reflectate de: (i) preferința pentru contracte de muncă cu durată determinată, a căror pondere în totalul încadrărilor din rândul șomerilor s-a majorat la circa 30 la sută (comparativ cu 19,3 la sută în perioada similară a anului precedent), (ii) nivelul salariilor negociate la angajare, care, conform agențiilor private de recrutare, a scăzut față de perioada corespunzătoare a anului anterior și (iii) schimbarea politicilor de personal în sensul creșterii exigenței angajatorilor și/sau al reorientării către promovarea salariaților din cadrul companiei și menținerea schemelor de personal în detrimentul creării de noi locuri de muncă.

Modificarea intervenită în dinamica cererii de forță de muncă nu a condus la întreruperea tendinței ascendente a ratei șomajului înregistrat ajustate sezonier (al cărei ritm lunar de creștere s-a menținut la circa 0,3 puncte procentuale, ajungând la 5,9 la sută în mai 2009). Explicațiile constau în (i) decalajul de timp cu care persoanele disponibilizate decid să încheie formalitățile de înregistrare ca șomeri și (ii) prelungirea cu trei luni a perioadei de acordare a indemnizației de șomaj¹⁸, ceea ce a contribuit la creșterea numărului de șomeri indemnizați, inclusiv prin reactivarea drepturilor persoanelor care au fost scoase din evidențele ANOFM, întrucât după expirarea perioadei de indemnizare nu s-au mai



Sursa: ANOFM, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

¹⁸ Conform Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 28/18 martie 2009.

prezentat la sediile agenției pentru a-și reconfirma intenția de angajare.

Astfel, raportul dintre numărul șomerilor și numărul locurilor de muncă vacante (43:1) a rămas în lunile aprilie-mai la un nivel apropiat celui din trimestrul I 2009, dar de peste două ori mai ridicat față de perioada similară a anului anterior. În plus, luându-se în considerare și concurența suplimentară din partea persoanelor care, deși angajate încă, sunt în căutarea unui loc de muncă mai sigur, se poate concluziona că s-au creat premise pentru continuarea tendinței de încetinire a creșterii câștigurilor salariale, cu efect de atenuare a presiunilor inflaționiste din partea cererii de consum.

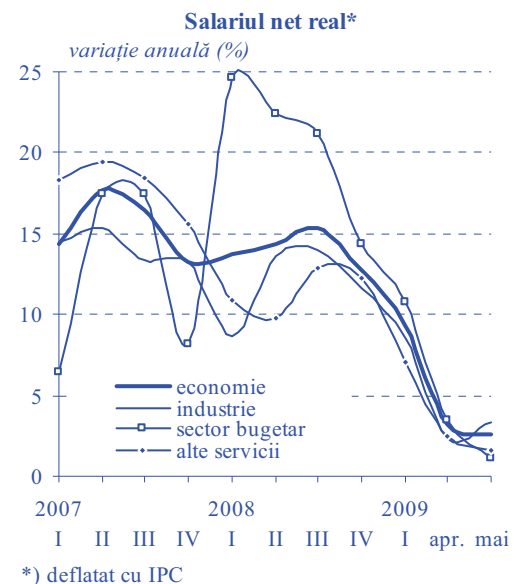
2.2. Venituri

Conform anticipărilor, în perioada aprilie-mai 2009, datele statistice privind câștigurile salariale au reflectat în mai mare măsură ajustările semnalate de angajatori și agențiile de recrutare încă din primele luni ale anului. Renegocierea contractelor colective de muncă în noul context economic, după expirarea, în luna martie, a celor încheiate în 2008, dar și eliminarea distorsiunii produse de modificarea *pattern*-ului anual de acordare a celui de-al treisprezecelea salariu în sectorul bugetar¹⁹ au contribuit la temperarea dinamicii anuale a salariului mediu brut nominal cu 7,5 puncte procentuale față de media trimestrului I 2009, până la 9,6 la sută. Trebuie însă menționat că, deși unele companii au anunțat renunțarea la acordarea de prime și chiar reducerea salariilor pentru evitarea concedierilor, au existat domenii în care câștigurile salariale au fost majorate cu prime ocazionale (de Paști) și cu sume din profitul net din anul anterior (conform prevederilor stipulate în contractele colective de muncă), ceea ce a diminuat impactul măsurilor de limitare a majorărilor salariale.

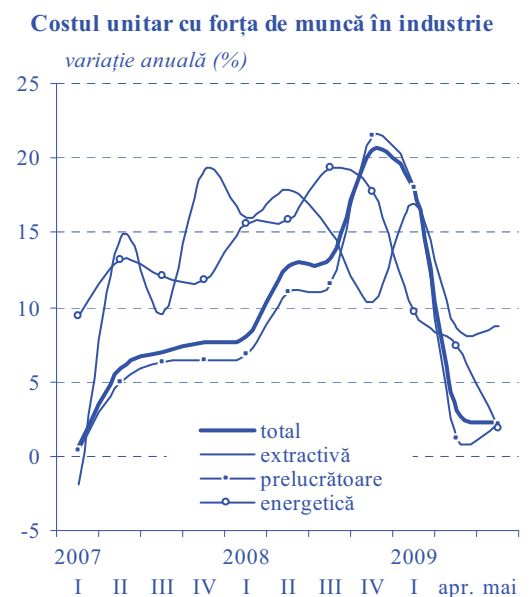
Pe sectoare de activitate, ritmul anual de creștere a salariului brut nominal s-a plasat între 6 la sută în construcții și 12,3 la sută în agricultură; dinamica anuală a salariilor din industrie (9,4 la sută) a diferit marginal de media pe economie, ritmuri inferioare fiind înregistrate în sectorul bugetar (9 la sută, în scădere cu 9,6 puncte procentuale față de trimestrul I 2009) și în serviciile private.

În industrie, măsurile de restructurare și eficientizare a activității au readus dinamica productivității muncii în teritoriu pozitiv începând cu luna martie, iar temperarea creșterii anuale a salariului brut nominal (cu 6,9 puncte procentuale în aprilie-mai 2009 față de media primelor trei luni ale anului) a accelerat redresarea costurilor unitare cu forța de muncă. Astfel, indicele anual corespunzător s-a

¹⁹ Pe parcursul primelor trei luni ale anului 2009 și nu integral în luna ianuarie.



Sursa: INS, calcule BNR



reduc la 102,7 la sută în perioada analizată, comparativ cu un nivel mediu de 117,9 la sută în trimestrul I 2009. Cele mai ample ajustări au fost realizate în industria prelucrătoare (-16,3 puncte procentuale, până la 101,7 la sută), contribuții importante având ramurile: mijloace de transport rutier, prelucrarea țiteiului, fabricarea echipamentelor electrice, industria mobilei, dar și metalurgia, a cărei performanță economică a rămas însă pronunțat negativă. În schimb, costuri ridicate și/sau în creștere cu forța de muncă au persistat în industria ușoară, chimie și industria farmaceutică, în condițiile în care productivitatea muncii a scăzut cu 9 până la 20 la sută față de aceeași perioadă a anului precedent, iar salariile s-au majorat în medie cu 8 până la 15 la sută.

Din perspectiva presiunilor pe care veniturile populației le pot exercita asupra cererii de consum (în ipoteza nemodificării comportamentului de economisire), atenuarea acestora este reflectată de decelerarea ritmului anual de creștere a venitului disponibil real, de la 15,7 la sută în trimestrul IV 2008 la 7,1 la sută în trimestrul I 2009. Principalii factori explicativi se regăsesc în comprimarea cu aproximativ 17 la sută a remiterilor din străinătate și în înjumătățirea dinamicii anuale a veniturilor salariale (până la 7,3 la sută); ritmul aferent transferurilor sociale s-a menținut ridicat (18,5 la sută), pe seama creșterii numărului beneficiarilor de indemnizație de șomaj, a indemnizației medii și a valorii asigurărilor de sănătate. În perioada aprilie-mai 2009, datele statistice provizorii indică accentuarea tendințelor menționate, venitul real disponibil ajungând să înregistreze o scădere în termeni anuali, ca urmare a diminuării accelerate atât a veniturilor salariale (prin intermediul ajustărilor salariale operate și al reducerii numărului de angajați), cât și a transferurilor din străinătate.

3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul I 2009, evoluția prețurilor de import și a celor de producție (industriale și agricole) relevă atenuarea presiunilor inflaționiste, efectul inhibitor exercitat de deprecierea abruptă a monedei naționale fiind temperat de relaxarea piețelor externe ale materiilor prime, restrângerea cererii și manifestarea unor efecte de bază asociate maximelor istorice atinse de unele categorii de prețuri în perioada similară a anului anterior. Influența acestor factori se regăsește și la nivelul evoluțiilor din trimestrul II 2009, deși contribuția la dinamica prețurilor s-ar putea modifica față de primele trei luni ale anului. În cazul prețurilor producției agricole, după trei trimestre în care pierderea de ritm anual s-a datorat exclusiv produselor vegetale, perioada aprilie-iunie 2009 ar putea consemna o detensionare a segmentului produselor animale indusă în principal de restrângerea cererii pe anumite segmente de produse.

3.1. Prețurile de import

În trimestrul I 2009, indicele anual al valorii unitare a importurilor a devenit pronunțat subunitar (91,7 la sută față de 98,8 la sută în trimestrul IV 2008), dar impactul favorabil asupra prețurilor interne a fost atenuat de accentuarea tendinței de depreciere a monedei naționale față de euro și dolarul SUA.

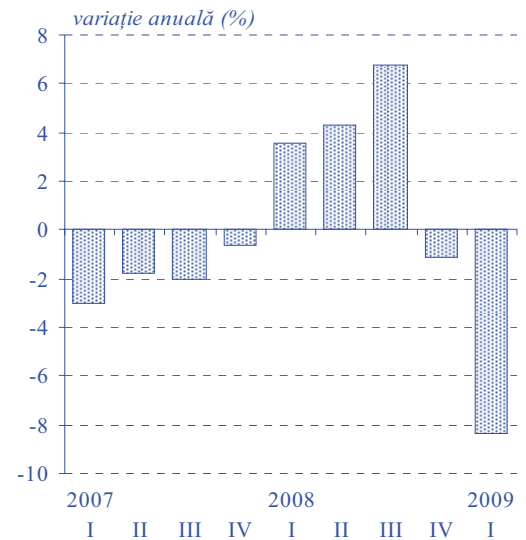
Pentru majoritatea grupelor de bunuri, ritmurile anuale de creștere a prețurilor externe s-au plasat pe o pantă descendentă, principala excepție fiind produsele farmaceutice, în cazul cărora s-a consemnat o inversare de tendință comparativ cu trimestrul IV 2008 (de la -2 la sută la +10,3 la sută). Evoluția poate fi atribuită mișcărilor observate la nivelul prețurilor de producție pentru piața externă din industria farmaceutică în cazul unora dintre principalii furnizori din spațiul comunitar²⁰ și tendinței de apreciere față de euro manifestate de monedele naționale ale unor țări din afara Uniunii Europene care livrează României cantități importante de produse farmaceutice (SUA și Elveția).

În cazul celorlalte bunuri de consum, prețurile externe au înregistrat decelerări importante comparativ cu intervalele precedente, dispararea presiunilor fiind mai evidentă la nivelul mărfurilor alimentare (carne, produse vegetale, uleiuri și grăsimi) și al combustibililor, indicii anuali ai valorii unitare aferenți acestor grupe coborând până la 68 la sută.

Variații anuale pozitive au continuat să se înregistreze în cazul prețurilor externe ale mijloacelor de transport (+4,7 la sută comparativ cu perioada similară din anul anterior), în corelație cu evoluția prețurilor de producție pentru piața externă din zona euro. Pentru bunurile de capital însă, indicii anuali ai valorii unitare și-au accentuat sensibil panta descendentă, coborând până la 77,5 la sută în cazul echipamentelor electrice.

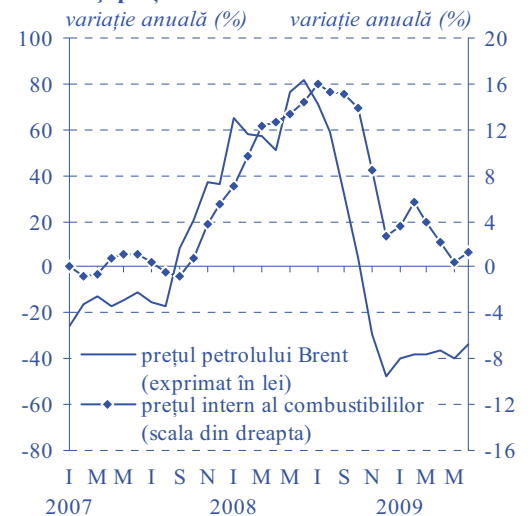
În cadrul trimestrului II 2009 este probabil ca prețurile externe să continue traiectoria descendentă descrisă în primele luni ale anului. Pe piețele internaționale ale resurselor energetice se conturează tot mai pronunțat indicii de tensionare, însă efectele de bază asociate maximelor istorice consemnate în perioada similară din anul anterior conduc la menținerea ritmurilor anuale puternic negative în cazul prețurilor externe pe acest segment.

Valoarea unitară a importurilor



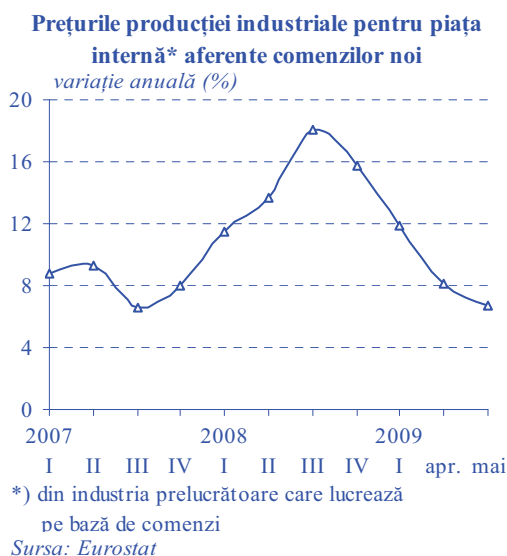
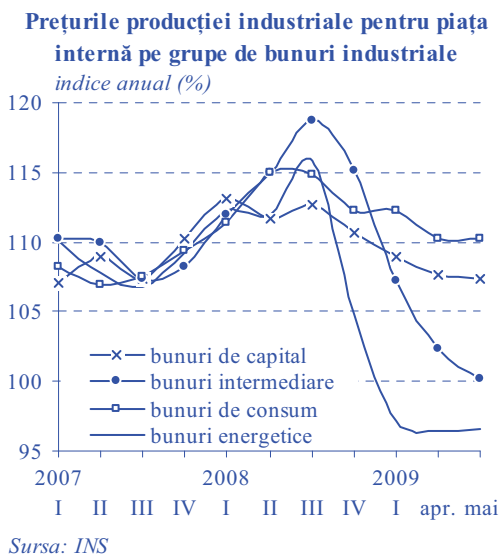
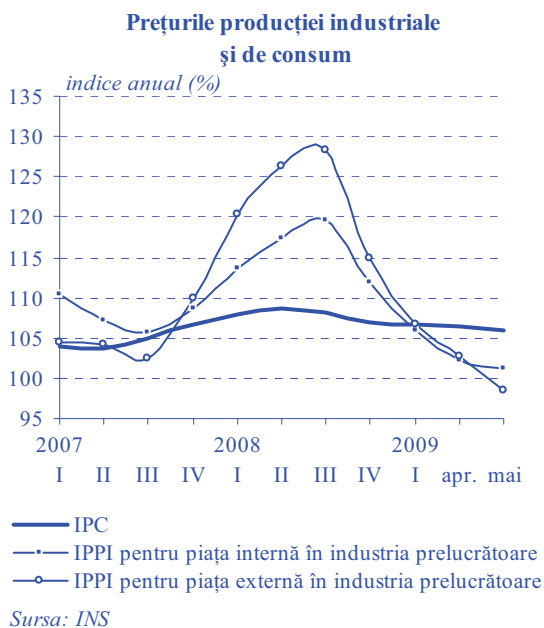
Sursa: INS, calcule BNR

Prețul petrolului și prețul intern al combustibililor



Sursa: INS, AIE, calcule BNR

²⁰ Prețurile de producție pentru piața externă în industria farmaceutică din Ungaria, Marea Britanie, Cehia, Polonia (țări care furnizează aproximativ 20 la sută din importurile de medicamente) au consemnat accelerări de ritm de până la 15 puncte procentuale comparativ cu trimestrul IV 2008.



3.2. Prețurile de producție

3.2.1. Prețurile producției industriale

În trimestrul I 2009, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a continuat să se atenueze comparativ cu intervalul anterior (-4,7 puncte procentuale, până la 5,3 la sută), dar influența dominantă a revenit bunurilor industriale cu grad redus de prelucrare (energetice și intermediare), în directă asociere cu prețurile externe ale materiilor prime și resurselor energetice.

De altfel, în cazul bunurilor de consum, variația anuală a prețurilor de producție a consemnat o tendință contrară, majorându-se la 12,3 la sută (+0,2 puncte procentuale față de intervalul precedent). Totuși, mișcarea s-a datorat în principal reacției producătorilor la implementarea unor măsuri administrative (majorarea accizelor la băuturi și tutun, ajustarea prețurilor de producție la medicamente în funcție de un nivel actualizat al cursului de schimb). Presiuni în creștere sunt evidențiate și de variațiile trimestriale, viteza de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă accelerându-se în intervalul analizat la 3,3 la sută, de la 1,9 la sută în trimestrul IV 2008.

Comparația în termeni trimestriali relevă evoluții mai puțin favorabile față de ultima parte a anului 2008 și la nivel agregat, încetinirea semnificativă a mișcării descendente (de la -1,7 la sută la doar -0,1 la sută) putând fi asociată deprecierei abrupte a cursului de schimb și costurilor tot mai ridicate de finanțare, în condițiile în care mulți producători se confruntă cu probleme de desfacere sau își recuperează cu dificultate banii pentru produsele livrate.

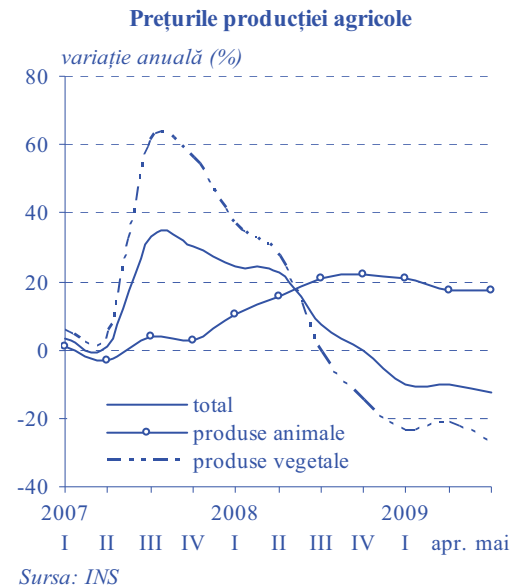
Procesul dezinflaționist va continua în sectorul industrial și la nivelul trimestrului II 2009. Sub presiunea restrângerii cererii și în condițiile temperării volatilității cursului de schimb, prețurile producției industriale aferente comenzilor noi din industria prelucrătoare și-au accentuat panta descendentă (de la ritmuri anuale de 11,9 la sută în trimestrul I 2009 la 7,4 la sută în perioada aprilie-mai), ratele lunare coborând la valori negative.

3.2.2. Prețurile producției agricole

În trimestrul I 2009, variația anuală negativă a prețurilor producției agricole s-a adâncit la -10,4 la sută (comparativ cu -0,4 la sută în trimestrul IV 2008), traiectoria fiind în continuare impusă de componenta vegetală (-23,5 la sută), în special cereale și plante tehnice. Notă discordantă au făcut prețurile cartofilor, care și-au accelerat la 22 la sută ritmul de creștere față de aceeași perioadă a anului anterior, scumpirea importurilor de completare (pe fondul ofertei scăzute și al deprecierei monedei naționale) permițând producătorilor autohtoni să majoreze prețurile pentru a acoperi din pierderile acumulate în perioada importurilor ieftine.

Prețurile de producție ale produselor animale nu și-au modificat sensibil dinamica față de intervalul precedent (+21 la sută), iar analiza în structură indică evoluții similare și la nivelul principalelor sortimente de carne, cu excepția celei de ovine (în acest caz, ritmul anual de creștere a prețului de producție a urcat la 81,6 la sută, principalul factor determinant fiind restrângerea ofertei interne ca urmare a orientării tot mai pronunțate către piața externă).

La nivelul trimestrului II 2009 este posibil ca variațiile anuale negative ale prețurilor producției agricole să se accentueze în condițiile în care tendința va persista pe segmentul produselor vegetale (primele informații privind recolta din 2009 nu sunt de natură să sugereze presiuni, iar efectul de bază este încă foarte puternic). În ceea ce privește segmentul produselor animale sunt previzibile tendințe de reorientare a consumatorilor către sortimentele mai ieftine de carne (carne de pasăre în locul celei de vită sau porc), care ar putea conduce la mișcări favorabile de preț; suplimentar, o influență de același sens ar putea exercita atenuarea consumului de carne de porc pe seama efectului psihologic asociat apariției primelor cazuri de contaminare cu virusul gripal AH1N1 în Europa.



IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

În trimestrul II, trendul descendent al ratei dobânzii de politică monetară a fost consolidat, banca centrală coborând succesiv (în lunile mai și iunie) nivelul acesteia cu câte 0,5 puncte procentuale, până la 9,0 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al Băncii Naționale a României a decis scăderea cu 3 și respectiv 5 puncte procentuale a ratelor rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în lei și în valută cu scadența reziduală mai mică de doi ani, începând cu perioada de aplicare 24 iulie – 23 august 2009. În condițiile temperării volatilității cursului de schimb al monedei naționale, dar și ale accentuării declinului economiei, deciziile adoptate de autoritatea monetară în această perioadă au avut ca scop asigurarea unui ansamblu al condițiilor monetare reale adecvat atât convergenței ratei inflației către obiectivele stabilite pe termen mediu, cât și revitalizării sustenabile a procesului de creditare a economiei românești.

Decizia de reducere a ratei dobânzii de politică monetară la 9,5 la sută adoptată de Consiliul de administrație al Băncii Naționale a României în luna mai 2009 a avut ca principal argument relativa îmbunătățire a prognozei inflației pe termen mediu, asociată perspectivei intrării economiei românești în teritoriul negativ în anul 2009, ca efect al extinderii crizei financiare și economice globale. Premisele și indiciile majore ale începerii contracției economice chiar din primul trimestru le-au reprezentat: (i) amplitudinea peste așteptări a scăderii dinamicii anuale a PIB în trimestrul IV 2008 și caracterul inerțial al acestei evoluții; (ii) glisarea/menținerea în teritoriul negativ în primele luni ale anului curent a dinamicii unor indicatori relevanți ai cererii de consum și investiții, respectiv ai ofertei; (iii) accentuarea declinului activității economice în țările membre UE, cu impact contracționist semnificativ asupra economiei naționale; (iv) continuarea înăspririi condițiilor de creditare, în special pe piața financiară internă, asociată cu slăbirea semnificativă a creditării; (v) creșterea mai rapidă a șomajului în primul trimestru al anului 2009. Alte argumente ale deciziei adoptate de Consiliul de administrație al Băncii Naționale a României – reprezentând totodată premise ale consolidării sustenabile a dezinflației – le-au constituit accelerarea în cursul primelor luni ale anului 2009 a ajustării dezechilibrului extern al economiei (succedată de amorsarea unei tendințe de temperare a volatilității cursului de schimb), precum și perspectiva continuării derulării ordonate a acestui proces, în condițiile implementării măsurilor de politică economică convenite prin acordul încheiat cu FMI și UE. În plus, balanța riscurilor asociate prognozei pe termen mediu a inflației se echilibrase, aceasta devenind

chiar ușor dominată de factorii exercitând un efect dezinflaționist, cu toate că incertitudinile privind evoluțiile macroeconomice viitoare continuau să fie ridicate.

Contractia economică neașteptat de severă pusă în evidență de datele statistice aferente trimestrului I și implicit perspectiva continuării atenuării presiunilor inflaționiste pe orizontul relevant pentru politica monetară au determinat Consiliul de administrație al Băncii Naționale a României să recurgă în luna iunie la o ajustare mai consistentă a gradului de restrictivitate a condițiilor monetare în sens larg; rata dobânzii de politică monetară a fost coborâtă cu încă 0,5 puncte procentuale (până la nivelul de 9,0 la sută), iar ratele RMO aferente pasivelor cu scadența reziduală mai mică de 2 ani în lei și respectiv în valută ale băncilor, au fost diminuate la 15, respectiv 35 la sută, începând cu perioada de aplicare 24 iulie – 23 august 2009. Ampla scădere a dinamicii anuale a PIB din primul trimestru (-6,2 la sută) s-a datorat în exclusivitate reculului semnificativ al dinamicii cererii interne (-13,7 la sută), având ca principali determinanți declinul puternic al consumului privat, dar și variația negativă deosebit de amplă a stocurilor. Impactul acestora a fost parțial contrabalansat de creșterea semnificativă a contribuției pozitive aduse de exportul net la dinamica PIB, în condițiile în care deficitul extern a consemnat la rândul lui o ajustare mai rapidă față de cea proiectată anterior.

În același timp, datele și informațiile economice apărute în cursul trimestrului II au relevat posibilitatea ca dinamica negativă a PIB să continue să se accentueze și astfel să depășească, cel puțin în acest interval, nivelurile din proiecția pe termen mediu a evoluțiilor macroeconomice efectuată de BNR în luna mai. Existau însă mari incertitudini asupra dimensiunii acestei contractii, precum și a magnitudinii scăderii investițiilor și a consumului, apreciindu-se însă că dinamica celui din urmă va continua să resimtă puternicul efect inhibitor indus de accentuarea pesimismului și a nesiguranței populației privind perspectiva veniturilor, implicit capacitatea de onorare a serviciului datoriei contractate anterior. Amplificarea dinamicii negative a principalelor componente ale cererii interne era sugerată de scăderea consistentă consemnată în aprilie de indicatori pertinenti ai evoluției cererii de consum și ai cererii de investiții (volumul cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul, volumul importurilor, valoarea lucrărilor de construcții), precum și de reducerea semnificativă a ritmului anual de creștere a salariului net real și de diminuarea volumului remiterilor din străinătate; acestora li s-au asociat accentuarea vizibilă a declinului dinamicii creditului acordat companiilor în lunile aprilie-mai și prelungirea în această perioadă a tendinței de ameliorare a economisirii bancare nete a populației, decurgând în principal din frânarea mai pregnantă a vitezei de creștere a creditelor acordate acestui sector.

Valoarea medie a celei din urmă s-a redus în primele două luni ale trimestrului II la 14,2 la sută (cu 10,7 puncte procentuale sub media trimestrului I), sub impactul setului de determinanți majori care a acționat și în lunile anterioare. Astfel, oferta de credite a continuat să fie constrânsă de sporirea prudenței băncilor în contextul așteptărilor pesimiste ale acestora privind condițiile economice și al accentuării riscului de selecție adversă, de consolidarea poziției nete deficitare a lichidității din sistemul bancar, precum și de restrângerea finanțării externe a băncilor comerciale. La rândul ei, cererea de împrumuturi a populației a fost afectată de înrăutățirea perspectivei veniturilor proprii (pe fondul contracției activității economice – anticipată să continue pe termen scurt), precum și de menținerea la un nivel înalt a ratelor dobânzilor la creditele noi acordate acestui segment. Toate categoriile de credite acordate persoanelor fizice au înregistrat scăderi mai accentuate ale ritmurilor medii în lunile aprilie-mai. Ajustarea a fost însă mai pregnantă pe segmentul împrumuturilor pentru consum, a căror dinamică reală medie a atins 11,6 la sută (față de 20,8 la sută în trimestrul I), preponderent ca urmare a declinului ratei de creștere a componentei în lei (până la 2,0 la sută, cu 6,2 puncte procentuale sub media trimestrului I). Analiza informațiilor privind creditele noi cu această destinație sugerează faptul că scăderea s-a datorat în principal comprimării volumului contractelor de credite de consum – destinate, cel mai probabil, achiziției de bunuri de valoare relativ ridicată (*big ticket items*) –, împrumuturile *overdraft* (îndreptate mai degrabă înspre asigurarea necesităților curente) menținându-se în acest interval pe un trend ascendent. O scădere de proporții mai reduse a consemnat media dinamicii anuale a creditelor pentru locuințe (la 25,1 la sută, cu 8,2 puncte procentuale sub media trimestrului I); variația anuală a acestora a înregistrat chiar o creștere de 2,7 puncte procentuale în luna mai (până la 26,5 la sută), posibil ca urmare a impulsului dat de potențiala relaxare a unora dintre criteriile de acordare a acestor împrumuturi, dar și ca efect al probabilei extinderi a practicii de reeșalonare a creditelor.

La rândul ei, dinamica medie a plasamentelor totale în bănci ale populației s-a menținut ridicată pe ansamblul lunilor aprilie-mai (13,8 la sută), coborând însă sub nivelul înregistrat în trimestrul I, sub influența reducerii dinamicii veniturilor din salarii și a remiterilor, precum și a menținerii presiunii exercitate de serviciul datoriei. Similar lunilor trecute, populația și-a reorientat plasamentele dinspre depozitele ON înspre cele la termen, pe fondul creșterii relative a randamentelor oferite de cele din urmă; dinamica depozitelor pe termen foarte scurt a coborât astfel la valori pronunțat negative (-16,3, respectiv -20,9 la sută în aprilie, respectiv mai). În schimb, viteza medie de creștere anuală a depozitelor la termen sub doi ani ale persoanelor fizice a continuat să se mărească (41,2 la sută), preponderent pe seama dinamizării componentei în lei (47,1 la sută, cu

18 puncte procentuale peste media trimestrului I); analiza structurii celei din urmă²¹ evidențiază continuarea creșterii preferinței pentru plasamentele pe termene de două-trei luni, ponderea acestora în totalul depozitelor la termen în lei majorându-se la 49,4 la sută, în detrimentul depozitelor pe o lună, dar și al celor pe scadențe mai mari.

BNR a continuat să calibreze cu prudență pasul de reducere a ratei dobânzii de politică monetară, în condițiile în care, similar lunilor anterioare, era de așteptat ca în pofida adâncirii peste așteptări a deviației negative a PIB de la nivelul său potențial, dezinflația să fie încă frânată de manifestarea caracterului persistent al inflației de bază și de inerția anticipațiilor inflaționiste. În favoarea unei abordări prudente a pledat și menținerea riscului de destabilizare a cursului de schimb, în eventualitatea revenirii temporare la cote înalte a aversiunii față de risc pe plan global sau regional, cu toate că în perioada recentă s-au manifestat o refacere graduală a apetitului pentru risc al investitorilor și o ameliorare a percepției acestora asupra economiilor din regiune și asupra economiei românești²². Influențe favorabile asupra sentimentului vizavi de economia națională au fost exercitate și de continuarea reducerii deficitului de cont curent în prima parte a anului și de încheierea acordului multilateral de finanțare externă cu FMI, UE și alte instituții financiare internaționale, ce a fost urmată la scurt timp de reconfirmarea angajamentului băncilor-mamă a nouă dintre cele mai mari bănci cu capital străin de a lua toate măsurile necesare pentru susținerea subsidiarelor din România; toate acestea au concurat la temperarea semnificativă a volatilității cursului de schimb leu/euro, în special începând din a doua parte a trimestrului II.

Inclusiv din această perspectivă, gestionarea de către BNR a condițiilor lichidității a avut în vedere continuarea procesului de convergență a randamentelor tranzacțiilor de pe segmentul interbancar cu rata dobânzii de politică monetară; prin asigurarea funcționării fluente a pieței monetare interbancare, banca centrală a urmărit să capaceze rolul de semnal al ratei dobânzii BNR și să creeze premisele corectării în perspectivă a nivelurilor distorsionate la care se plasau ratele dobânzilor practicate de băncile comerciale în relațiile cu clienții. În acest scop, BNR a modificat maniera de derulare a principalelor operațiuni de piață destinate injecției de lichiditate: începând din a doua jumătate a lunii aprilie, acestea au fost reprezentate într-o proporție crescândă de operațiuni *repo* efectuate prin licitație la rată fixă a dobânzii (de politică monetară), pe scadența de o lună, în cadrul cărora volumele de lichiditate

²¹ Pe baza datelor transmise conform Normei BNR nr. 14/2006.

²² Relevată, printre altele, de evoluția relativ favorabilă a unor indicatori considerați relevanți (*spread*-urile CDS, OAS și cele ale randamentelor obligațiunilor emise de România pe piețele internaționale).

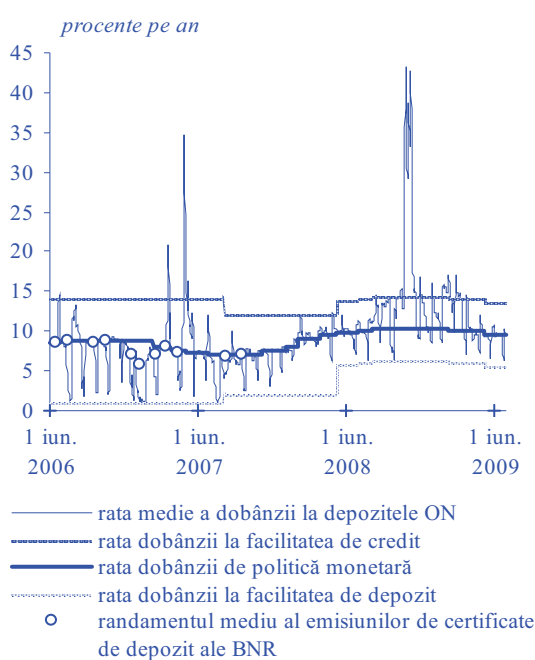
licitate de bănci au fost alocate integral. Schimbarea a avut ca efect diminuarea treptată a randamentelor/ cotațiilor pe scadențe mai lungi ale pieței monetare interbancare, implicit apropierea acestora de rata dobânzii de politică monetară (a se vedea subsecțiunea 2.1. *Ratele dobânzilor*). Pe fondul consolidării poziției de creditor a băncii centrale în raport cu sistemul bancar, volumul mediu net al operațiunilor de injecție monetară s-a majorat în trimestrul II cu 55,6 la sută față de trimestrul I. Sporadic, banca centrală a drenat surplusurile de lichiditate formate temporar, prin operațiuni *reverse repo* și prin atragerea de depozite, precum și prin intermediul facilității de depozit.

Tot în cadrul ședinței sale din iunie, Consiliul de administrație al Băncii Naționale a României a decis să reducă ratele RMO aplicabile resurselor atrase de bănci cu scadență reziduală mai mică de doi ani²³, astfel: de la 18 la 15 la sută, în cazul pasivelor în lei, respectiv de la 40 la 35 la sută, în cazul pasivelor în valută; măsura a intrat în vigoare începând cu perioada 24 iulie – 23 august 2009. Aceasta a avut ca scop îmbunătățirea condițiilor lichidității în lei și în valută, continuarea armonizării mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele în materie ale BCE, precum și sprijinirea unui proces sustenabil de creditare în economia românească.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentele pieței monetare interbancare – inclusiv cele pe termene mai lungi – s-au apropiat de rata dobânzii de politică monetară în trimestrul II, iar volatilitatea cursului de schimb leu/euro s-a redus. Lichiditatea din economie a continuat să-și diminueze dinamica anuală, pe fondul accentuării declinului ratei de creștere a creditului acordat sectorului privat.

Ratele dobânzilor pe piața monetară interbancară



2.1. Ratele dobânzilor

În trimestrul II, ratele dobânzilor pieței monetare interbancare și-au continuat tendința de scădere, stabilizându-se în apropierea ratei dobânzii de politică monetară. Receptând reducerea acesteia, precum și efectul schimbării de către banca centrală a manierei de gestionare a lichidității, media trimestrială a ratelor dobânzilor interbancare a consemnat un declin mai accentuat, coborând față de intervalul anterior cu 3,1 puncte procentuale, până la valoarea de 9,6 la sută.

Ratele dobânzilor ON au evoluat în linie cu rata dobânzii de politică monetară pe parcursul perioadei analizate, repoziționarea lor în concordanță cu nivelul acesteia fiind vizibilă încă de la finele trimestrului precedent. În condițiile în care banca centrală a urmărit

²³ De la finele perioadei de observare și care nu prevăd clauze contractuale referitoare la rambursări, retrageri, transferări anticipate.

să asigure în mod sistematic echilibrul condițiilor lichidității, furnizând necesarul de rezerve prin intermediul operațiunilor *repo*, randamentele interbancare pe termen foarte scurt și-au redus substanțial variabilitatea, până la un nivel minim al ultimelor patru trimestre. O creștere relativ mai însemnată a acestora a fost consemnată doar în ultima săptămână din aprilie, sub impactul contracționist cu caracter sezonier al operațiunilor în contul Trezoreriei; în schimb, la finele perioadelor de constituire a RMO încheiate pe parcursul trimestrului, aceste randamente au consemnat mișcări temporare descendente, ca urmare a formării unor surplusuri de lichiditate cu caracter tranzitoriu.

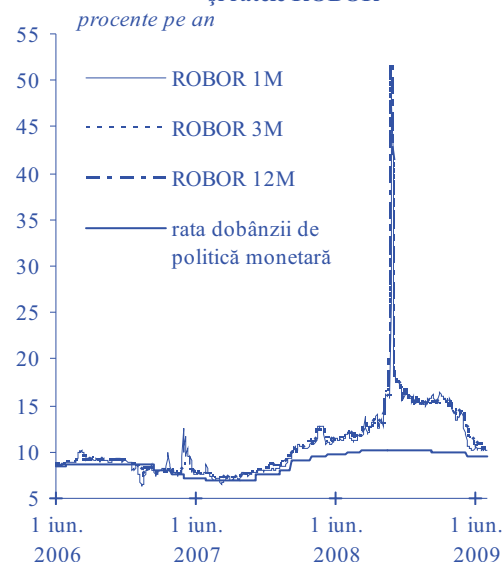
Cotațiile ROBOR aferente scadențelor mai lungi (1M-12M) au continuat să înregistreze valori relativ înalte până în ultima parte a lunii aprilie, intrând însă apoi într-un proces de ajustare către niveluri compatibile cu rata dobânzii de politică monetară. Principalii factori determinanți ai acestuia au fost inițierea în prima lună a trimestrului și, ulterior, derularea cu consecvență de către BNR a operațiunilor *repo* prin licitație. În consecință, media ratelor ROBOR (1M-12M) a scăzut în iunie cu 4,6 puncte procentuale față de ultima lună a trimestrului precedent; diminuări superioare mediei au fost consemnate pe scadențele 1M (-5,2 puncte procentuale), respectiv 3M (-4,8 puncte procentuale).

Ratele *forward* implicite (calculate pornind de la cotațiile medii din iunie) au consemnat de asemenea o coborâre substanțială; potrivit acestora, se anticipa scăderea ratei ROBOR la 3M la niveluri de 10,8 la sută la sfârșitul trimestrului III, 10,2 la sută în decembrie 2009 (ambele fiind inferioare cu peste 3 puncte procentuale valorilor corespondente determinate în luna martie), respectiv 10,0 la sută la finele trimestrului I al anului 2010.

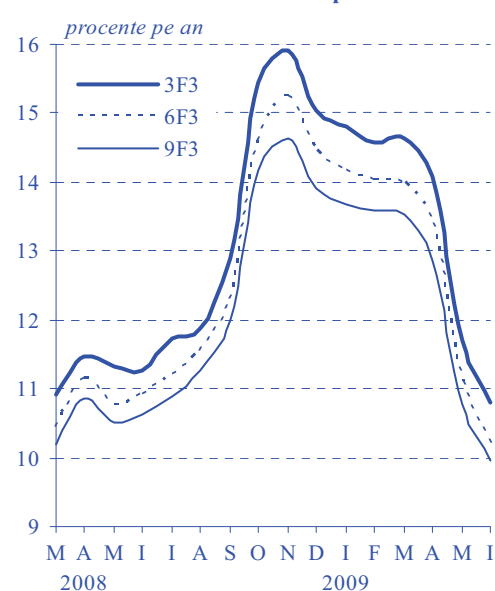
Ratele dobânzilor titlurilor de stat au continuat la rândul lor să scadă în trimestrul II, randamentele maxime acceptate de Ministerul Finanțelor Publice reducându-se până la 11,25 la sută pentru aproape toate categoriile de înregistrări²⁴. Volumul titlurilor de stat emise în cel de-al doilea trimestru a fost de 20,4 miliarde lei, similar atât volumului anunțat, cât și celui emis în trimestrul anterior; acesta a continuat să fie constituit în cea mai mare parte din titluri pe termen scurt, ca urmare a preferinței instituțiilor de credit pentru acest tip de plasamente.

Rulajul trimestrial al pieței secundare a titlurilor de stat (exclusiv BNR) a crescut cu aproximativ 13 la sută comparativ cu trimestrul precedent, situându-se la un nivel de 6,6 miliarde lei, tranzacțiile fiind în marea majoritate ireversibile. Cele mai tranzacționate au

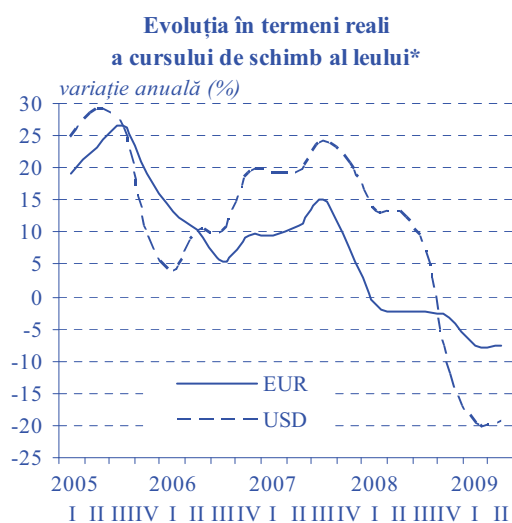
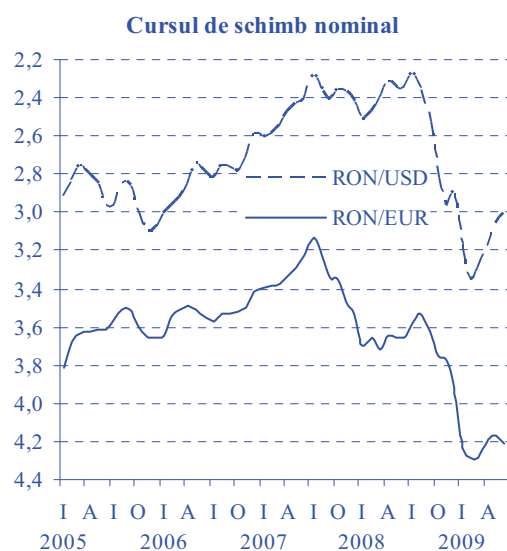
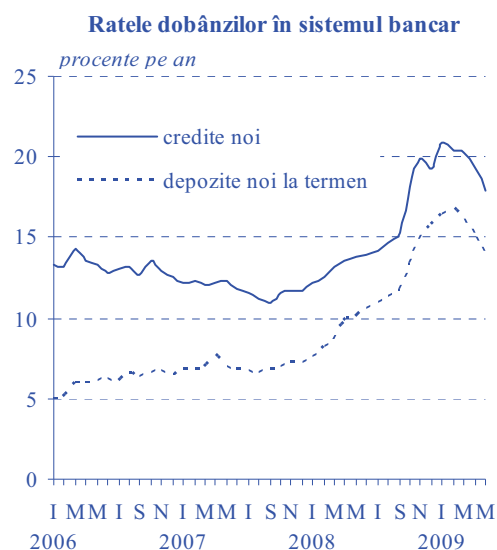
Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



Rate forward implicite



²⁴ Excepție făcând cele pe o lună, pentru care randamentul maxim acceptat s-a redus până la 10,75 la sută.



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

Sursa: INS, BNR

fost titlurile cu scadența reziduală sub 1 an, al căror randament a avut o tendință descrescătoare pe parcursul trimestrului, situându-se la valori medii de aproximativ 10,6 la sută (în scădere cu circa 1 punct procentual față de trimestrul anterior).

Pe fondul accentuării tendinței descendente a randamentelor interbancare, ratele medii ale dobânzilor la creditele și depozitele la termen noi pe total sector neguvernamental au scăzut în perioada martie-mai 2009. Ajustările au fost însă mixte din perspectiva celor două sectoare de clientelă. Astfel, pe segmentul societăților nefinanciare, ratele medii ale dobânzilor au preluat aproape integral declinul cotațiilor ROBOR: randamentul mediu al depozitelor la termen noi s-a redus cu 3,82 puncte procentuale (până la 13,3 la sută), iar rata medie a dobânzii pentru creditele noi s-a diminuat cu 3,12 puncte procentuale (până la 17,56 la sută). În schimb, pe sectorul populației, ratele medii ale dobânzilor au consemnat o rigiditate relativ ridicată, explicată în cazul depozitelor noi de prelungirea competiției acerbe dintre instituțiile de credit pentru atragerea de resurse în monedă națională, respectiv în cazul creditelor de continuarea deteriorării percepției băncilor asupra riscului asociat acestui segment de clientelă (reflectată în creșterea marjelor de risc). Astfel, randamentul mediu al depozitelor la termen constituite de persoanele fizice în intervalul analizat s-a diminuat cu numai 1,33 puncte procentuale (până la 14,98 la sută), iar costul mediu cu dobânda aferent creditelor noi ale populației s-a majorat cu 1,06 puncte procentuale (până la 19,69 la sută în mai).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Pe ansamblul trimestrului II leul a consemnat o ușoară apreciere în raport cu euro, în condițiile în care inversarea de traiectorie consemnată de rata de schimb în cursul lunii aprilie a fost succedată de o relativă stabilizare a acesteia, reflectând, în principal, oscilațiile estompate ale apetitului global pentru risc. Totodată, gradul de corelare a evoluției cursului de schimb al leului cu cea a ratelor de schimb ale principalelor monede din regiune a crescut, iar variațiile zilnice ale acestuia s-au diminuat.

În intervalul aprilie-iunie, leul s-a apreciat față de euro cu 1,5 la sută în termeni nominali și cu 2,1 la sută în termeni reali (comparativ cu o depreciere de 8,6 la sută și, respectiv, 6,2 la sută în trimestrul I); aprecierea leului a fost sensibil mai amplă în raport cu dolarul – 8,2 la sută în termeni nominali și 8,9 la sută în termeni reali –, în condițiile în care valoarea monedei americane a scăzut semnificativ față de euro. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul II, leul și-a diminuat ușor deprecierea nominală atât în raport cu euro (12,9 la sută), cât și față de dolarul SUA (24,1 la sută).

În prima parte a lunii aprilie, cursul de schimb leu/euro și-a accelerat²⁵ ușor mișcarea descendentă amorțată în martie, pe fondul continuării refacerii apetitului pentru risc al investitorilor financiari²⁶ și al ameliorării sentimentului față de piețele emergente, inclusiv ca urmare a deciziei G-20 de majorare a fondurilor alocate FMI. Un impact pozitiv asupra evoluției leului a avut și publicarea datelor privind balanța de plăți, care au relevat diminuarea peste așteptări a deficitului contului curent în luna februarie. Sensul de evoluție a ratei de schimb a leului s-a inversat însă temporar la mijlocul lunii aprilie, în principal datorită: (i) avertizărilor agenției de evaluare Fitch privind accentuarea recesiunii economice în țările est-europene în 2009; (ii) reducerilor de rating operate în cazul Lituaniei, Letoniei și României și (iii) publicării prognozelor FMI privind creșterea necesarului de finanțare al țărilor emergente în anul 2009. Efectul acestor factori asupra pieței financiare interne a fost, totuși, modest, el fiind contracarat ulterior de impactul creșterii, față de media trimestrului anterior, a volumului intrărilor de capital de natura împrumuturilor financiare și a depozitelor. Inclusiv pe acest fond, soldul tranzacțiilor clienților nerezidenți a redevenit – pentru prima dată în ultimele cinci luni – pozitiv, iar deficitul pieței valutare interbancare s-a redus la minimul ultimelor nouă luni, leul consemnând astfel în aprilie prima apreciere nominală în raport cu euro din ultimele opt luni (2,1 la sută).

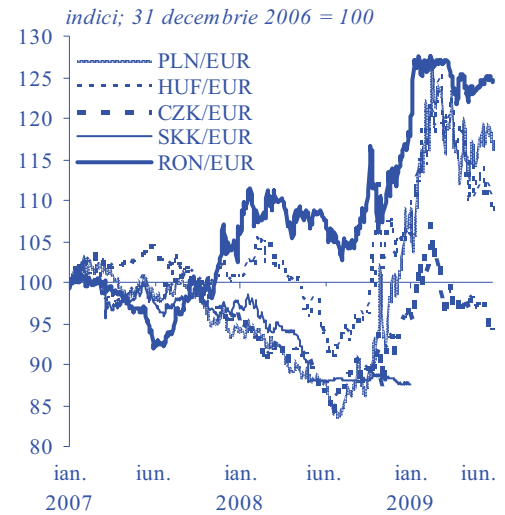
Traietoria ușor descrescătoare pe care a revenit cursul de schimb al leului s-a prelungit și în prima parte a lunii mai, aceasta nefiind perturbată vizibil de amplitudinea peste așteptări a scăderii ratei dobânzii de politică monetară decisă de Consiliul de administrație al Băncii Naționale a României în data de 6 mai; tendința a fost, în schimb, susținută de anunțul privind aprobarea acordului *stand-by* cu România de către *board*-ul FMI și de continuarea restrângerii deficitului balanței comerciale relevată de datele statistice apărute în acest interval.

Ulterior, rata de schimb a leului a resimțit, alături de cursurile principalelor monede din regiune, impactul înrăutățirii temporare a sentimentului pieței internaționale, ca urmare a anunțurilor referitoare la: (i) revizuirea în scădere a estimărilor BERD privind evoluția economiilor unor țări est-europene în anul 2009, inclusiv România; (ii) diminuarea peste așteptări a producției industriale în zona euro și înrăutățirea așteptărilor privind evoluția pe termen scurt a acesteia; (iii) modificarea de către agenția de evaluare financiară *Standard&Poor's* a perspectivei de țară a Marii Britanii la „negativ” și temerile – infirmate ulterior – privind o posibilă retro-

²⁵ Cursul de schimb leu/euro a atins în data de 10 aprilie cel mai mic nivel din ianuarie 2009 (4,1189).

²⁶ După scăderile abrupte înregistrate în trimestrul I, indicii Dow Jones STOXX, S/P 500 și Nikkei 225 și-au reluat creșterea în luna aprilie.

Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Sursa: BNR, BCE

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2008	2009
	5 luni	5 luni
Contul financiar	7 901	1 473
Investiții directe	4 429	2 466
rezidenți în străinătate	160	-9
nerezidenți în România	4 270	2 475
Investiții de portofoliu și derivate financiare	202	-197
rezidenți în străinătate	-334	14
nerezidenți în România	536	-211
Alte investiții de capital	3 500	-355
pe termen mediu și lung	2 337	-78
pe termen scurt	-99	-1 567
numerar și depozite pe termen scurt	-653	-3 726
alte	1 915	74
Active de rezervă ale BNR (net)	-230	-440
("- " creștere/"+" scădere)		

gradare similară a perspectivei SUA. Acest impact a fost însă atenuat de semnalul pozitiv dat de reafirmarea angajamentului luat în data de 26 martie de principalele bănci străine de a-și menține expunerile globale față de piața românească. Pe deasupra, vânzările nete de devize ale clienților nerezidenți au atins în luna mai cea mai mare valoare din ultimele treisprezece luni, deficitul pieței valutare interbancare coborând la valoarea minimă a anului. În aceste condiții, moneda națională a continuat să consemneze, pe ansamblul lunii mai, o ușoară apreciere în raport cu euro; totodată, variațiile zilnice ale ratei de schimb leu/euro s-au diminuat, iar gradul de corelare a evoluției acesteia cu cea a cursurilor de schimb ale principalelor monede din regiune a sporit.

În luna iunie, cursul de schimb leu/euro a continuat să se plaseze pe un trend ușor crescător, în condițiile relativei înrăutățiri a percepției asupra regiunii, determinată de: (i) zvonurile privind eventuala devalorizare a monedei naționale a Letoniei; (ii) performanțele economice sub așteptări ale zonei euro, însoțite de revizuirea în sens nefavorabil de către BCE a previziunilor privind perspectiva acesteia în anul 2009 și (iii) semnalele negative transmise de o serie de rapoarte și analize, inclusiv raportul de stabilitate al BCE, care au evidențiat riscul unor evoluții nefavorabile pe termen scurt ale sectorului bancar european. Cu toate că, sub impactul pozitiv exercitat de unele evoluții din regiune²⁷, cursul de schimb leu/euro s-a re poziționat spre sfârșitul intervalului pe o pantă ușor descendentă, în termeni nominali, moneda națională s-a depreciat în această lună cu 1 la sută în raport cu euro.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În perioada martie-mai 2009, viteza de creștere²⁸ a masei monetare (M3) a scăzut până la cel mai mic nivel din ultimii șapte ani (6,6 la sută), evoluția reflectând, în principal, accentuarea deteriorării activității economice și continuarea dezintermedierii financiare pe plan intern și global. Panta descendentă a variației anuale a acestui agregat monetar s-a atenuat însă comparativ cu perioadele anterioare, datorită impulsului dat de sporirea în luna mai 2009 a injecțiilor efectuate din contul Trezoreriei statului.

Analiza structurii masei monetare relevă continuarea procesului de realocare a activelor monetare dinspre depozitele *overnight* spre cele la termen. În aceste condiții, pentru prima oară în ultimii trei

Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

variație procentuală în termeni reali

	2008			2009		
	II	III	IV	I	apr. mai.	
	<i>ritm mediu al trimestrului</i>					
M3	28,2	22,1	13,8	10,0	5,5	6,2
M1	39,8	29,7	17,7	-2,1	-9,8	-12,2
Numerar în circulație	30,2	19,4	18,2	8,9	2,9	-0,2
Depozite overnight	43,6	33,8	17,5	-6,0	-14,3	-16,5
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	16,7	13,7	8,9	24,1	22,2	27,3

Sursa: INS, BNR

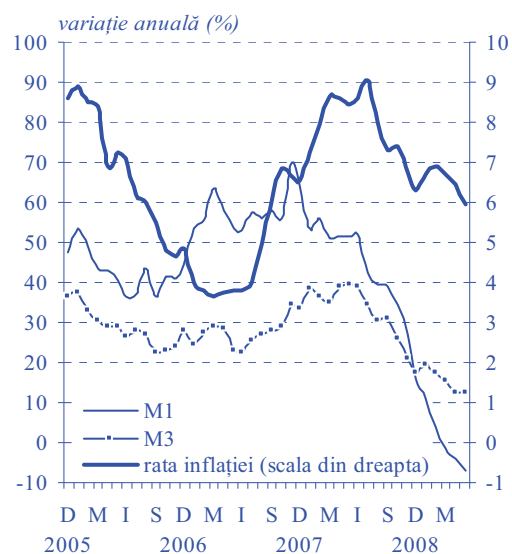
²⁷ Aprobarea de către Comisia Europeană a celei de-a doua tranșe de împrumut pentru Letonia și adoptarea de către Parlamentul ungar a unui pachet fiscal destinat realizării consolidării fiscale, dar și susținerii potențialului creșterii economiei pe termen mediu și lung.

²⁸ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada martie-mai 2009, exprimate în termeni reali.

ani și jumătate, soldul depozitelor *overnight* s-a diminuat față de aceeași perioadă a anului precedent, atât pe segmentul populației, cât și al companiilor, indiferent de moneda în care au fost constituite. Și numerarul în circulație a continuat să-și tempereze creșterea, nivelul atins de variația sa procentuală fiind cel mai mic din ultimii opt ani²⁹. Ca urmare, soldul M1 s-a redus continuu, situându-se, pentru prima oară în ultimii doi ani, la mai puțin de jumătate din valoarea M3 (45,7 la sută, ca medie a perioadei); evoluția a reflectat declinul rapid al cererii de bani pentru tranzacții curente și posibila sporire a cererii de bani ca activ financiar (în scopuri precauționare), în condițiile înrăutățirii situației financiare curente și a celei așteptate a diferitelor categorii de agenți economici, precum și ale creșterii costului de oportunitate al deținerii de active monetare cu grad ridicat de lichiditate. Pe acest fond, dinamica depozitelor la termen sub doi ani a înregistrat un nou record absolut, în principal pe seama evoluției ascendente a plasamentelor populației (în lei și în valută).

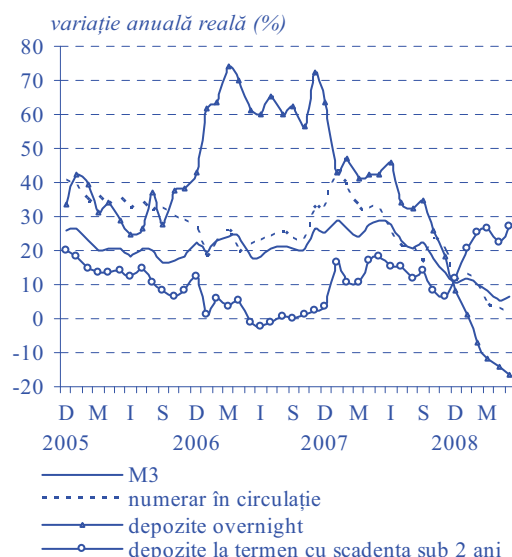
Viteza de creștere a depozitelor totale incluse în masa monetară a continuat însă să se diminueze atât în cazul populației, cât și al companiilor. Decelerarea a fost mai pronunțată la nivelul depozitelor firmelor; astfel, rata de creștere a componentei în lei a acestora și-a mărit valoarea negativă, iar cea aferentă componentei în valută s-a înjumătățit. Printre determinanții acestor evoluții s-au numărat contracția cererii de consum și de investiții, slăbirea creditării, scăderea volumului investițiilor directe ale nerezidenților³⁰ și disiparea efectului generat de privatizarea în anul anterior a societății Electrica S.A. Muntenia Sud. În schimb, ritmul de creștere a depozitelor populației incluse în M3 și-a atenuat panta descrescătoare, cel mai probabil datorită scăderii consumului, dar și alocării în favoarea populației a unor sume din surse bugetare³¹, care au contracarat parțial efectul reducerii dinamicii veniturilor salariale³² și al diminuării substanțiale a remiterilor din străinătate. În aceste condiții, ritmul de creștere a depozitelor în lei din M3 ale populației a stagnat, iar cel al depunerilor în valută s-a diminuat semnificativ; totuși, populația a continuat să dețină mai mult de jumătate din depozitele în valută ale rezidenților. Structura pe

Masa monetară și rata inflației



Sursa: INS, BNR

Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

²⁹ La finele lunii mai 2009, rata anuală de creștere în termeni reali a numerarului în circulație a devenit negativă, în premieră pentru ultimii opt ani.

³⁰ Conform datelor din bilanța de plăți, în perioada martie-aprilie 2009, volumul mediu lunar al investițiilor directe nete în sectorul nebancaar ale nerezidenților a fost de peste două ori mai mic decât cel din perioada decembrie 2008-februarie 2009.

³¹ Conform comunicatelor de presă APIA, în lunile aprilie-mai 2009 s-au efectuat plăți în valoare de 347 milioane euro în cadrul campaniei SAPS, din fonduri europene cofinanțate de MFP.

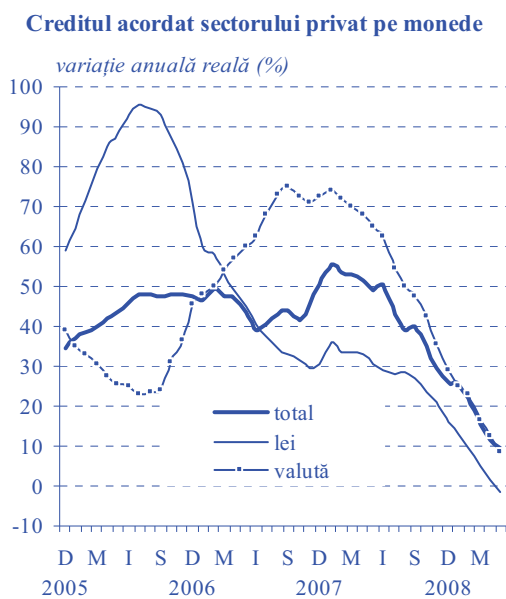
³² Ritmul mediu de creștere anuală reală a salariului mediu net s-a redus până la cea mai mică valoare din ultimii șase ani și jumătate.

monede a M3 a rămas astfel neschimbată, depozitele în devize reprezentând, în medie, 32,3 la sută din masa monetară.

O evoluție diferită a avut componenta reprezentată de unitățile fondurilor de piață monetară, a căror viteză de creștere s-a accelerat vertiginos, ponderea acestor instrumente financiare în M3 rămânând însă foarte redusă (0,4 la sută în luna mai 2009); evoluția are ca potențială explicație reorientarea – posibil conjuncturală – a anumitor categorii de clienți dinspre alte categorii de active (monetare sau nemonetare), stimulată, printre altele, de randamentele înalte oferite de aceste plasamente.

Din perspectiva contrapartidelor masei monetare, creditul acordat sectorului privat a reprezentat și în această perioadă principalul determinant al încetinerii creșterii M3, în timp ce creditul net al administrației publice centrale a contribuit la amplificarea lichidității din economie. Un efect contracționist asupra M3 au mai avut accentuarea scăderii activelor externe nete ale sectorului bancar³³ și respectiv ușoara majorare a dinamicii pasivelor financiare pe termen lung (inclusiv conturile de capital).

Creditul



Sursa: INS, BNR

În intervalul martie-mai 2009, ritmul de creștere³⁴ a creditului acordat sectorului privat (12,1 la sută) și-a accentuat declinul, înjumătățindu-se față de perioada precedentă și coborând astfel la nivelul minim al ultimilor șapte ani și jumătate. Scăderea dinamicii a continuat să caracterizeze atât componenta în lei, cât și cea în valută, aceasta menținându-se mai pronunțată în cazul celei dintâi. Structura creditului acordat sectorului privat a rămas însă nemodificată, 58,9 la sută din acesta fiind reprezentat, ca medie a perioadei, de componenta în devize.

Atât oferta, cât și cererea de credite au continuat să fie influențate preponderent de factorii inhibitori. Pe partea ofertei, aceștia au fost reprezentați în principal de creșterea prudenței instituțiilor de credit, evidențiată prin menținerea restrictivității standardelor și a termenilor de creditare³⁵, scăderea ponderii creditelor fără garanții în totalul creditelor noi ale populației³⁶, precum și prin majorarea volumului titlurilor de stat deținute de instituțiile de credit. Cererea

³³ O parte însemnată din scăderea contrapartidei externe a M3 s-a datorat deprecierei dolarului american față de euro, care a afectat în sens negativ valoarea activelor externe ale BNR. Impactul negativ al acestei modificări de curs nu s-a repercutat însă asupra M3, el fiind preluat de un element de pasiv din bilanțul băncii centrale.

³⁴ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada martie-mai 2009, exprimate în termeni reali.

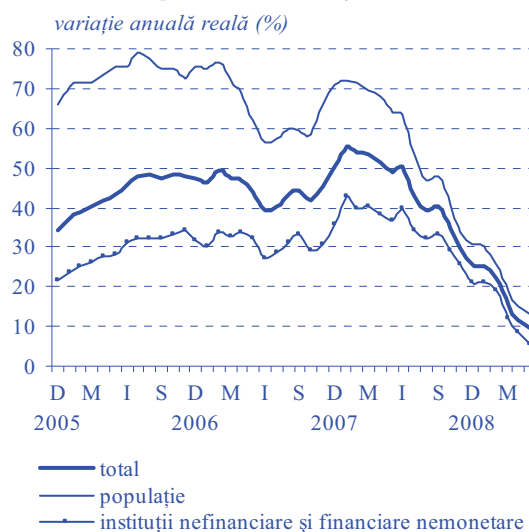
³⁵ Conform Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, publicat în luna mai 2009.

³⁶ Pe baza datelor CRB.

de împrumuturi a continuat să fie afectată de: (i) deteriorarea situației economice și a așteptărilor privind evoluția viitoare a veniturilor, (ii) plasarea costurilor creditelor noi la niveluri înalte, precum și de (iii) menținerea accesului sectorului nebancaar la împrumuturile din străinătate³⁷. Decelerarea de ritm a fost mai puternică pe segmentul firmelor; dinamicile anuale ale creditelor în lei și în valută ale acestor entități s-au diminuat consecvent, cea dintâi ajungând chiar să înregistreze, în luna mai 2009, prima valoare negativă din ultimii opt ani. În schimb, încetinirea ritmului de creștere a împrumuturilor populației nu a fost generalizată. Astfel, în luna mai 2009, creditele destinate locuințelor și-au majorat viteza de creștere anuală pe seama reaccelerării dinamicii împrumuturilor în lei și a stagnării celei corespunzătoare creditului în valută, după unsprezece și respectiv cincisprezece luni consecutive de scădere; este posibil ca această evoluție să fi fost susținută și de aplicarea noilor reglementări privind împrumuturile garantate cu proprietăți imobiliare de bună calitate ale persoanelor fizice³⁸. În aceste condiții, ponderea medie a creditelor acordate populației în totalul creditului sectorului privat a ajuns să o egaleze, în premieră, pe cea a companiilor.

Datele privind fluxurile lunare ale împrumuturilor noi acordate, puse la dispoziție de CRB³⁹, relevă însă o ușoară ameliorare a procesului de creditare în acest interval; volumul creditelor noi acordate populației a fost superior celui din perioada precedentă (deși s-a menținut de circa 4 ori mai mic decât în urmă cu un an), iar cel al creditelor noi ale companiilor a depășit nivelurile din ultimele trei trimestre, în condițiile în care sectoare precum serviciile și industria au înregistrat, în lunile martie și respectiv aprilie, recorduri absolute ale fluxurilor de credite. Pe lângă sporirea necesarului de finanțare curentă a firmelor, determinată de scăderea resurselor proprii⁴⁰, la baza acestor evoluții s-a aflat probabil și extinderea practicii de reeșalonare a creditelor, reflectând preocuparea instituțiilor de credit pentru evitarea deteriorării severe a calității portofoliilor⁴¹. Volumul creditelor noi s-a menținut însă sub cel al rambursărilor, soldurile împrumuturilor populației și ale companiilor înregistrând astfel reduceri lunare consecutive.

Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Sursa: INS, BNR

³⁷ Conform datelor din balanța de plăți, în perioada martie-aprilie 2009, volumul mediu lunar al creditelor financiare nete atrase de sectorul nebancaar din străinătate a fost mai mare cu circa o treime comparativ cu cel din perioada decembrie 2008-februarie 2009.

³⁸ Regulamentul nr. 2/2009 pentru modificarea Regulamentului nr.3/2007 privind limitarea riscului de credit la creditele destinate persoanelor fizice.

³⁹ Informațiile se referă la creditele cu valoare mai mare de 20 000 lei.

⁴⁰ În perioada martie-aprilie 2009, impozitul pe profit a consemnat importante reduceri anuale în termeni reali.

⁴¹ Ponderea creditelor restante ale populației și ale societăților nefinanciare în totalul creditului acordat sectorului privat a ajuns la cea mai mare valoare din ultimii șapte ani și jumătate (2,8 la sută, ca medie a perioadei); aproape trei sferturi din volumul acestor credite aparțin societăților nefinanciare.

Creditul net acordat sectorului public central a exercitat în continuare un efect stimulativ asupra M3, ce s-a manifestat în principal prin intermediul creșterii portofoliului de titluri de stat al instituțiilor de credit; astfel, ponderea medie a acestor plasamente în totalul activelor băncilor comerciale a consemnat maximum ultimilor cinci ani și jumătate. O influență similară asupra creșterii masei monetare, resimțită însă mai puternic la finele perioadei, a avut și accentuarea scăderii depozitelor administrației publice centrale.

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la sfârșitul anului 2009 la nivelul de 4,3 la sută, ușor mai redus decât cel prognozat în Raportul asupra inflației din luna mai 2009 (4,4 la sută). Pentru sfârșitul anului 2010 se prevede reducerea ratei inflației la 2,6 la sută, nivel situat atât sub cel al țintei centrale (3,5 la sută), cât și sub valoarea prognozată anterior (2,8 la sută).

Deși prognoza inflației IPC pentru anul 2009 se abate doar marginal de la cea din luna mai, în scenariul curent sunt reevaluate contribuțiile relative ale factorilor de influență asupra indicelui agregat al prețurilor. Dinamicile proiectate ale prețurilor volatile (ale combustibililor și ale unor mărfuri alimentare) și ale prețurilor administrate exercită o influență favorabilă comparativ cu prognoza precedentă. Acest efect este contrabalansat de o reducere mai lentă decât cea prevăzută anterior a inflației CORE2, în pofida unui deficit de cerere semnificativ mai accentuat. Unul din factorii anticipați de frânare a dezinflației este menținerea în prima parte a intervalului de prognoză a tendinței manifestate până în prezent de inflația de bază de a reacționa într-o măsură atenuată și cu întârziere la declinul cererii agregate. În plus, proiecția curentă înglobează ipoteza unui efect nefavorabil mai accentuat al majorării programate a accizelor pentru produsele din tutun, transmisă atât direct asupra nivelurilor prețurilor, cât și indirect, prin intermediul așteptărilor inflaționiste.

Pentru anul 2010, proiecția prevede accelerarea dezinflației comparativ cu anul curent, susținută în principal de acumularea presiunilor deficitului de cerere și de consolidarea tendinței descendente a anticipațiilor privind inflația. Revizuirea în jos cu 0,2 puncte procentuale a prognozei ratei inflației IPC se datorează și scenariilor mai favorabile privind dinamicile prețurilor administrate și ale celor ale combustibililor.

Similar proiecției din luna mai, cea curentă prevede reintrarea ratei inflației în intervalul de variație din jurul țintei centrale în ultimul trimestru al anului 2009. BNR va continua calibrarea ansamblului condițiilor monetare reale în scopul menținerii ratei inflației în coordonatele proiectate și va lua măsuri pentru sprijinirea revitalizării procesului de creditare a economiei. Atingerea acestor obiective într-o manieră durabilă este condiționată de lipsa unor șocuri externe adverse ample și de cooperarea adecvată între politica monetară și celelalte politici macroeconomice.

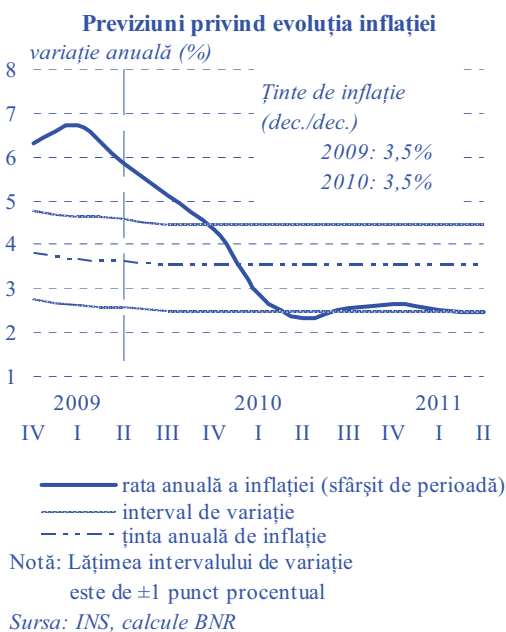
Balanța generală a riscurilor de abatere a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază al prognozei actuale

apare a fi relativ echilibrată. Cele mai relevante riscuri sunt generate de incertitudinea cu privire la evoluția în continuare a crizei economice globale. Manifestarea efectelor acesteia cu intensitate diferită de cea presupusă în scenariul de bază poate genera deviații, atât ale inflației cât și ale creșterii economice, de la traiectoriile proiectate. A priori, distribuția acestor deviații este percepută a fi simetrică.

Riscul unor evoluții nefavorabile ale ambelor variabile crește însă în lipsa unui set de politici macroeconomice coerent și consecvent în timp. Spre exemplu, o eventuală relaxare excesivă a politicii fiscale în condiții de penurie a resurselor de finanțare ar putea avea drept consecință perturbarea ajustării ordonate a dezechilibrului extern și/sau evicțiunea sectorului privat. În special în situația în care cheltuielile bugetare suplimentare nu ar fi destinate cu prioritate investițiilor ci cheltuielilor curente și de personal, potențialul de stimulare a economiei ar fi epuizat rapid, făcând loc presiunilor inflaționiste pe termen scurt și întârziind cel puțin temporar reluarea creșterii economice. Aceste riscuri pot fi substanțial reduse cu condiția menținerii politicilor macroeconomice în coordonatele stabilite în contextul aranjamentului multilateral de finanțare externă agreat cu Fondul Monetar Internațional, Uniunea Europeană și alte instituții financiare internaționale.

Alte riscuri la adresa inflației sunt generate de rigidități structurale care persistă pe unele segmente ale pieței forței de muncă, ale piețelor bunurilor și serviciilor și ale cheltuielilor bugetare. O inerție a costurilor cu salariile și a prețurilor mai mare decât cea presupusă în scenariul de bază al proiecției ar putea să întârzie atât reducerea inflației, cât și redresarea activității economice.

În raport cu ipotezele înglobate în scenariul de bază, riscurile legate de evoluțiile prețurilor petrolului și ale altor materii prime, ale prețurilor administrate și ale celor volatile ale mărfurilor alimentare sunt apreciate a fi relativ simetric distribuite în jurul traiectoriei proiectate a inflației IPC.



1. Scenariul de bază

1.1. Perspectivele inflației

Scenariul de bază al proiecției macroeconomice plasează în anul 2009 rata anuală a inflației IPC la o valoare de 4,3 la sută, marginal mai redusă (cu 0,1 puncte procentuale) față de cea proiectată în Raportul asupra inflației din luna mai, în timp ce pentru 2010 se preconizează atingerea unui nivel de 2,6 la sută, inferior atât țintei centrale de inflație (3,5 la sută), cât și valorii proiectate anterior (2,8 la sută).

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

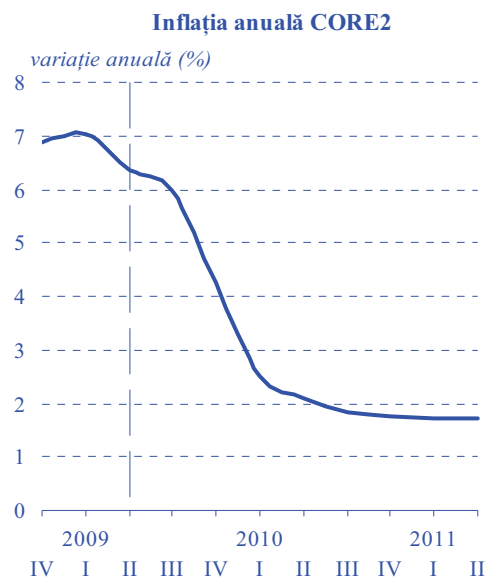
procente

Perioada	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010	T4 2010	T1 2011	T2 2011
Țintă		3,5				3,5		
Proiectată	5,1	4,3	2,9	2,3	2,5	2,6	2,5	2,5

Traectoria proiectată a ratei inflației din runda curentă este rezultatul reconfigurării unora dintre ipotezele utilizate în proiecția precedentă, astfel:

- *revizuirea în sens descendent a deviației PIB de la nivelul potențial* – deficitul de cerere este anticipat a fi mai pronunțat pe întregul interval al proiecției. Aceasta se reflectă într-o diminuare proiectată mai amplă a gradului de utilizare a capacităților de producție din economie, ceea ce implică, *ceteris paribus*, intensificarea presiunilor dezinflaționiste manifestate pe parcursul intervalului de proiecție;
- *proiectarea unor scenarii mai favorabile pentru componentele exogene ale IPC⁴²* – rata inflației prețurilor administrate, precum și cea a prețurilor volatile ale legumelor, fructelor și ouălor au o traiectorie mai favorabilă procesului dezinflaționist comparativ cu proiecția anterioară (*Raportul asupra inflației* din luna mai) pe aproape tot intervalul de proiecție;
- *reconsiderarea dinamicii de pe parcursul următoarelor opt trimestre a ratei inflației combustibililor*. Aceasta decurge, în principal, *din adoptarea unui scenariu exogen ce prevede o creștere a prețului petrolului* (în intervalul trimestrul III 2009 - trimestrul IV 2010) *inferioară celei presupuse anterior*.

Conform scenariului de bază al proiecției, rata anuală a inflației de bază CORE2⁴³ este preconizată să decelereze pe tot parcursul următoarelor opt trimestre. Deși se plasează sub influența unui deficit de cerere ce a fost revizuit substanțial, mai ales pe parcursul anului curent, contribuția dezinflaționistă cea mai amplă a ratei anuale a inflației CORE2 este preconizată să se manifeste începând cu trimestrul I al anului 2010⁴⁴. Explicația pentru ipoteza preluării cu o anumită întârziere a presiunilor dezinflaționiste provenind din partea cererii agregate la nivelul inflației CORE2 și, mai departe, al inflației indicelui prețurilor de consum rezidă într-un cumul de



Sursa: INS, calcule BNR

⁴² Pentru mai multe detalii cu privire la scenariul asociat componentelor exogene ale inflației, a se vedea secțiunea 1.2. *Presiuni exogene asupra inflației*.

⁴³ Dinamica acestei măsuri a inflației include și impactul ajustărilor accizei aplicate grupei produselor din tutun.

⁴⁴ Începând din acest trimestru, rata anuală a inflației CORE2 din scenariul de bază este proiectată să coboare sub cea aferentă întregului coș al bunurilor de consum.

factori, atât de factură empirică⁴⁵, cât și teoretică⁴⁶. Cel mai important determinant al adoptării acestei ipoteze este nivelul neobișnuit de ridicat al incertitudinii cu care se confruntă agenții economici, având repercusiuni directe asupra abilității acestora de a anticipa în mod corect dinamica viitoare a cererii agregate adresate produselor lor. Această presupunere explică utilizarea în cadrul scenariului de bază a ipotezei unei prudențe sporite din partea agenților economici în privința adoptării unor decizii radicale de ajustare a prețurilor la semnalele venite din partea cererii agregate⁴⁷, cel puțin pe un orizont scurt de timp.

Persistența pe perioade mai îndelungate a deviației negative a PIB este de așteptat să conducă la ajustarea treptată a dinamicii anuale a prețurilor către valori compatibile cu noul nivel, mai redus, al cererii agregate din economie. În aceste condiții, menținerea deficitului de cerere peste valorile publicate în raportul din luna mai, va susține și chiar va accentua pe parcursul anului 2010 traiectoria descendentă a ratei anuale a inflației CORE2. Comparativ, însă, cu traiectoria proiectată în raportul anterior, rata anuală a inflației CORE2 din proiecția curentă este preconizată să înregistreze valori mai ridicate până în trimestrul III 2010. Această evoluție decurge parțial și din reconsiderarea în sens nefavorabil în runda curentă a impactului pe care ajustarea accizei la tutun îl exercită asupra anticipațiilor privind inflația⁴⁸ formulate de agenții economici.

⁴⁵ Această poziționare a ratei anuale a inflației CORE2 vizavi de cea a IPC a fost subliniată încă de pe parcursul runde anterioare de proiecție, fiind confirmată și de cele mai recente date statistice cu privire la evoluția prețurilor (INS). Atât în termeni de rate lunare, cât și de rate (medii) trimestriale, inflația CORE2 s-a plasat în mod constant peste cea a IPC începând din luna noiembrie 2008, respectiv din trimestrul IV 2008.

⁴⁶ Chiar și în condițiile atenuării substanțiale în ultimele luni a volatilității monedei naționale manifestate la sfârșitul anului trecut și începutul celui curent, stabilizarea recentă a cursului de schimb al leului față de moneda unică euro în jurul unui *nivel* mai depreciat comparativ cu cel înregistrat în perioada premergătoare declanșării crizei globale ar putea induce o precauție sporită a agenților economici în a opera modificări ale prețurilor de vânzare, chiar și în condițiile scăderii semnificative a cererii adresate produselor acestora. Un asemenea comportament din partea agenților economici nu ar putea fi exclus, având în vedere, pe de-o parte, ponderea ridicată deținută de prețurile de import în cadrul agregatului CORE2, iar pe de altă parte, gradul înalt de "euroizare" a economiei românești.

⁴⁷ În literatura de specialitate, acest fenomen este cunoscut sub denumirea de „ajustare asimetrică a prețurilor”. De exemplu, în condițiile decelerării cererii pentru produsele oferite de agenții economici (care nu are neapărat ca efect diminuarea costurilor suportate cu factorii de producție - a se vedea, de exemplu, o anumită rigiditate la scădere a costurilor unitare cu forța de muncă în anumite sectoare ale economiei românești), aceștia ar putea decide în favoarea menținerii prețurilor de vânzare, fie ca modalitate de conservare a marjelor de profit în fața incertitudinilor sporite privind evoluția viitoare a activității, fie ca urmare a unor caracteristici structurale ale piețelor pe care își desfășoară activitatea (de exemplu, deținerea de către aceștia a unor poziții de cvasimonopol sau chiar de monopol).

⁴⁸ Frecvența și magnitudinea modificărilor accizelor la tutun au constituit în mod repetat un element perturbator în ancorarea așteptărilor inflaționiste.

Traectoria prognozată pentru inflația prețurilor combustibililor este inferioară celei prezentate în raportul anterior. Acest fapt se datorează, pe de o parte, înregistrării în trimestrul II a.c. a unei rate anuale a inflației combustibililor mai reduse cu 0,6 puncte procentuale decât era anticipat iar pe de altă parte, unui scenariu exogen privind prețul petrolului ușor mai favorabil⁴⁹.

1.2. Presiuni exogene asupra inflației

Comparativ cu proiecția anterioară, inflația prețurilor administrate și cea a prețurilor volatile ale legumelor, fructelor și ouălor (LFO) au o contribuție mai favorabilă la inflația IPC (excepția este dată de contribuția LFO în anul 2010). Astfel, rata anuală a inflației prețurilor administrate explică 0,7 puncte procentuale din evoluția inflației totale în 2009, respectiv 0,4 puncte procentuale în 2010. La rândul său inflația prețurilor volatile ale alimentelor exercită, față de scenariul de bază anterior, o contribuție mai mică la inflația totală în 2009 (de 0,2 puncte procentuale) și marginal mai ridicată în 2010 (de 0,3 puncte procentuale).

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

procente

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

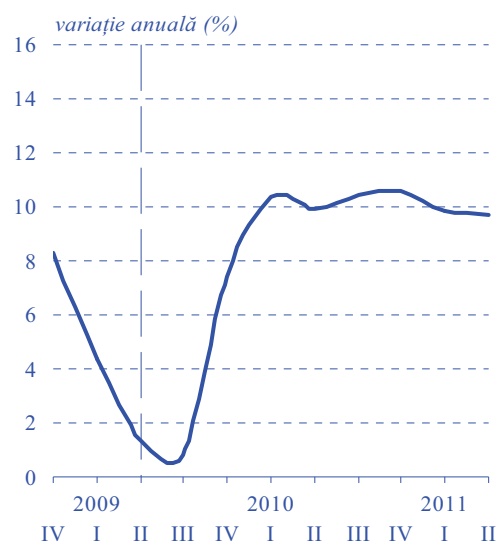
Scenariul exogen privind evoluția prețurilor administrate este configurat în principal de dinamica prețurilor la energie termică, energie electrică și de evoluția prețului la gaze naturale. Față de proiecția anterioară, în scenariul de bază curent se au în vedere reducerea prețului gazelor naturale operată în luna iulie a.c. și ipoteza menținerii constante, la nivelul actual, a prețului energiei electrice și al gazelor naturale pe parcursul anului 2010.

Tabelul nr. 5.3. Scenariul privind evoluția prețurilor energetice

procente, variație anuală

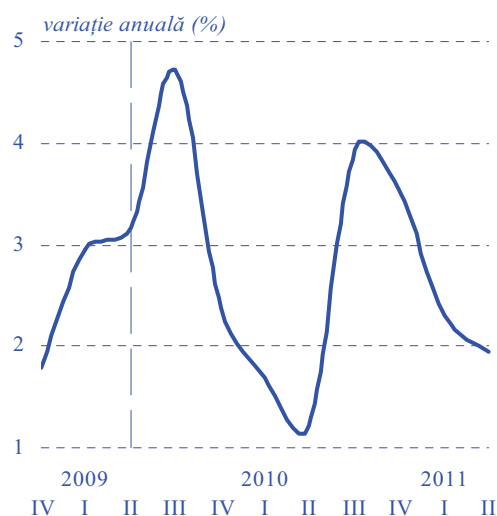
	Energie electrică		Energie termică		Gaze naturale	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Proiecția curentă	0,2	0,0	8,1	5,2	-8,3	0,0
Proiecția anterioară	0,2	3,0	8,6	5,2	0	3,0

Inflația anuală a prețurilor combustibililor



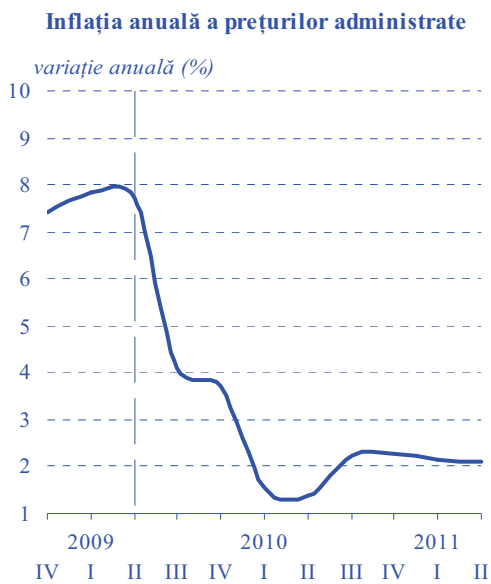
Sursa: INS, calcule BNR

Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, calcule BNR

⁴⁹ Pentru mai multe detalii cu privire la scenariul privind prețul petrolului, a se vedea secțiunea 1.2. Presiuni exogene asupra inflației.



Sursa: INS, calcule BNR

Ajustările *accizei la țigarete* sunt proiectate să exercite efecte inflaționiste ușor mai ridicate comparativ cu cele prezentate în raportul anterior⁵⁰. Astfel, contribuția accizei la rata anuală a inflației IPC este de 1,2 puncte procentuale în anul curent (efectele cele mai ample fiind localizate la nivelul trimestrului IV) și de 0,7 puncte procentuale în anul 2010 (în condițiile unor contribuții permanente în scădere pe parcursul anului viitor).

Luând în considerare evoluția recentă a prețului petrolului de pe piața internațională, scenariul curent include ipoteza unei creșteri graduale a acestuia pe parcursul intervalului de proiecție⁵¹. În ceea ce privește rata anuală a inflației IAPC din zona euro, aceasta este proiectată să decelereze în 2009 (cu 0,2 puncte procentuale față de valorile utilizate în proiecția anterioară), pe fondul unei contracții economice de mai mare amplitudine (pentru 2009, dinamica medie anuală proiectată a PIB din zona euro este cu 1,7 puncte procentuale mai redusă comparativ cu cea publicată în luna mai). Anticiparea unei ușoare revigorări a activității economice din zona euro în a doua jumătate a anului 2010 se reflectă în ipoteza unei creșteri economice revizuite în sens favorabil (cu 0,4 puncte procentuale) în acel an față de valoarea din proiecția anterioară, respectiv a unei rate anuale a inflației mai ridicate (cu 0,1 puncte procentuale). În concordanță cu dinamica proiectată a PIB și a ratei inflației, rata dobânzii EURIBOR la 3 luni este preconizată să se mențină, pe termen scurt, la valorile reduse înregistrate recent, urmând ca ulterior, traiectoria acesteia să fie consistentă cu majorarea anticipată a ratei cheie a dobânzii de politică monetară de către Banca Centrală Europeană. Dinamica proiectată a variabilelor macroeconomice externe este prezentată în tabelul 5.4.

Tabelul nr. 5.4. Evoluția așteptată a variabilelor externe

valori medii anuale

	2009	2010
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (%)	1,3	1,6
Prețul petrolului WTI (dolari/baril)	58,3	71,5
Cursul euro/dolar	1,35	1,37
Inflația anuală din zona euro (%)*	0,6	1,3
Creștere economică în zona euro (%)	-4,4	0,4

* Valoare aferentă trimestrului IV

⁵⁰ Conform OUG nr. 29 din 25.03.2009 acciza urmează să ajungă la 64 euro/1000 țigarete la 1 septembrie 2009 și la 74 euro/1000 țigarete în cursul anului 2010, pornind de la un nivel de 57 euro/1000 țigarete la 1 aprilie 2009.

⁵¹ Prețul internațional al petrolului este anticipat să crească treptat în intervalul trimestrul III 2009 - trimestrul IV 2010 cu 16 la sută în proiecția curentă, pornind de la un nivel inițial semnificativ mai ridicat decât cel anticipat în proiecția anterioară. Diferența dintre nivelurile inițiale este mai mare decât cea prognozată pentru nivelurile de la sfârșitul intervalului de prognoză, ceea ce explică o creștere mai redusă decât cea de 24 la sută prevăzută în runda anterioară.

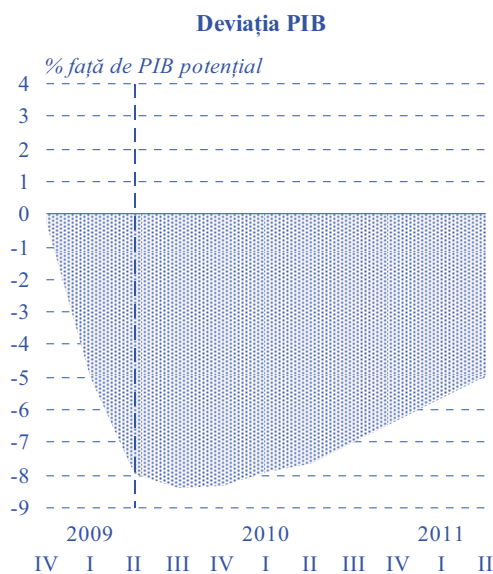
1.3. Presiuni din partea cererii agregate

1.3.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

În primul trimestru al anului 2009 a avut loc materializarea riscurilor identificate anterior de BNR privind contracția în termeni anuali a activității economice, scăderea corespunzătoare a PIB având o magnitudine superioară celei considerate la runda anterioară de proiecție. Pentru trimestrul II 2009, analiza indicatorilor statistici disponibili indică continuarea propagării efectelor crizei economice și financiare globale asupra economiei românești, ceea ce sugerează accentuarea ritmului anual negativ de evoluție a PIB. În acest context, evaluarea privind deficitul de cerere din trimestrul I a fost revizuită în sens negativ comparativ cu runda precedentă de proiecție, anticipându-se persistența acestuia și în trimestrul II. Aceasta ar implica, *ceteris paribus*, intensificarea presiunilor dezinflaționiste în trimestrele următoare. Corespunzător, se apreciază că ritmul de creștere a PIB potențial în anul 2009 se va reduce comparativ cu anul 2008 pe fondul restrângerii preconizate a activității investiționale și a celei de intermediere financiară.

Conform datelor comunicate de Institutul Național de Statistică (INS), nivelul PIB din trimestrul I 2009 a scăzut, în termeni reali, față de aceeași perioadă a anului trecut, cu 6,2 la sută (date neajustate sezonier). Datele statistice ajustate sezonier furnizate de INS⁵² indică înregistrarea unor ritmuri de creștere trimestriale negative începând cu trimestrul III 2008, ilustrând o diminuare treptată a activității economice, cu o intensificare puternică în trimestrul I 2009. Această evoluție poate fi explicată prin materializarea efectelor negative asupra activității economice interne induse de acțiunea unor factori externi. Dintre aceștia se remarcă reducerea lichidității pe plan internațional, cu impact negativ asupra resurselor disponibile la nivelul instituțiilor financiare pentru activitatea de creditare. Persistența unui grad ridicat al aversiunii la risc și reorientarea instituțiilor bancare spre surse de finanțare interne au generat o creștere a costurilor de finanțare, transmisă în dobânzile aferente creditelor. Restrângerea activității de creditare are loc atât pe fondul creșterii aversiunii la risc a instituțiilor bancare, cât și pe seama menținerii perspectivelor pesimiste ale agenților economici privind evoluția de ansamblu a economiei, ceea ce conduce și la restrângerea cererii de credite. Pe de altă parte, contracția semnificativă a activității economice din statele care constituie principalii parteneri comerciali ai României a condus la deteriorarea cererii externe pentru produsele autohtone afectând în mod negativ dinamica exporturilor.

⁵² Ratele trimestriale de creștere a PIB corespunzătoare datelor ajustate sezonier sunt -0,1 la sută în trimestrul III 2008, -2,8 în trimestrul IV 2008 și -4,6 în trimestrul I 2009.



Sursa: INS, calcule BNR

În acest context, evaluarea poziției ciclice a economiei din trimestrul I 2009 a fost revizuită semnificativ față de runda anterioară de proiecție, în sensul adâncirii deficitului de cerere. De asemenea, pentru trimestrul II 2009 se estimează un *gap* negativ al PIB în creștere comparativ cu perioada anterioară. Aceste evaluări sugerează, *ceteris paribus*, presiuni dezinflaționiste semnificativ mai ample decât cele anticipate anterior din partea cererii agregate.

Consumul final al gospodăriilor populației din trimestrul I 2009 a înregistrat o scădere în termeni anuali de 10,5 la sută (date neajustate sezonier). Pentru trimestrul II se preconizează continuarea restrângerii nivelului acestei componente a PIB, dar cu un ritm anual mai redus. Aceasta ar implica menținerea unei deviații negative de la trend a consumului final al gospodăriilor populației pentru al treilea trimestru consecutiv, pe fondul reducerii preconizate a resurselor disponibile pentru consum ale populației. La aceasta contribuie scăderea numărului de angajați din economie și încetinirea ritmului de creștere a salariului real net din economie⁵³. Concomitent are loc și restrângerea drastică a creditelor noi pentru consum acordate populației față de aceeași perioadă a anului trecut⁵⁴, datorată influenței factorilor atât de natura cererii, cât și a ofertei. În acest context, cifra de afaceri în comerțul cu amănuntul (cu excepția autovehiculelor și motocicletelor) a continuat să scadă în primele două luni ale trimestrului II, ritmul anual fiind de -12,1 la sută⁵⁵.

Consumul final colectiv al administrațiilor publice a consemnat în trimestrul I 2009 un ritm anual de creștere de 4 la sută (date neajustate sezonier). Pentru trimestrul II se preconizează că această componentă a PIB va înregistra ritmuri anuale în reducere comparativ cu cele din perioadele precedente.

Formarea brută a capitalului fix a înregistrat în trimestrul I o restrângere în termeni anuali de 0,3 la sută (date neajustate sezonier). La nivelul componentelor investițiilor se poate observa de asemenea menținerea unei evoluții nefavorabile pentru investițiile în utilaje, care au scăzut în trimestrul I cu 11,3 la sută față de aceeași perioadă a anului anterior, în timp ce construcțiile noi

⁵³ Rata șomajului s-a majorat în lunile aprilie și mai până la nivelul de 5,9 la sută, comparativ cu media trimestrului I de 4,9 la sută (date ajustate sezonier); considerând media lunilor aprilie și mai 2009 comparativ cu media trimestrului II a anului 2008, ritmul de creștere a salariului net real (deflatat cu indicele prețurilor de consum, date ajustate sezonier) este de 2,1 la sută (în reducere continuă comparativ cu ritmul anual de 15,3 la sută înregistrat în trimestrul III 2008).

⁵⁴ Creditele noi pentru consum cumulat, în lei și valută, acordate gospodăriilor populației în trimestrul II 2009 a scăzut față de media trimestrul II 2008 cu 74,2 la sută (date neajustate sezonier).

⁵⁵ În trimestrul I 2009 ritmul anual de creștere a acestui indicator a fost de -6,3 la sută (seria este ajustată în funcție de numărul de zile lucrătoare și de sezonality).

prezintă ritmuri de creștere anuale încă pozitive, aflate într-o ușoară revenire față de trimestrul trecut⁵⁶. Pe de altă parte, importurile de bunuri de capital din primul trimestru au scăzut drastic cu 50,4 la sută (exprimat în euro) față de trimestrul I 2008⁵⁷.

Se apreciază că dinamica investițiilor va fi influențată în continuare în sens restrictiv de nivelul relativ ridicat al ratelor reale ale dobânzilor la credite, dar și de așteptările nefavorabile ale agenților economici privind perspectivele economice. Comparativ cu valorile înregistrate în perioadele anterioare, ritmul anual de creștere a creditului acordat agenților economici pe termen mediu și lung a continuat să se diminueze și pe parcursul trimestrului II⁵⁸.

În trimestrul I 2009, exporturile și importurile de bunuri și servicii și-au accentuat dinamica trimestrială descendentă⁵⁹, o temperare a acesteia fiind așteptată începând cu trimestrul II. În condițiile unei ajustări mai rapide a importurilor comparativ cu exporturile de bunuri și servicii, deficitul balanței comerciale s-a redus semnificativ. Deprecierea monedei naționale din perioadele anterioare nu a compensat decât într-o măsură limitată efectele negative ale reducerii cererii externe⁶⁰ pentru bunurile românești. Diminuarea semnificativă a importurilor reflectă contracția cererii interne și efectele inflaționiste ale deprecierii recente a monedei naționale asupra prețurilor bunurilor importate exprimate în monedă națională.

⁵⁶ Rata de creștere anuală a investițiilor realizate în construcții noi din trimestrul I 2009 a fost 9,2 la sută față de 7,3 la sută, valoarea înregistrată trimestrul trecut.

⁵⁷ În lunile aprilie și mai 2009 producția industrială de bunuri de capital a consemnat o revenire comparativ cu media trimestrului anterior, ritmul trimestrial de creștere fiind de 11,3 la sută (date ajustate sezonier).

⁵⁸ În trimestrul II 2009 comparativ cu media trimestrului II 2008, ritmul de creștere în termeni reali a creditului acordat agenților economici pe termen mediu și lung a fost de 5,0 la sută. Ratele anuale de creștere ale acestui indicator se situează pe o traiectorie descendentă pe parcursul ultimelor trimestre; astfel, în trimestrul III 2008 s-a înregistrat o valoare de 37,2 la sută, în trimestrul IV 2008 de 26,3 la sută și 16,4 la sută în trimestrul I 2009.

⁵⁹ Rata trimestrială de creștere a exporturilor de bunuri și servicii a fost de -8,1 la sută în trimestrul I 2009 și -6,6 la sută în trimestrul IV 2008, valorile similare în cazul importurilor de bunuri și servicii fiind de -14,3 la sută, respectiv -13,7 la sută (date ajustate sezonier). Ritmurile anuale înregistrate de exporturile și, respectiv, importurile de bunuri și servicii în trimestrul I 2009 au fost de -19,6 la sută și, respectiv, -31,4 la sută (date neajustate sezonier).

⁶⁰ Țările zonei euro reprezintă principalii parteneri comerciali ai României. Contractația PIB real al zonei euro a continuat și în trimestrul I 2009, ritmul trimestrial fiind de -2,5 la sută, în reducere comparativ cu cel înregistrat în trimestrul IV 2008 (-1,8 la sută). Ratele anuale înregistrate în trimestrul IV 2008 și I 2009 au fost de -1,7 la sută și, respectiv, -4,9 la sută, conform datelor ajustate sezonier.

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

În trimestrul II 2009 moneda națională s-a apreciat, atât în termeni nominali cât și reali, comparativ cu media trimestrului anterior⁶¹. Dinamica descendentă a cursului de schimb al leului a fost strâns corelată cu cea a altor monede din regiune, reducerea presiunilor de depreciere fiind efectul relativei îmbunătățiri a apetitului față de risc al investitorilor financiari și al sentimentului față de piețele emergente (determinate în principal de decizia G20 de la începutul lunii aprilie de a majora fondurile alocate FMI și de încheierea unor acorduri cu instituțiile financiare internaționale de către țările percepute a prezenta dezechilibre macroeconomice). Cu toate acestea, semnale negative au provenit de la diminuarea peste așteptări a producției industriale din zona euro și revizuirea în sens negativ a prognozelor privind creșterea economică din zona Europei Centrale și de Est realizate de către unele instituții financiare.

Pe plan intern, un impact pozitiv asupra evoluției leului l-au avut diminuarea peste așteptări a deficitului contului curent și aprobarea la începutul lunii mai a acordului *stand-by* cu România de către Board-ul FMI. Deficitul contului curent a înregistrat o corecție substanțială (preponderent pe baza reducerii cererii sectorului privat) în primul trimestru reprezentând aproximativ 10 la sută din PIB, comparativ cu 12,3 la sută la sfârșitul anului 2008⁶². Totuși, pe termen scurt percepția investitorilor financiari ar putea fi influențată în sens negativ de incertitudinile referitoare la perspectivele evoluției deficitului bugetului general consolidat al statului pe parcursul anului curent și de pesimismul legat de posibila adâncire a contracției economice din aceeași perioadă. În aceste condiții, aranjamentul multilateral de finanțare externă agreeat cu FMI-UE-IFI asigură, pe lângă resurse financiare necesare compensării reducerii finanțării externe pe cale privată, și un cadru formal pentru ajustarea ordonată a dezechilibrelor macroeconomice cu minimizarea costurilor sociale.

Prin intermediul canalului exportului net, cursul de schimb al monedei naționale exercită în perioada curentă un impact pozitiv asupra cererii agregate viitoare, în reducere însă față de trimestrul anterior. Pe de altă parte, prin intermediul efectelor de avuție și bilanț impactul exercitat de cursul de schimb este ușor restrictiv. Efectul net al cursului de schimb transmis prin intermediul celor

⁶¹ Cursul efectiv de schimb în raport cu care se realizează analiza este construit pe baza cursurilor de schimb dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolar, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

⁶² Date exprimate în termeni nominali, neajustate sezonier.

două canale menționate asupra cererii agregate viitoare se apreciază a fi stimulat, dar în reducere comparativ cu cel exercitat în trimestrul anterior. Astfel, prin canalul cererii agregate moneda națională continuă să acționeze, *ceteris paribus*, în direcția atenuării presiunilor dezinflaționiste. Aprecierea în termeni nominali a leului în trimestrul II față de perioada anterioară are impact favorabil direct asupra evoluției prețurilor bunurilor importate, acționând, *ceteris paribus*, în direcția scăderii ratei inflației IPC.

Pe parcursul trimestrului II 2009 BNR a continuat să se afle în poziția de creditor față de sistemul bancar, deficitul de lichiditate existent pe piața monetară interbancară fiind acomodat prin injecții monetare (în principal prin intermediul operațiunilor repo).

Deși pe parcursul trimestrului II 2009 s-a putut observa un proces de convergență a cotațiilor ratelor interbancare ROBOR ON către rata dobânzii de politică monetară, scăderile ratelor nominale ale dobânzilor bancare, atât la depozite, cât și la credite au avut o magnitudine redusă pe fondul continuării procesului de adaptare treptată a comportamentului instituțiilor bancare la noile condiții de finanțare. Astfel, competiția acerbă între bănci pentru atragerea de resurse interne, în contextul accesului dificil la sursele externe de finanțare, a generat pe parcursul acestui trimestru reducerea doar marginală a ratelor dobânzilor la depozite. În același timp, ratele nominale ale dobânzilor practicate la acordarea de credite au avut o dinamică ușor descendentă, continuând să reflecte un nivel ridicat de prudență din partea băncilor comerciale în relațiile cu clienții nebankari, precum și încorporarea costurilor suplimentare datorate atragerii de resurse noi.

Reducerile dobânzilor nominale la credite și depozite practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebankari în trimestrul II 2009 au fost inferioare diminuării anticipațiilor inflaționiste, implicând o restrictivitate sporită a ratelor menționate asupra activității economice din perioadele următoare.

În trimestrul II efectul cumulat exercitat de cursul de schimb al monedei naționale și de ratele dobânzilor practicate de instituțiile de credit în relație cu clienții nebankari asupra activității economice viitoare este evaluat a avea un impact stimulat, atenuat comparativ cu cel exercitat în perioada precedentă.

1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

Conform scenariului de bază curent, deviația PIB de la nivelul său potențial va înregistra valori mai accentuate negative, comparativ cu *Raportul asupra inflației* din luna mai, pe tot intervalul de prognoză. Această traiectorie este rezultatul revizuirii substanțiale

în punctul de pornire⁶³ a prognozei deficitului de cerere, dar și a modificării – în unele cazuri în mod semnificativ – a evoluției preconizate a factorilor fundamentali: creșterea economică din zona euro, creditarea internă, condițiile monetare în sens larg precum și coordonatele politicii fiscale.

Unul din cei mai importanți factori determinanți ai revizuirii prognozei deficitului de cerere îl reprezintă scăderea mai puternică decât cea anticipată în raportul precedent a activității economice din zona euro în trimestrul I 2009⁶⁴ și adoptarea, în consecință, a unei ipoteze mai pesimiste pentru evoluția acestui indicator pentru întregul an. Această revizuire determină o comprimare suplimentară a cererii de importuri a zonei euro și implicit a dinamicii exporturilor românești, cel puțin în prima parte a orizontului de proiecție⁶⁵. Efectul favorabil al cursului de schimb real asupra exporturilor nete, în reducere față de proiecția anterioară, atenuază doar parțial restrictivitatea indusă de contracția cererii externe.

Setul condițiilor monetare reale va rămâne stimulativ la adresa cererii agregate pe tot orizontul de proiecție, decurgând din proiectarea unei restrictivități în scădere a ratelor dobânzilor reale și a unei influențe favorabile exercitate de cursul real de schimb. Gestionarea fermă a lichidității prin intermediul operațiunilor derulate de banca centrală pe piața monetară a creat condiții favorabile preluării într-o măsură sporită a impulsurilor ratei dobânzii de politică monetară la nivelul ratelor interbancare ale dobânzilor. Aceasta va favoriza propagarea mai eficace a semnalelor transmise de banca centrală prin intermediul ratei dobânzii și pe parcursul orizontului de proiecție, permițând dispărerea treptată a caracterului restrictiv manifestat în perioadele recente de ratele dobânzilor la depozitele și creditele bancare. În acest sens, normalizarea condițiilor lichidității va conduce la eliminarea unor distorsiuni de genul celor reflectate în comportamentul recent al unor bănci comerciale, respectiv de a remunera depozitele atrase la rate ale dobânzilor superioare celei de politică monetară⁶⁶.

Încheierea de către România a aranjamentului multilateral de finanțare externă cu FMI-UE-IFI a avut un efect favorabil asupra percepției de risc a investitorilor străini. În continuare, respectarea obligațiilor asumate în cadrul acestui acord este de așteptat să

⁶³ Trimestrul III 2009.

⁶⁴ Rată anuală de -4,9 la sută.

⁶⁵ Dinamica exporturilor este preconizată să înregistreze rate pozitive pe parcursul anilor 2010 și 2011, în revenire față de valorile negative așteptate pentru anul curent. Cu toate acestea, revenirea la rate de creștere comparabile celor înregistrate în perioadele premergătoare declanșării crizei globale nu este prevăzută să se producă în orizontul proiecției curente.

⁶⁶ Reducerea ratelor dobânzii la depozite sub valoarea ratei dobânzii de politică monetară la orizontul proiecției este de așteptat să contribuie la impulsivitatea consumului și a investițiilor, accentuând astfel caracterul stimulativ al condițiilor monetare reale.

contribuie la reducerea volatilității cursului de schimb, astfel încât evoluția acestuia să se înscrie preponderent sub influența factorilor de natură fundamentală. Aceste două efecte (reducerea percepției de risc și cea a volatilității cursului de schimb) ar putea adăuga, la acest orizont, un stimul suplimentar cererii agregate prin intermediul canalului de avuție și bilanț⁶⁷.

Proiecția curentă păstrează ipoteza menținerii în continuare a unor dificultăți de acces la sursele de finanțare⁶⁸ pentru o mare parte a populației și companiilor românești, deși cele mai ample efecte ale înăsprirei standardelor de creditare sunt presupuse a se fi produs deja în primele două trimestre ale anului 2009. Reducerea ratelor rezervelor minime obligatorii la pasivele în lei și în valută⁶⁹ operată de BNR este de așteptat să aibă un efect favorabil asupra costului mediu și a volumului resurselor financiare aflate la dispoziția instituțiilor de credit, urmând să conducă, pe această cale, la o diminuare a ratelor dobânzilor practicate de acestea în relația cu clienții nebankari (depozite și credite). În aceste condiții, beneficiind și de inițierea de către autorități a unor programe complementare cu implicații asupra evoluției creditării⁷⁰, scenariul de bază prevede reluarea mai susținută a procesului de creditare începând din trimestrul IV al anului curent, contribuind, astfel, la revigorarea treptată a cererii agregate din economie.

Coordonatele politicii fiscale au fost definitive pornind de la obiectivele asumate de către Ministerul Finanțelor Publice în aranjamentul multilateral de finanțare externă încheiat cu FMI-UE-IFI. Traectoria mai amplă a deficitului de cerere de pe tot orizontul proiecției curente conduce la determinarea unui impuls fiscal⁷¹ cu un caracter prociclic mai pronunțat comparativ cu cel preconizat în proiecția anterioară, atât în anul curent, cât și în cel următor⁷².

⁶⁷ Pentru mai multe detalii legate de acest canal, a se vedea Casetă *Efectul de avuție și de bilanț al cursului de schimb*, pagina 46 din *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie 2005.

⁶⁸ Conform celui mai recent *Sondaj privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației* (BNR, mai 2009) standardele de creditare au fost înăspriți în trimestrul I al anului 2009 față de trimestrul IV al anului 2008, însă într-o măsură mai mică decât în perioada precedentă. Cu excepția creditelor de consum, nu există indicii cu privire la o scădere a restrictivității în trimestrele următoare.

⁶⁹ Conform deciziilor Consiliului de administrație al BNR din 30 iunie și 4 august a.c.

⁷⁰ De exemplu, programul inițiat de guvern denumit „Prima casă”, derulat începând cu luna iulie 2009.

⁷¹ Pentru detalii legate de evaluarea impulsului fiscal și a efectului acestuia asupra proiecției macroeconomice, a se vedea Casetă 1 din *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie 2008.

⁷² Componenta structurală a politicii fiscale urmează a avea o influență restrictivă asupra cererii agregate mai puternică în 2009, dar mai favorabilă în 2010.

1.4. Riscuri asociate proiecției

Această secțiune detaliază factorii de risc specifici, considerați a avea o relevanță deosebită în orizontul proiecției actuale. Dificultatea cuantificării riguroase a influenței tuturor acestor factori impune prezentarea unor evaluări mai degrabă de natură calitativă. Ca o evaluare generală a incertitudinilor asociate scenariului de bază al proiecției curente, balanța riscurilor la adresa inflației este considerată a fi una echilibrată.

În mod similar *Raportului asupra inflației* din luna mai, cel mai relevant factor de risc se referă la durata și magnitudinea efectelor crizei financiare globale asupra evoluției economiei naționale. Posibilitatea unui reviriment susținut al cererii externe, într-o perioadă de timp mai scurtă decât se anticipează în prezent nu poate fi pe deplin eliminată. Într-o astfel de situație, ritmul anual negativ al creșterii economice interne s-ar putea atenua și chiar inversa, beneficiind de pe urma contribuției mai favorabile, comparativ cu ipotezele scenariului de bază, a componentei exporturilor nete. Pe măsura atenuării efectelor crizei financiare, îmbunătățirea climatului economic general ar fi însoțită de o reducere substanțială a aversiunii la risc a investitorilor internaționali, ceea ce ar conduce la disiparea presiunilor inflaționiste ale cursului de schimb transmise prin intermediul prețurilor de import. O revenire a fluxurilor externe de capital ar favoriza reluarea finanțării economiei reale, îndeosebi a activităților productive, anticipând în același timp refacerea cererii agregate interne și posibilitatea manifestării unor presiuni inflaționiste viitoare. Astfel, în timp ce la nivelul activității economice urmările ar fi în mod evident favorabile, în cazul inflației balanța s-ar putea inclina fie în favoarea factorilor de cost, fie în favoarea celor ai cererii, nefiind exclusă nici situația în care influențele acestora s-ar compensa reciproc. Pe de altă parte, amplificarea efectelor negative ale crizei financiare globale ar putea conduce la efecte inverse celor descrise anterior.

Din perspectiva investitorilor nerezidenți, în contextul actual, percepția riscului asociat investițiilor într-o economie emergentă cum este cea a României este strâns legată de mărimea și natura ajustării dezechilibrului extern (deficitul de cont curent) coroborat cu existența și disponibilitatea resurselor necesare finanțării acestuia. În condițiile unei decelerări mai abrupte a activității economice, corecția dezechilibrului extern ar fi, la rândul său, mai accentuată comparativ cu cea prevăzută de scenariul de bază. Povara ajustării suplimentare ar putea fi resimțită în mod diferit de către sectorul bugetar și cel privat; acesta din urmă, fiind în general mai flexibil, ar urma să se corecteze mai rapid și cu suportarea unor costuri mai mari. În situația în care deficitul de resurse al sectorului public se dovedește prea mare pentru a fi contrabalansat de ajustarea sectorului privat, întârzierea producerii corecțiilor

necesare va avea efecte negative atât asupra percepției de risc, cât și a credibilității *mix*-ului de politici macroeconomice⁷³ conducând cel mai probabil la creșterea costului resurselor atrase pentru finanțarea deficitului respectiv.

Scenariul de bază al proiecției pornește de la valori ale soldului fiscal compatibile cu cele asumate de România prin aranjamentul multilateral de finanțare externă agreat cu FMI-UE-IFI. Totuși deviații de la aceste valori sunt posibile fie sub acțiunea unor condiții macroeconomice mai puțin favorabile⁷⁴, fie datorită unor derapaje în aplicarea măsurilor corective convenite cu instituțiile financiare internaționale. În aceste condiții, noul nivel mai ridicat al cheltuielilor, aferente unui deficit bugetar mai amplu, ar putea avea pe termen scurt un efect stimulatv asupra economiei. Pe termen mediu însă, mai ales în contextul actualei crize financiare și a penuriei de resurse induse de aceasta, efectul stimulatv ar urma să fie până la urmă contrabalansat, pe de o parte, prin efectele provocate de fenomenul de evicțiune a resurselor de finanțare disponibile sectorului privat⁷⁵ (*crowding out*) și, pe de altă parte, prin consecințele accentuării dezechilibrului fiscal asupra percepției de risc pe piețele financiare și, implicit, a dinamicii cursului de schimb al monedei naționale. În aceste condiții, o eventuală relaxare a politicii fiscale față de coordonatele presupuse în scenariul de bază poate conduce la amânarea și la reducerea magnitudinii revenirii creșterii economice.

Runda curentă de prognoză încorporează un grad ridicat de incertitudine în ceea ce privește continuarea tendinței manifestate în perioadele recente, de eliminare a anumitor rigidități structurale specifice pieței muncii. O scădere semnificativă a dinamicii anuale a costurilor cu forța de muncă⁷⁶ ar facilita revigorarea, pe termen mediu, a ofertei agregate din economie într-un ritm mai rapid comparativ cu scenariul de bază. Întrucât factorii de cost sunt

⁷³ Spre exemplu, o eventuală relaxare excesivă a politicii fiscale ar necesita, în condiții de dezechilibru extern accentuat, o întărire compensatorie a restrictivității politicii monetare. Acest *mix* de politici este însă nesustenabil dincolo de termenul scurt, întrucât produce efecte contracționiste la adresa activității economice, a veniturilor bugetare și a exportului net, accentuând dezechilibrele inițiale.

⁷⁴ Prin acțiunea stabilizatorilor automați, o dinamică a PIB mai puțin favorabilă celei din scenariul de bază ar urma să majoreze cheltuielile și să diminueze veniturile bugetului de stat, determinând astfel, în absența măsurilor compensatorii, majorarea deficitului bugetar.

⁷⁵ Ponderea creditului acordat sectorului privat în total credit s-a redus de la 93,7 la sută în luna noiembrie 2008 la 84,4 la sută în luna iunie 2009, în favoarea celei a creditului acordat sectorului bugetar. În măsura în care ar continua mai rapid decât restrângerea autonomă a cererii de credite a sectorului privat, aceasta tendință ar reflecta fenomenul de evicțiune (*crowding-out*).

⁷⁶ Ritmul anual de creștere a salariului mediu nominal pe economie s-a redus ușor în primul trimestru din 2009, de la o medie de 23,1 la sută la nivelul anului 2008, la 17,6 la sută în luna martie a.c., dar a înregistrat o coborâre abruptă la doar 8,7 la sută în luna mai a.c.

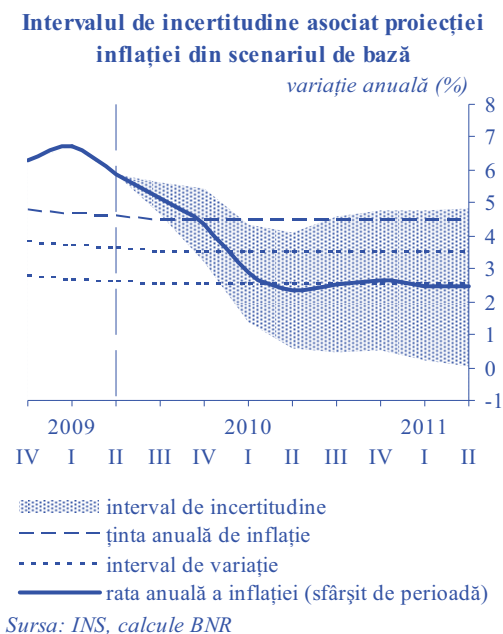
determinanți importanți ai evoluției ratei inflației, acest lucru ar putea avea efecte benefice asupra anticipațiilor formulate de agenții economici și ar contribui la consolidarea procesului dezinflaționist.

Un alt factor de risc specific pentru proiecția actuală îl reprezintă posibilitatea înregistrării unei producții agricole mai slabe decât se anticipează în prezent pentru anul curent⁷⁷. Influența nefavorabilă a prețurilor alimentelor în acest caz s-ar putea astfel repercuta la nivelul tuturor celorlalte componente ale inflației IPC, implicit la nivelul inflației de bază⁷⁸ CORE2.

De asemenea, modificările repetate de pe parcursul ultimelor runde de proiecție ale coordonatelor de evoluție a prețurilor produselor administrate asociază incertitudini ample unor deviații ale traiectoriei viitoare a acestora de la valorile prognozate în runda curentă. În condițiile în care informații precise cu privire la direcția în care s-ar putea produce aceste modificări nu sunt disponibile, distribuția riscurilor provenind din această sursă la adresa traiectoriei proiectate a inflației IPC din scenariul de bază este evaluată ca fiind echilibrată.

În contextul incertitudinilor care domină în prezent economia mondială, un alt factor de risc, comun într-o anumită măsură și proiecțiilor anterioare, îl constituie evoluția prețului petrolului și, implicit, dinamica proiectată a prețurilor combustibililor. Deși contribuția acestei componente a inflației în coșul de consum este relativ redusă (aproximativ 7 la sută), în situația materializării unor astfel de riscuri, abaterea ratei inflației IPC de la traiectoria proiectată în scenariul de bază ar putea fi semnificativă, fiind posibile deviații în ambele sensuri.

Alături de factorii de risc specifici fiecărei runde de prognoză, această secțiune include o cuantificare a incertitudinii generale asociate proiecției ratei inflației din scenariul de bază. Pentru a exprima creșterea în timp a incertitudinii, mărimea intervalului de incertitudine se lărgeste pe măsură ce include orizonturi de timp tot mai îndepărtate. Evaluarea incertitudinii are la bază erorile de prognoză ale inflației⁷⁹ IPC în contextul utilizării modelului macroeconomic al BNR. Acest interval de incertitudine măsoară valoarea medie cu care inflația se poate abate de la traiectoria proiectată în scenariul de bază, sub impulsul unor factori de risc neidentificați în mod explicit.



⁷⁷ Ca urmare a posibilității înregistrării unui an mai puțin favorabil din punct de vedere climateric.

⁷⁸ Relevanța acestui risc este dată de ponderea ridicată a produselor alimentare în coșul aferent inflației de bază CORE2 (45,4 la sută).

⁷⁹ Pentru mai multe detalii a se consulta Caseta 3 din *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2008.

2. Evaluarea de politică monetară

Pe parcursul celui de-al doilea trimestru al anului 2009, procesul dezinflației – reluat la finele trimestrului anterior – a continuat într-un ritm mai rapid decât se anticipase în *Raportul asupra inflației* din luna mai, rata anuală a inflației coborând în iunie la nivelul de 5,86 la sută. Cu toate că a continuat să depășească limita superioară a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație, rata anuală de creștere a prețurilor de consum a revenit, astfel, la niveluri inferioare celor consemnate ulterior declanșării turbulențelor financiare pe piețele internaționale și producerii, începând cu vara anului 2007, a șocurilor prețurilor produselor agroalimentare și petrolului. Contribuțiile majore la scăderea cu 0,85 puncte procentuale a ratei inflației în cursul acestui trimestru le-au adus reinițierea dezinflației prețurilor volatile, în special a prețurilor combustibililor și decelerarea inflației de bază (CORE2 ajustat); cea din urmă evoluție a reflectat impactul temperării volatilității cursului de schimb al leului, precum și, într-o oarecare măsură, efectul accentuării declinului economic.

Elaborat pe baza celor mai recente evoluții și a ipotezelor cu probabilitate mai mare de materializare pe termen mediu, scenariul actualizat al prognozei evoluțiilor macroeconomice relevă o ameliorare a perspectivei inflației pe orizontul de timp mai îndepărtat al proiecției, pe termen scurt, aceasta menținându-se însă în coordonatele exercițiului anterior; similar prognozei anterioare se anticipează a se produce și revenirea ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei, precum și coborârea ei în jumătatea inferioară a intervalului (în trimestrul IV 2009 și respectiv în trimestrul I 2010).

Accelerarea scăderii ratei anuale prognozate a inflației în a doua parte a orizontului de prognoză se datorează cu precădere amplificării dimensiunii și duratei așteptate a *gap*-ului negativ al PIB, asociată perspectivei adâncirii și accelerării, comparativ cu proiecția anterioară, a contracției economiei în anul 2009; în schimb, relansarea activității economice în anul 2010 se anticipează a fi ușor mai dinamică comparativ cu ritmul prognozat anterior, inclusiv datorită unui efect de bază, cu toate că ea va fi graduală.

Creșterea considerabilă a severității declinului activității economice pe orizontul apropiat de timp are ca premise și indicii majore: (i) amplitudinea peste așteptări a contracției suferite de economia românească în trimestrul I 2009, sugerând o elasticitate mai mare a cererii interne față de restrângerea cererii externe; (ii) accentuarea trendului de scădere în primele luni ale trimestrului II a activității în sectoare reprezentative pentru cererea de consum și de investiții (comerțul cu amănuntul, importurile, lucrările de construcții), precum și a dinamicii veniturilor populației și ale companiilor;

(iii) continuarea tendinței de deteriorare a evoluțiilor economice în țările membre UE, reflectată de cele mai recente date statistice și de prognozele actualizate ale instituțiilor naționale și internaționale; (iv) prelungirea procesului de dezintermediere financiară, dar și a tendinței de ameliorare a economisirii nete bancare a populației; (v) menținerea tendinței de creștere, deși mai lentă, a ratei șomajului în cursul trimestrului II al anului 2009.

Din perspectiva obiectivului său fundamental⁸⁰, BNR continuă să fie preocupată în acest context de menținerea, cel puțin pe termen scurt, a discrepanței dintre ritmul relativ lent al decelerării componentei de bază a inflației prognozate și previzibila accelerare și amplificare a contracției economice – implicit a deficitului de cerere agregată – reflectând, în principal, caracterul inercial al inflației de bază și gradul său înalt de persistență. Pe lângă o insuficientă ancorare a anticipațiilor inflaționiste, acest comportament al inflației de bază are la origine, cel mai probabil, unele caracteristici structurale – consolidate sau recent conturate – ale economiei românești.

Cele mai semnificative par a fi *pass-through*-ul consistent al creșterii cursului de schimb al leului – datorat, în principal, gradului înalt de euroizare a economiei și ponderii ridicate deținute de produsele importate în coșul de consum – și unele rigidități structurale ale piețelor bunurilor și serviciilor (în special a celor de consum), ale pieței forței de muncă și ale cheltuielilor bugetare. Principalele forme de manifestare a rigidităților sunt concurența relativ scăzută ce prevalează pe piețele anumitor bunuri și servicii, precum și dinamica încă înaltă a costului unitar cu forța de muncă ce continuă să se consemneze în câteva ramuri ale industriei prelucrătoare, în pofida accelerării trendului descendent al indicatorului pe ansamblul sectorului. Aceste manifestări par a fi deocamdată reziliente față de declinul abrupt suferit de consumul populației în trimestrele recente, o posibilă explicație constituind-o menținerea la valori pozitive sau doar marginal negative a dinamicii anuale a cumpărărilor de produse alimentare și a achizițiilor de alte produse de uz curent. În același timp, însă, ramurile industriei prelucrătoare pentru care cererea internă pare să fie relativ robustă continuă să consemneze scăderi abrupte ale producției – doar parțial justificate de restrângerea cererii externe adresate lor –, sugerând serioase dificultăți de reorientare spre piața internă a respectivilor producători.

În acest context, motivul major de preocupare al BNR îl constituie potențiala constrângere exercitată asupra implementării politicii monetare de un asemenea comportament al inflației de bază,

⁸⁰ Potrivit Statutului BNR (Legea nr. 312/2004), obiectivul fundamental al băncii centrale îl reprezintă „asigurarea și menținerea stabilității prețurilor”.

respectiv de elasticitatea relativ scăzută manifestată de indicii prețurilor de consum față de restrângerea continuă a cererii agregate. În ipoteza persistenței acesteia, continuarea dezinflației, concomitent cu reluarea cât mai rapidă și pe baze sustenabile a creșterii economice, se poate realiza doar prin reechilibrarea mix-ului de politici macroeconomice – implicând relativa întărire și reconfigurare a politicii cheltuielilor bugetare –, precum și prin accelerarea reformelor structurale. Potențiala constrângere ar putea fi, însă, atenuată în viitorul apropiat de posibila ajustare severă a comportamentului de stabilire a prețurilor cu amănuntul, dar și a salariilor, ca reacție la magnitudinea neașteptată a reculului consemnat de economia românească în primul trimestru, precum și la consolidarea evidențelor accentuării contracției economice în perioada următoare. Chiar și în aceste condiții, imprimarea unui caracter auster politicii fiscale și celei de venituri este esențială pentru reancorarea anticipațiilor inflaționiste și implicit pentru asigurarea sustenabilității dezinflației.

Din această perspectivă, un alt motiv serios de preocupare pentru BNR îl reprezintă tendința de ajustare excesivă a economiei românești ce pare a se fi conturat în ultimele luni – sugerată inclusiv de viteza și amplitudinea peste așteptări ale restrângerii deficitului de cont curent, în special a importurilor –, care, coroborată cu trendul de scădere abruptă a investițiilor inițiat de curând, induce riscul reducerii potențialului de creștere a economiei în următorii ani. Un argument important al preocupării băncii centrale îl constituie perspectiva creșterii la mijlocul anului 2009 a severității contracției economice în contextul adâncirii crizei financiare și economice globale, vectorii principali ai acestei deteriorări fiind: (i) continuarea declinului, deși mai lent, al economiilor dezvoltate și al comerțului internațional și (ii) prelungirea restrictivității ridicate a condițiilor de finanțare externă și internă în condițiile nerefacerii apetitului global pentru risc, precum și ale extinderii procesului de dezintermediere financiară pe plan mondial.

Stoparea căderii economiei românești și revenirea dinamicii anuale a PIB spre valori negative tot mai scăzute este de așteptat să succedă cu un oarecare decalaj evoluțiile similare ale statelor industrializate, în special ale țărilor membre UE; momentul producerii inflexiunii ciclului economic al acestor state este însă dificil de anticipat în pofida apariției semnelor certe de încetinire a declinului lor economic. Economia națională va recepta prioritar efectul amorsării unei asemenea tendințe, cel mai probabil, prin intermediul exporturilor. Este de așteptat ca, în contextul dat, procesul de revenire treptată a exporturilor românești să fie susținut nu doar de „efectul de volum” exercitat asupra lor de cererea externă, ci și de începerea manifestării „efectului de preț” al deprecierei acumulate de leu în raport cu principalele monede – anihilat o perioadă de timp de contracția economică globală.

Pe deasupra, având în vedere evoluțiile din ultimele trimestre, este foarte posibil ca, pe lângă tendința ascendentă pe care o va imprima importurilor, revenirea exporturilor să exercite un efect de antrenare asupra altor componente ale cererii și ofertei interne, contribuția sa la reluarea creșterii economice anticipându-se astfel a fi decisivă. Un efect relativ similar, dar de mai mică anvergură, este posibil să-l exercite stabilizarea și revigorarea ulterioară a activității în domeniul construcțiilor. Producerea în scurt timp a unui asemenea reviriment este însă foarte puțin probabilă, date fiind recentul recul drastic al lucrărilor de construcții, incompleta ajustare descendentă a pieței imobiliare și implicit persistența neîncrederii investitorilor, inclusiv a celor financiari, în perspectivele pe termen scurt ale sectorului. Pe ansamblul său, acesta ar putea fi, însă, impulsivat de implementarea programului „Prima casă” și într-o mai mare măsură de sporirea substanțială a cheltuielilor cu investițiile publice și creșterea volumului fondurilor europene absorbite și a celor atrase de la instituții financiare internaționale – măsuri asumate de autorități prin programul bugetar și acordurile recent încheiate.

Incertitudini mari persistă și în ceea ce privește volumul finanțării externe de care va beneficia pe termen scurt economia națională, în condițiile în care refacerea încrederii mediului financiar internațional în perspectivele economiei reale globale și implicit ale economiei românești, trenează, ca de altfel și disiparea îngrijorării sectorului bancar extern legată de calitatea portofoliului propriu și nevoia sa de capitalizare. Este de așteptat, însă, ca efectul contracționist exercitat de acest canal asupra cererii interne să continue să se manifeste în mai mică măsură prin intermediul fondurilor furnizate băncilor locale, care vor rămâne semnificative inclusiv datorită angajamentului reasumat de băncile-mamă în contextul acordului încheiat de autoritățile române cu FMI-UE – parte a unui pachet de sprijin financiar multilateral.

Cu toate acestea, dată fiind atitudinea prociclică a sectorului financiar, inclusiv a celui local, revigorarea creditării sectorului privat se anticipează a fi anevoioasă, chiar în ipoteza derulării fluente a programului „Prima casă”, lansat recent de autorități. Ea este condiționată, pe de o parte, de scăderea neîncrederii băncilor în perspectivele pe termen scurt ale economiei și a percepției de risc asupra creditelor acordate companiilor și populației și, pe de altă parte, de refacerea treptată a cererii de credite. O premisă a regenerării în perioada următoare a apelului agenților economici la împrumuturi bancare o constituie așteptata accentuare și inițiere – pe segmentul populației – a trendului de relaxare a condițiilor de creditare ale instituțiilor de credit, ca reacție la consolidarea recentă a mișcării descendente a ratei dobânzii de politică monetară și la reducerea, începând cu 24 iulie, a ratelor rezervelor minime obligatorii – în lei și în valută – constituite de bănci. Scăderea ratelor dobânzilor la credite – care va reduce și potențialul de

deteriorare în continuare a calității portofoliilor instituțiilor de credit – se anticipează a fi totuși inferioară ca ritm și amplitudine ajustărilor descendente pe care băncile au început să le opereze asupra randamentelor depozitelor; în pofida acestor corecții, ratele dobânzilor la depozite continuă să se plaseze la niveluri excesiv de înalte.

Potențialul efect stimulat de reducerea costului creditelor asupra cererii de împrumuturi ar putea fi însă atenuat sau chiar anihilat pe termen scurt de continuarea scăderii veniturilor curente și a celor așteptate ale populației și firmelor. În schimb, scăderea ratelor dobânzilor aplicate creditelor, coroborată cu temperarea volatilității cursului de schimb al leului, va relaxa efectul de bilanț și cel de avuție exercitate asupra cheltuielilor de consum și de investiții ale beneficiarilor de credite. Chiar și în aceste condiții, probabilitatea stopării relativ rapide a declinului consumului populației și al investițiilor companiilor este scăzută.

În cazul consumului privat, posibilele obstacole majore sunt: (i) perspectiva persistenței înclinației mai reduse spre consum, asociată cu tendința de ameliorare a economisirii bancare a persoanelor fizice, în condițiile menținerii temerilor populației privind veniturile viitoare și capacitatea ei de a-și rambursa creditele anterior contractate și (ii) potențiala prelungire a trendului de adâncire a dinamicii anuale negative a venitului disponibil al populației – ce pare a se fi amorsat în trimestrul II –, în special ca efect al continuării scăderii dinamicii salariilor (și chiar al inițierii reducerii lor în sectorul privat, coroborat cu extinderea disponibilizărilor de personal) și al comprimării remiterilor. Nu este exclus însă, ca pe perioada verii să se consemneze o temporară revigorare a consumului de anumite bunuri și servicii – corelată și cu o stagnare sezonieră a ratei șomajului, care continuă să se situeze la valori sensibil inferioare celor consemnate de alte state europene –, dar și o sporire a autoconsumului, de natură să exercite un impact favorabil asupra prețurilor produselor agroalimentare.

La rândul lor, activitatea curentă și, în special, cea investițională a companiilor vor continua să recepteze impactul contracționist al deteriorării puternice a profitabilității, precum și a perspectivelor vânzării proprii; este de așteptat ca, pe acest fond, firmele să-și mențină recursul la reduceri ale programului de lucru, ale salariilor și chiar la concedieri. Activitatea investițională ar putea primi, însă, o oarecare susținere atât din partea fluxurilor de investiții străine directe, în ipoteza în care dinamica acestora se menține cel puțin în coordonatele peste așteptări ale primelor cinci luni ale anului, cât și din partea cheltuielilor cu investițiile publice, pe care autoritățile au anunțat că le vor accelera și amplifica în semestrul II al acestui an.

Din perspectiva execuției bugetare din prima parte a anului, devine, însă, tot mai relevant riscul ca implementarea programelor

de investiții publice să sufere constrângeri exercitate de posibila insuficiență întârire a politicii cheltuielilor bugetare cu personalul, coroborată cu prelungirea reducerii veniturilor bugetare; pe deasupra, se conturează riscul ca autoritățile să recurgă la majorarea deficitului fiscal programat al acestui an. Materializarea primului risc ar implica adâncirea declinului economic pe termen scurt – în condițiile persistenței înclinației mai reduse spre consum –, slăbirea relativă a potențialului creșterii economice pe termen mediu, precum și deteriorarea anticipațiilor inflaționiste și sporirea presiunilor inflaționiste ale cererii pe măsura refacerii înclinației spre consum.

La rândul său, materializarea celui de-al doilea risc ar fi de natură să exercite anumite constrângeri asupra activității sectorului privat, atât pe termen scurt, cât și pe termen mediu, în principal prin restrângerea accesului acestuia la credite; totodată, percepția mediului economic și financiar internațional asupra perspectivelor economiei românești s-ar putea deteriora – în ipoteza în care ajustarea ascendentă a deficitului fiscal programat ar fi excesivă –, cu potențial impact nefavorabil asupra reluării procesului de convergență reală a economiei. Aceasta s-ar putea asocia cu o reamplificare, cel puțin temporară, a presiunilor în sensul deprecierei monedei naționale – eventual potențate de repetarea unor episoade de scădere a apetitului global pentru risc –, inducând riscuri la adresa dezinflației și stabilității financiare.

Având în vedere perspectiva continuării atenuării presiunilor inflaționiste pe termen mediu, în condițiile creșterii severității declinului economiei românești în cursul anului 2009, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 4 august 2009 reducerea cu 0,5 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 8,5 la sută. Totodată, pentru a crește eficacitatea gestionării de către banca centrală a condițiilor lichidității de pe piața monetară și, implicit, a influenței exercitate de instrumentele de politică monetară asupra ratelor dobânzilor pe termen scurt de pe această piață, Consiliul de administrație al BNR a hotărât scăderea scadenței operațiunilor repo efectuate prin licitație de la o lună la o săptămână. În același timp, s-a decis reducerea de la 35 la sută la 30 la sută a ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută cu scadența reziduală mai mică de doi ani ale instituțiilor de credit, începând cu perioada de aplicare 24 august – 23 septembrie 2009; măsura are ca scop îmbunătățirea condițiilor lichidității în valută și continuarea armonizării mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele în materie ale BCE. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reiterat faptul că implementarea unui ansamblu echilibrat de politici macroeconomice, precum și accelerarea reformelor structurale sunt esențiale pentru consolidarea și continuarea pe termen mediu și lung a dezinflației și pentru reluarea cât mai rapidă și pe baze sustenabile a creșterii economice.