



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI **noiembrie 2012**

Anul VIII, nr. 30
Serie nouă



Banca Națională a României

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

Noiembrie 2012

Anul VIII, nr. 30

Serie nouă

NOTĂ

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

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

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

*Banca Națională a României
Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București
tel.: 021/312.43.75; fax: 021/314.97.52*

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune online)

Cuvânt înainte

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 2 noiembrie 2012 și include informațiile disponibile până la data de 30 octombrie 2012.

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

Lista abrevierilor

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

Cuprins

SINTEZĂ.....	7
I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI	12
II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE.....	15
1. Cererea și oferta	15
1.1. Cererea.....	15
1.2. Oferta	18
2. Piața muncii	19
3. Prețurile de import și prețurile de producție.....	21
III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE.....	24
1. Politica monetară	24
2. Piețe financiare și evoluții monetare.....	27
2.1. Ratele dobânzilor.....	27
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital.....	29
2.3. Moneda și creditul	30
IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	33
1. Scenariul de bază	35
1.1. Ipoteze externe	35
1.2. Perspectivele inflației	38
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	41
1.4. Riscuri asociate proiecției	47
2. Evaluarea de politică monetară.....	49

Evoluția inflației și cauzele acesteia

În cursul trimestrului III 2012, rata anuală a inflației IPC a înregistrat un avans substanțial, atingând la sfârșitul perioadei 5,3 la sută, cu 3,3 puncte procentuale peste valoarea înregistrată la finele trimestrului precedent. Acest nivel plasează rata inflației cu 1,3 puncte procentuale peste limita superioară a intervalului-țintă stabilit pentru sfârșitul anului curent și cu 1,8 puncte procentuale peste valoarea prognozată în Raportul asupra inflației din luna august 2012.

Accelerarea ritmului de creștere a prețurilor în trimestrul III a fost rezultatul unui cumul de șocuri adverse de natura ofertei care au afectat o parte importantă a componentelor coșului de consum. Șocurile produse reprezintă materializarea unor riscuri semnalate în Raportul anterior care în runda curentă au fost incluse în scenariul de bază, caracterul acestora anticipându-se însă a fi unul tranzitoriu.

La traiectoria ascendentă a ratei inflației au contribuit preponderent majorările prețurilor produselor agroalimentare, ca efect al scăderii producției pe plan intern și internațional în urma condițiilor climatice nefavorabile. Una dintre consecințe a fost intensificarea substanțială a creșterii în termeni anuali a prețurilor volatile ale mărfurilor alimentare (LFO¹), care a amplificat efectul statistic de bază nefavorabil de pe parcursul trimestrului III, menționat deja în rundele precedente de prognoză. Accelerarea semnificativă a ritmului de creștere a prețurilor combustibililor, pe seama evoluției cotațiilor internaționale ale petrolului, precum și ajustările aplicate unor prețuri administrate și accizelor la produsele din tutun au contribuit suplimentar la creșterea ratei anuale a inflației IPC în perioada analizată.

O altă consecință a tensionării piețelor interne și internaționale ale materiilor prime agricole a fost resimțită la nivelul inflației de bază CORE2 ajustat², prin intermediul creșterii prețurilor produselor alimentare procesate, cu o pondere substanțială în cadrul acestui indice³. La sfârșitul trimestrului III 2012, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a urcat la 3 la sută, cu 0,9 puncte procentuale peste nivelul atins la finele trimestrului II. Contribuții nefavorabile suplimentare la această dinamică au provenit din partea influenței asupra prețurilor bunurilor din import a unui leu mai depreciat față de perioada anterioară, precum și din cea a deteriorării relative a anticipațiilor privind inflația sub impactul creșterilor de prețuri deja produse și al celor așteptate pe termen scurt. Persistența unui deficit substanțial de cerere agregată a continuat să atenueze influențele nefavorabile asupra ratei anuale a inflației de bază, fenomen ilustrat de creșterea modestă a prețurilor mărfurilor nealimentare, neafectate de șocul sever asupra ofertei agricole.

Ritmul anual de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă în industrie s-a menținut semnificativ în perioada iulie-august 2012, marcând însă o ușoară decelerare față de trimestrul II. Datele disponibile până în prezent referitoare la evoluțiile de pe parcursul trimestrului III în alte sectoare ale economiei nu permit decelarea unei tendințe clare a dinamicii costurilor unitare cu

¹ Legume, fructe și ouă.

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

³ Ponderea bunurilor alimentare incluse în coșul indicelui CORE2 ajustat este în prezent de 48,6 la sută. În indicele agregat, ponderea totalului bunurilor alimentare (inclusiv LFO) este de 37,2 la sută.

salariile pe ansamblul economiei. În contextul recentului puseu inflaționist, evitarea generării unor presiuni suplimentare din partea costurilor în scopul consolidării perspectivelor pe termen mediu de revenire a inflației în interiorul intervalului-țintă presupune continuarea corelării în perioadele următoare a creșterii salariilor cu cea a productivității muncii.

Abaterea în sus cu 1,8 puncte procentuale a ratei anuale a inflației IPC înregistrate la sfârșitul trimestrului III față de nivelul prognozat este rezultatul acelorași șocuri ample de ofertă produse ulterior elaborării scenariului de bază din luna august, semnalate în mod explicit în expunerea balanței riscurilor asociate proiecției din raportul anterior. Materializarea acestora a condus la rate de creștere a prețurilor mai mari decât cele prognozate în cazul majorității componentelor coșului de consum – mai puțin în cazul produselor din tutun – la sfârșitul trimestrului III.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În ședința din 2 august 2012, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,25 la sută pe an. Prognoza macroeconomică actualizată prevedea plasarea ratei anuale a inflației în intervalul de variație din jurul țintei pe tot parcursul perioadei de proiecție. În același timp, a fost identificată amplificarea semnificativă, comparativ cu rundele anterioare de prognoză, a riscurilor de abatere în sus a ratei inflației de la traiectoria din scenariul de bază, impunând menținerea unei conduite prudente a politicii monetare. Pe plan extern, se manifestau deteriorarea perspectivelor activității economice la nivel global, creșterea volatilității aversiunii față de risc a investitorilor și menținerea incertitudinilor legate de soluționarea durabilă a crizei datoriilor suverane din zona euro. Suprapuse persistenței tensiunilor politice interne, aceste evoluții erau de natură a genera efecte nefavorabile asupra fluxurilor nete de capital și, astfel, asupra cursului de schimb al leului. În plus, condițiile climatice nefavorabile manifestate în numeroase regiuni ale lumii, inclusiv în România, semnalau riscul majorării semnificative a cotațiilor externe ale materiilor prime agricole de import, precum și a prețurilor interne ale alimentelor.

Ulterior deciziei de politică monetară de la începutul lunii august, unele riscuri identificate în analiza de fundamentare a acesteia s-au materializat, cu deosebită intensitate manifestându-se creșterea prețurilor interne și internaționale ale produselor alimentare. Rata anuală a inflației a crescut până la nivelul de 3,88 la sută în luna august 2012, efectul statistic de bază anticipat în prognozele Băncii Naționale a României fiind amplificat de șocul advers asupra prețurilor alimentelor, conjugat cu evoluțiile cursurilor de schimb pe piețele valutare. Mediul extern continua să fie marcat de incertitudini majore, ceea ce, în contextul evoluțiilor interne asociate anului electoral, crea potențialul amplificării bruște a riscurilor asociate volatilității mișcărilor de capital și a celei a cursului de schimb al leului. Această conjunctură nefavorabilă indica deteriorarea perspectivei pe termen scurt a inflației, impunând păstrarea unei conduite prudente a politicii monetare, în vederea ancorării ferme a anticipațiilor inflaționiste. Ca urmare, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 27 septembrie 2012 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,25 la sută pe an.

Perspectivile inflației

Prognoza prevede menținerea ratei anuale a inflației deasupra intervalului de variație de ± 1 punct procentual din jurul țintei centrale (stabilită la 3 la sută pentru 2012 și la 2,5 la sută începând din 2013) până în trimestrul III 2013, plasarea la sfârșitul anului la nivelul limitei superioare a intervalului (3,5 la sută) și repoziționarea în interiorul acestuia cu începere din trimestrul I 2014.

Pe ansamblul anului 2012, creșterea economică este anticipată a înregistra un ritm pozitiv, însă semnificativ mai redus comparativ cu cel din anul precedent, sub impactul exercitat de contracția cererii externe asupra exporturilor și al unui an agricol afectat sever de condițiile meteorologice nefavorabile. Șocul advers al ofertei de produse agricole a generat efecte maxime în trimestrul III, pentru care se anticipează o dinamică trimestrială negativă a PIB real, o modestă redresare fiind prevăzută pentru ultima perioadă a anului. La nivelul întregului an, creșterea pozitivă proiectată pentru 2012 se datorează contribuțiilor favorabile ale cererii de consum a gospodăriilor populației și, mai ales în prima jumătate a anului, ale formării brute de capital fix, parțial compensate de aporturile negative ale exportului net și ale variației stocurilor. Pentru 2013 se prevede o accelerare a dinamicii PIB, impulsionată atât de cererea internă, în special pe seama expansiunii consumului, cât și de redresarea graduală a exporturilor. Acestea din urmă se anticipează a fi potențate, pe parcursul anului viitor, de o redresare moderată a cererii partenerilor comerciali ai României și de o dinamică favorabilă a costurilor unitare cu forța de muncă, pe fondul consolidării proiectate a productivității muncii în teritoriul valorilor pozitive pentru ansamblul economiei naționale. Ponderea în PIB nominal a deficitului de cont curent al balanței de plăți este anticipată a se situa atât în 2012, cât și în 2013 la valori ușor mai scăzute decât în anul 2011. Ca urmare, nu sunt de așteptat presiuni corective semnificative asupra cursului de schimb al monedei naționale până la orizontul proiecției. Deficitul de cerere a fost revizuit pe întreg intervalul de referință la valori care implică presiuni dezinflaționiste comparativ mai accentuate decât în runda anterioară de prognoză. Intensitatea acestora este prevăzută a se reduce lent pe termen mediu, implicând menținerea nivelului PIB sub cel potențial la orizontul proiecției.

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la 5,1 la sută la sfârșitul anului 2012 și la 3,5 la sută la finele anului 2013, niveluri cu 1,9 și, respectiv, 0,5 puncte procentuale peste cele prognozate în Raportul asupra inflației din luna august.

Revizuirea traiectoriei proiectate a ratei inflației, substanțială în prima parte a intervalului de referință, este determinată în principal de efectele șocurilor adverse de natura ofertei materializate în intervalul parcurs de la publicarea raportului precedent. Dintre acestea, influența dominantă provine din majorări, neincluse în scenariul de bază anterior, dar semnalate ca riscuri cu relevanță deosebită asociate acestuia, ale prețurilor produselor agroalimentare pe plan intern și internațional. Semnificative pentru revizuirea în creștere a ratei proiectate a inflației sunt, de asemenea, deprecierea recentă a leului față de euro și un scenariu mai puțin favorabil privind evoluția cotațiilor internaționale ale petrolului. În raport cu aceste elemente, persistența deficitului de cerere agregată va exercita principala influență dezinflaționistă de-a lungul întregului orizont al prognozei.

Pentru sfârșitul anului curent, contribuții mai ridicate decât în runda anterioară la creșterea prețurilor de consum sunt proiectate din partea tuturor componentelor, cu excepția prețurilor produselor din tutun. Revizuirile sunt substanțiale pentru prețurile alimentare volatile (LFO) și indicele CORE2 ajustat și de mai mică amploare pentru prețurile combustibililor și cele administrate. Pentru finele anului 2013, abaterea de la prognoza anterioară pe seama unor contribuții mai mari ale indicelui CORE2 ajustat și ale prețurilor combustibililor este atenuată la nivelul indicelui agregat de o contribuție mai redusă a prețurilor LFO.

Proiecția curentă situează rata anuală a inflației IPC peste cea din runda anterioară pe întreaga perioadă de referință. Natura tranzitorie a șocurilor adverse produse în anul curent implică încetinirea creșterilor trimestriale ale prețurilor pe măsura disipării efectelor acestor șocuri. În termeni anuali, proiecția prevede atingerea unui maxim al ratei inflației (5,6 la sută) în

trimestrul II 2013, urmată de înscrierea pe o tendință descendentă din trimestrul III până la începutul anului 2014 și stabilizarea pentru restul intervalului de prognoză în apropierea nivelului de 3 la sută. Reluarea dezinflației începând cu trimestrul III 2013 va fi facilitată, în condițiile adoptării în scenariul de bază a ipotezei unui an agricol normal, de tranziția de la un efect statistic de bază advers la unul de sens contrar, în special pe seama dinamicii favorabile a prețurilor LFO și a celor ale produselor alimentare procesate incluse în indicele CORE2 ajustat.

Traectoria proiectată a ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat se va situa la rândul său peste cea din prognoza anterioară pe întreg intervalul proiecției. Diferențele sunt generate de propagarea cu un anumit decalaj a șocului advers al prețurilor interne și internaționale ale materiilor prime agricole asupra prețurilor produselor alimentare procesate, de revizuirea în sus a așteptărilor privind inflația și de creșterile prețurilor de import, pe seama deprecierei din perioadele recente a monedei naționale. Aceste influențe sunt atenuate de persistența deviației PIB, anticipată a exercita un impact dezinflaționist relativ mai pronunțat pe tot intervalul de prognoză în raport cu runde de proiecție anterioare. Traectoria ratei anuale a inflației CORE2 ajustat este prevăzută a se situa sub cea a indicelui agregat datorită atât unei sensibilități mai reduse la șocurile de ofertă, cât și influenței mai eficace exercitate de conduita prudentă a politicii monetare, prin eforturile de ancorare a anticipațiilor inflaționiste, asupra inflației de bază. Rata anuală proiectată a acesteia va atinge un maxim de 4 la sută în trimestrul II 2013, coborând apoi gradual pentru a se stabili la niveluri situate ușor peste 2 la sută către finele perioadei de referință.

Conduita proiectată a politicii monetare va urmări crearea condițiilor necesare revenirii pe termen mediu a ratei inflației în interiorul intervalului-țintă, o atenție prioritară urmând să fie în continuare acordată demersurilor de ancorare a anticipațiilor privind inflația la o dinamică convergentă către ținta stabilită. Ca urmare, ansamblul condițiilor monetare reale în sens larg va fi calibrat în scopul limitării efectelor de runda a doua ale șocurilor adverse de natura ofertei.

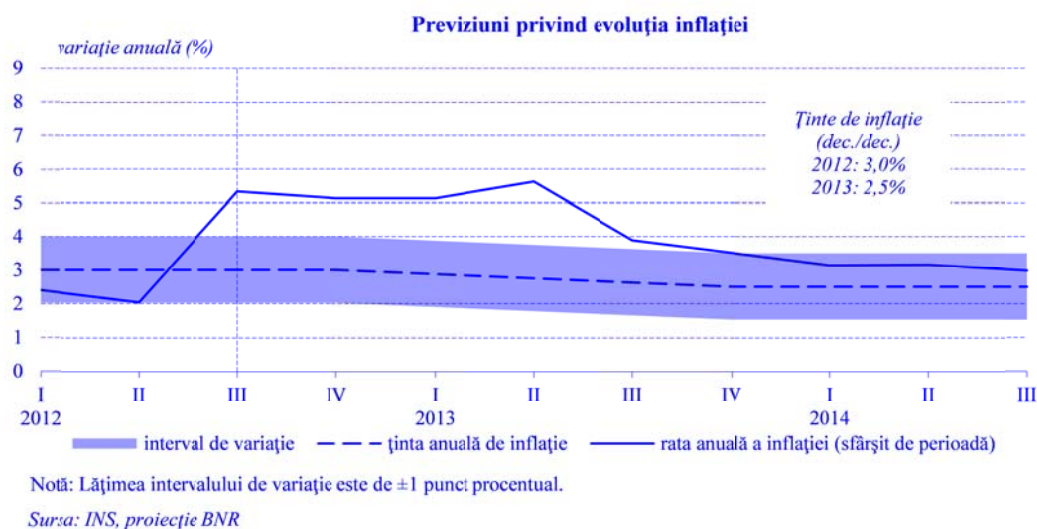
Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică o balanță moderat înclinată în sensul unor abateri nefavorabile de la scenariul de bază, cu precădere pe termen mediu. Materializarea recentă a unui set de șocuri adverse a căror posibilitate a fost anticipată în Raportul asupra inflației din luna august implică însă, comparativ cu runda anterioară de prognoză, un dezechilibru mai puțin accentuat al balanței riscurilor în ansamblul său.

Riscul cu cea mai mare relevanță pentru intervalul de referință provine din potențialul creșterii pe termen mediu a volatilității fluxurilor de capital destinate finanțării activității economice interne și al presiunilor asociate de depreciere a monedei naționale, în cazul deteriorării percepției investitorilor cu privire la perspectivele economiilor emergente, implicit și a celei referitoare la economia românească. Deteriorarea față de ipotezele scenariului de bază a perspectivelor macroeconomice în cadrul Uniunii Europene, în condițiile persistenței incertitudinilor privind sustenabilitatea datoriilor suverane ale unor țări membre ale zonei euro, ajustarea sistemului bancar european și creșterea economică viitoare, ar propaga în context regional efecte adverse asupra sustenabilității echilibrului macroeconomic din România.

În plus, atitudinea investitorilor poate fi afectată negativ de eventuale derapaje, inclusiv în contextul electoral intern, de la programul de politici macroeconomice și reforme structurale convenit cu UE, FMI și Banca Mondială. Din perspectiva măsurilor de consolidare fiscală, riscurile apar atenuate de rezultatele obținute, până la data publicării acestui raport, în execuția bugetară, care s-a încadrat în coordonatele aferente acordurilor încheiate cu instituțiile internaționale menționate. În acest context, implementarea strictă în continuare a acordului ar

avea drept efect nu doar eliminarea sursei interne a riscului volatilității excesive a fluxurilor de capital, ci și atenuarea consecințelor unei eventuale materializări a riscurilor externe, prin avantajul comparativ în plan regional al sustenabilității politicilor macroeconomice naționale.

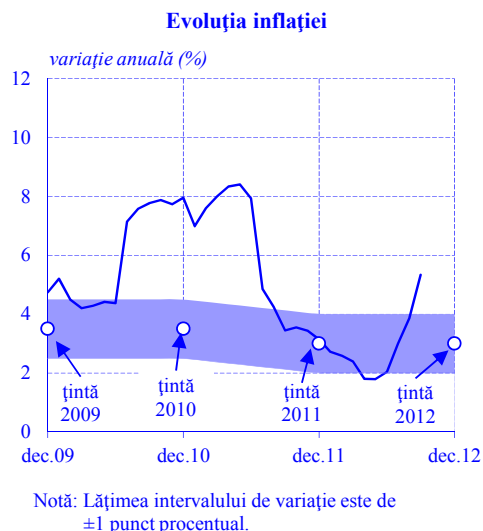
Riscuri relativ echilibrate la adresa traiectoriei proiectate a ratei inflației IPC provin din partea prețurilor administrate și a factorilor interni de influență a prețurilor mărfurilor alimentare, dată fiind actualizarea scenariului de bază cu efectele majorărilor substanțiale deja produse. Riscurile asociate evoluției prețurilor materiilor prime pe plan internațional apar de asemenea a fi relativ mai echilibrate pe termen scurt. Pe termen mediu însă, este posibil ca efectul pe plan intern al dinamicii acestor prețuri să se abată în sus de la coordonatele scenariului de bază, în special în cazul unei monede europene mai depreciată față de dolarul SUA în eventualitatea materializării riscurilor asociate evoluțiilor macroeconomice din zona euro.



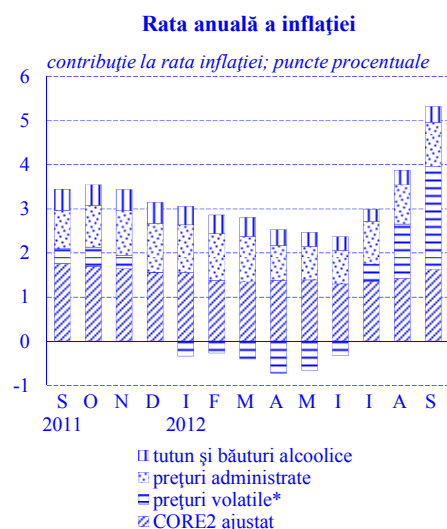
Decizia de politică monetară

În vederea ancorării eficace a anticipațiilor inflaționiste și a consolidării implicite a perspectivei revenirii ratei anuale a inflației în interiorul intervalului asociat țintei, odată cu disiparea efectelor tranzitorii ale șocurilor adverse de natura ofertei, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 2 noiembrie 2012 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,25 la sută pe an, concomitent cu gestionarea fermă a lichidității din sistemul bancar. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

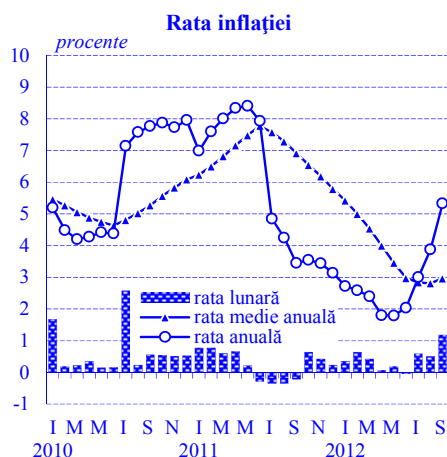
I. EVOLUȚIA INFLAȚIEI



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS

Pe parcursul trimestrului III 2012, rata anuală a inflației a urcat la un nivel peste așteptări (5,33 la sută la finele perioadei), depășind limita superioară a intervalului de variație de ± 1 punct procentual din jurul țintei anuale de 3 la sută. Determinantă pentru această evoluție a fost acțiunea de natură tranzitorie a unui cumul de șocuri de ofertă manifestate atât pe plan intern, cât și internațional, și reflectată în special în majorarea prețurilor materiilor prime vegetale. Influențe nefavorabile suplimentare, parțial atenuate de persistența deficitului de cerere, au fost exercitate de cotațiile internaționale ale petrolului, de ajustările aplicate unor prețuri administrate, precum și de cursul de schimb al monedei naționale față de euro. Toate aceste presiuni s-au reflectat direct sau indirect și asupra dinamicii inflației de bază CORE2 ajustat, care s-a accelerat de la 2,08 la sută în luna iunie la 3,01 la sută în luna septembrie.

La traiectoria ascendentă a inflației a contribuit preponderent subgrupa „legume, fructe, ouă”, care a resimțit din plin impactul secetei prelungite. Astfel, ritmul anual al acestor prețuri s-a accelerat cu circa 40 de puncte procentuale în septembrie față de iunie (până la 27,7 la sută), o parte importantă fiind însă atribuibilă unui efect de bază¹. Componenta „legume” a fost cu precădere afectată de condițiile climatice atipice; evoluții nefavorabile au avut loc mai ales la nivelul prețului cartofilor, care a înregistrat în septembrie o creștere lunară record pentru ultimul deceniu (+27,5 la sută), ca urmare a pierderilor înregistrate în cele mai importante bazine de cultivare. O amplificare a presiunilor inflaționiste a fost vizibilă și în cazul prețurilor combustibililor (a căror rată anuală s-a majorat în septembrie cu 2 puncte procentuale față de iunie, până la 8,1 la sută), pe fondul trendului ascendent al cotațiilor internaționale ale țițeiului² și în pofida aprecierii monedei naționale față de dolarul SUA spre finalul intervalului analizat (+1,6 la sută în septembrie față de iunie 2012).

O rată anuală în creștere și superioară mediei au consemnat și prețurile administrate (5,8 la sută la finele trimestrului III), ca rezultat al unor ajustări notabile operate în această perioadă: (i) majorarea cu 5,4 la sută a tarifului la energie electrică începând

¹ Efectul statistic este asociat producției agricole abundente din anul trecut, care a determinat ample scăderi de prețuri ale legumelor și fructelor în perioada iulie – septembrie 2011.

² Prețul petrolului Brent a urcat la 113,4 dolari SUA/baril în luna septembrie, de la 96,4 dolari SUA/baril în luna iunie 2012, în principal ca urmare a unei contracții a producției de țiței atât în țările din OPEC (merită menționat că embargoul asupra importurilor de țiței din Iran a intrat în vigoare începând cu luna iulie), cât și în celelalte țări exportatoare (o diminuare considerabilă înregistrându-se la nivelul producției din Marea Nordului).

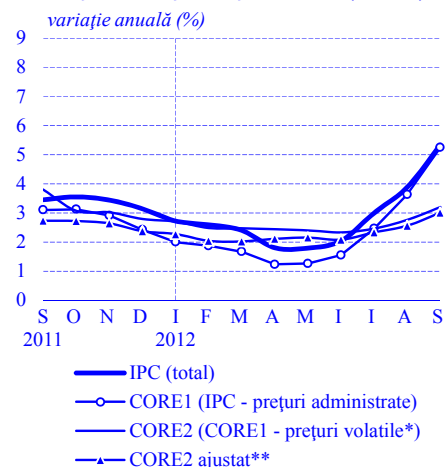
cu luna iulie³; (ii) creșterea prețului gazelor naturale cu 5 la sută de la mijlocul lunii septembrie, respectiv (iii) corecția tarifelor la apă, canal și salubritate cu 2,2 la sută în septembrie. Suplimentar, în cadrul măsurilor destinate asigurării unei mai bune acoperiri a costurilor companiilor de stat din sectorul transporturilor, asumate de autorități în contextul acordului convenit cu FMI, Comisia Europeană și Banca Mondială, la începutul lunii august a fost majorat cu peste 20 la sută prețul biletelor de călătorie cu metroul, însă impactul asupra inflației totale a fost modest, dată fiind ponderea redusă în coșul de consum.

Variația anuală a prețurilor produselor din tutun a crescut, de asemenea, până la 5,4 la sută la finele trimestrului, odată cu parcurgerea unei noi etape a calendarului multianual de convergență a accizelor către minimul stabilit prin directivă europeană⁴. Astfel, pe parcursul intervalului analizat, aceste prețuri s-au majorat cu 2,3 la sută, cea mai însemnată modificare fiind operată în luna iulie.

În acest context, marcat de numeroase ajustări ale componentelor exogene, măsura de inflație relevantă din perspectiva sferei de influență a politicii monetare rămâne CORE2 ajustat. Rata anuală de creștere a acesteia s-a accelerat pe parcursul trimestrului III 2012 până la 3 la sută (+0,9 puncte procentuale față de iunie), traiectoria fiind imprimată, în special, de saltul înregistrat pe segmentul mărfurilor alimentare și, într-o măsură mai redusă, pe cel al serviciilor libere; la nivelul subgrupeii mărfurilor nealimentare, dinamica anuală a prețurilor s-a menținut practic constantă.

Pe fondul secetei extinse și al estimărilor pesimiste legate de producția agricolă mondială, prețurile materiilor prime agricole s-au majorat într-un ritm alert pe parcursul trimestrului III, atât pe piețele internaționale, cât și pe plan intern; tendința a fost accentuată în ultimul caz de dependența/vulnerabilitatea excesivă a agriculturii autohtone de condițiile climatice, în lipsa unei infrastructuri de irigații adecvate. Conform datelor furnizate de Ministerul Agriculturii și Dezvoltării Rurale, cele mai afectate culturi au fost cele de porumb și floarea soarelui, produsele prelucrate derivate din acestea înregistrând, de altfel, și cele mai însemnate variații de preț, chiar dacă intensificări ale presiunilor inflaționiste au fost vizibile pe parcursul perioadei analizate pentru toate categoriile de alimente procesate. O influență nefavorabilă

Inflația totală și inflația de bază (CORE)

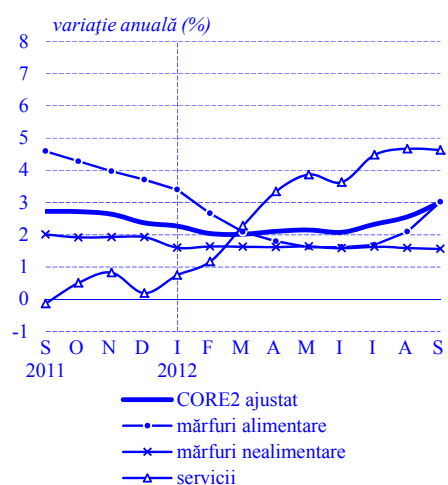


*) produse cu prețuri volatile: legume, fructe, ouă, combustibili

**) se elimină grupele: tutun și băuturi alcoolice

Sursa: INS

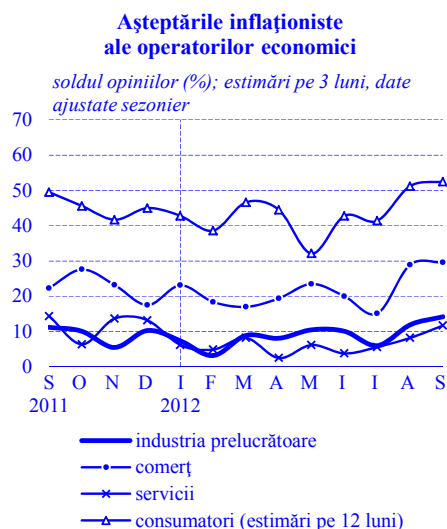
Componentele CORE2 ajustat



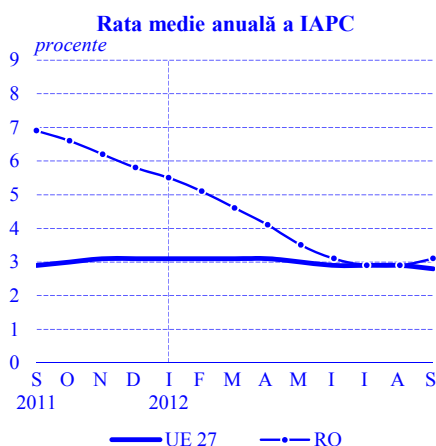
Sursa: INS, calcule BNR

³ Conform Autorității Naționale de Reglementare în Domeniul Energiei, majorarea s-a produs din necesitatea de corelare a costurilor de producție, transport și distribuție cu rata inflației din ultimii doi ani și de respectare a prevederilor din acordul preventiv încheiat între România și FMI.

⁴ Conform calendarului multianual de creștere graduală a nivelului accizelor aplicate produselor din tutun, acciza totală a crescut la 1 iulie de la 76,60 euro/1 000 de țigarete la 79,19 euro/1 000 de țigarete.



Sursa: CE-DG ECFIN



Sursa: Eurostat

suplimentară au exercitat majorările succesive ale prețurilor carburanților, dar și ale cheltuielilor cu utilitățile, însă, cel mai probabil, acestea au determinat și o ajustare a marjelor de profit, în condițiile efectului inhibitor al cererii reduse.

Persistența unui deficit semnificativ al cererii agregate a oferit o contrapondere factorilor cu acțiune inflaționistă și în cazul celorlalte componente ale CORE2 ajustat. Astfel, variațiile de preț consemnate în cazul mărfurilor nealimentare au fost modeste în perioada analizată, chiar dacă presiuni inflaționiste au fost relevate de evoluția costurilor unitare cu forța de muncă și de dinamica prețurilor externe⁵, accentuată de deprecierea monedei naționale în raport cu euro (în medie cu 2,1 la sută în trimestrul III față de cel precedent). Aceasta din urmă constituie, de altfel, principalul factor explicativ pentru tendința ascendentă a componentei „servicii” a CORE2 ajustat, dată fiind ponderea ridicată a serviciilor cu tarife ancorate la cursul de schimb leu/euro.

Pe parcursul perioadei de referință a fost vizibilă o deteriorare a așteptărilor inflaționiste ale agenților economici (atât consumatori, cât și operatori din comerțul cu amănuntul, industria prelucrătoare, servicii, construcții și analiști financiari). Având în vedere modul preponderent adaptiv de formare a anticipărilor, o posibilă explicație pentru această ajustare rezidă în majorările recente ale prețului alimentelor, combustibililor și cursului de schimb.

Din perspectiva criteriului privind rata inflației prevăzut de Tratatul de la Maastricht, ecartul s-a menținut la finalul trimestrului III la 0,1 puncte procentuale, rata medie anuală a IAPC din România oscilând în jurul valorilor minime istorice (3,1 la sută în septembrie). De asemenea, decalajul față de inflația medie din Uniunea Europeană a rămas modest, fiind de 0,2 puncte procentuale.

Proiecția pe termen scurt prezentată în Raportul asupra inflației din luna august a subestimat rata anuală a inflației din luna septembrie cu 1,8 puncte procentuale. Eroarea de prognoză a fost determinată în cea mai mare măsură de creșterile consemnate de prețurile volatile ale produselor alimentare, odată cu manifestarea efectelor adverse ale șocului de ofertă agricolă, la care s-au adăugat ajustări peste așteptări ale prețurilor alimentelor procesate, combustibililor și cursului de schimb.

⁵ Prețurile externe au fost approximate prin prețurile pentru piața externă a producătorilor industriali de bunuri de consum (cu excepția bunurilor alimentare) din UE-15.

II. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

În trimestrul II 2012, PIB real¹ și-a accelerat de aproape 4 ori ritmul anual de creștere (până la 1,1 la sută), rezultat atribuit performanței din perioada curentă – avans cu 0,5 la sută în termeni trimestriali, ritm sensibil mai alert decât cel din primele trei luni ale anului (+0,1 la sută).

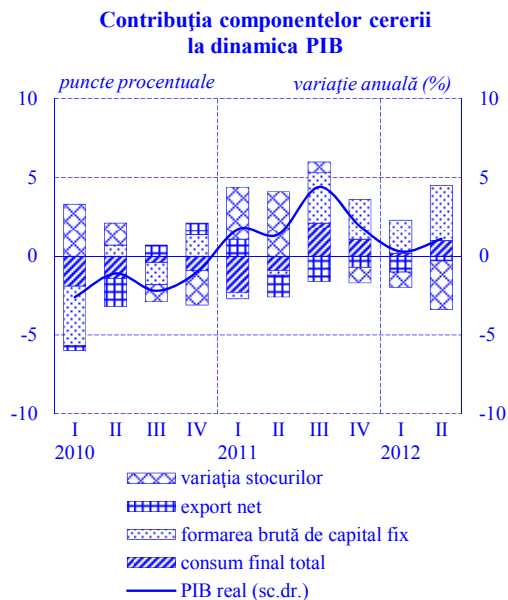
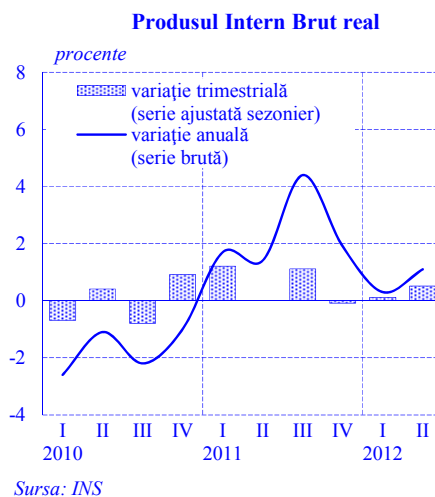
Similar ultimelor patru trimestre, principalele componente ale cererii interne au generat contribuții pozitive la dinamica anuală a PIB real, susținând, totodată, accelerarea acesteia față de trimestrul I – notabilă este mai ales evoluția formării brute de capital fix, care a înregistrat o rată de creștere de 15,5 la sută (cel mai ridicat nivel de la începutul crizei economice), consolidându-și astfel poziția de principal driver al dinamicii PIB. În schimb, cererea externă netă a continuat să influențeze nefavorabil variația anuală a PIB real, contribuția acestui segment reducându-se însă la o treime din cea aferentă primelor trei luni ale anului (până la -0,3 puncte procentuale).

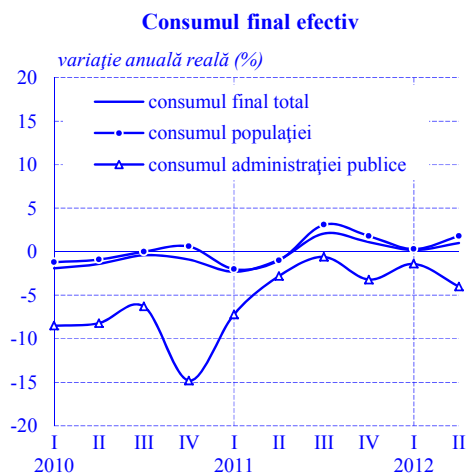
Componentele majore ale cererii interne au susținut și intensificarea creșterii economice în termeni trimestriali, redresarea consumului final (+1,6 la sută) și accelerarea de ritm a formării brute de capital fix (+4,6 la sută) generând o contribuție cumulată de aproape 3 puncte procentuale la dinamica PIB real. Aceasta a fost însă semnificativ erodată de evoluția nefavorabilă a cererii externe nete (-2,2 puncte procentuale, în condițiile în care, în pofida restrângerii volumului exporturilor de bunuri și servicii, importurile au afișat o dinamică pozitivă deloc neglijabilă) și, într-o măsură mai mică, de influența pozițiilor reziduale („variația stocurilor” și „discrepanța statistică”), cu o contribuție de -0,2 puncte procentuale la dinamica PIB real.

1.1. Cererea

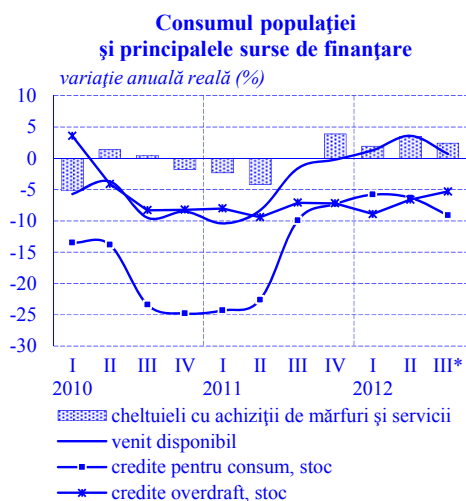
În accelerare considerabilă față de trimestrul I, rata anuală de creștere a consumului final al populației (1,8 la sută) a fost imprimată, în esență, de intensificarea achizițiilor de bunuri și servicii din rețeaua comercială, pe fondul consolidării dinamicii

¹ Analiza evoluției PIB și a componentelor acestuia se bazează pe cea de a doua versiune provizorie a datelor de conturi naționale pentru trimestrul II, publicată de INS pe data de 5 octombrie 2012. În absența unei mențiuni explicite, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum, determinate pe baza seriilor de date neajustate. Evoluțiile curente indică modificări față de trimestrul anterior și sunt calculate prin utilizarea seriilor ajustate sezonier.





Sursa: INS



*) iul.-aug.

Sursa: INS, MFP, calcule BNR

pozitive a venitului disponibil² (cu aproape 4 la sută, avans parțial direcționat către produse de economisire³), dar și al menținerii influenței favorabile exercitate de extinderea rețelei de hiper/supermarketuri, de magazine de tip discount și a magazinelor specializate, concomitent cu promovarea pe scară largă a unor produse mai ieftine, de tipul mărcilor private. De menționat faptul că dinamizarea consumului privat a fost localizată exclusiv pe segmentul bunurilor de uz curent, cererea pentru produse durabile înregistrând o nouă contracție de volum, traiectorie corelată cu cea a stocului creditelor de consum (în medie -3,1 la sută în trimestrul II).

Consumul final guvernamental și-a menținut traiectoria descrescătoare pe care s-a plasat în ultimele 11 trimestre, contracția reală înregistrată în perioada analizată fiind de 4 la sută.

În trimestrul II 2012, bugetul general consolidat a înregistrat un deficit de 3 402 milioane lei⁴ (echivalent cu 0,6 la sută din PIB⁵), nivelul acestuia fiind inferior celui consemnat în perioada similară a anului anterior (6 007 milioane lei⁶, echivalentul a 1 la sută din PIB) și apropiat ca valoare de cel înregistrat în primele trei luni ale anului curent. Continuarea trendului de ameliorare a execuției bugetului consolidat s-a realizat în principal pe seama diminuării ritmului de creștere a cheltuielilor bugetare⁷ (-0,1 la sută, față de 2,3 la sută în trimestrul I 2012), un rol important revenind componentei cu asistența socială (-4,3 la sută) și cheltuielilor de capital (-25,7 la sută). La rândul ei, dinamica veniturilor bugetare a rămas relativ înaltă, dar s-a diminuat ușor comparativ cu primele trei luni ale anului (6 la sută, față de 7,1 la sută), plusuri mai importante de ritm fiind consemnate în perioada analizată de încasările din TVA (9,2 la sută) și de veniturile nefiscale (33,2 la sută).

² Aproximat prin suma dintre veniturile din salarii, transferurile sociale (asigurări sociale de stat, asigurări de șomaj și de sănătate) și fluxurile din exterior sub forma remiterilor din munca în străinătate și a transferurilor curente private de la nerezidenți.

³ Rata anuală de creștere a stocului real de depozite la termen, în lei și în valută, constituite de populație s-a majorat în trimestrul II cu încă 1,6 puncte procentuale, ajungând la 11,4 la sută.

⁴ Datele preliminare publicate de MFP cu privire la nivelul deficitului bugetului general consolidat pentru perioada ianuarie-iunie 2012 relevă respectarea plafonului convenit cu FMI.

⁵ Pentru analiză, au fost folosite datele operative publicate de MFP privind execuția bugetară pe luna iunie 2012; pentru anul 2011 s-a utilizat nivelul PIB publicat de INS.

⁶ Datele aferente execuției bugetare din 2011 au fost recalculat de către MFP pentru a asigura comparabilitatea cu cele din 2012.

⁷ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmurile anuale de creștere exprimate în termeni reali.

Dincolo de aspectul pozitiv reprezentat de faptul că formarea brută de capital fix a rămas componenta cea mai alertă a PIB, elementele din structura acesteia relevă, de asemenea, evoluții cu potențial benefic pentru dezvoltarea economiei pe termen mai lung, și anume:

- (i) creșterea cu 28 la sută a achizițiilor de utilaje (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții), traiectorie însoțită de un apel mai consistent la sursele împrumutate (stocul creditelor cu această destinație s-a majorat în termeni reali cu circa 6 la sută⁸);
- (ii) extinderea cu 15,8 la sută a volumului construcțiilor de obiective noi, preponderent de natura lucrărilor de infrastructură.

În schimb, volumul lucrărilor de reparații capitale a continuat să se restrângă în termeni anuali, declinul acestora atenuându-se totuși substanțial comparativ cu primele trei luni ale anului (până la -1,7 la sută).

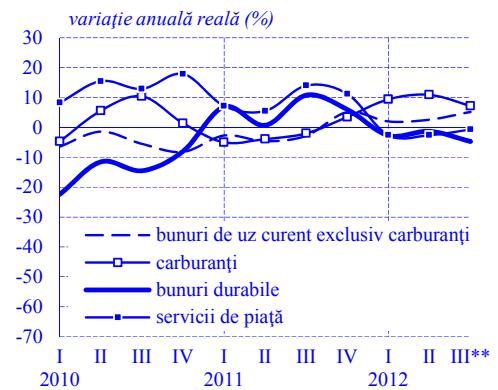
În afara creditului bancar, o contribuție pozitivă la intensificarea acumulărilor de capital fix la nivelul sectorului corporatist a revenit și investițiilor străine directe (adresate cu precădere segmentului nebancar), al căror flux net s-a majorat cu circa 40 la sută (variație a valorii în euro pe ultimele patru trimestre).

În ceea ce privește investițiile de natură rezidențială, datele statistice referitoare la lucrările de construcții de locuințe și la suprafața aferentă autorizațiilor de construire pentru clădiri rezidențiale relevă trenarea activității de profil, tendința fiind confirmată, de altfel, de semnalele din piață, care evidențiază preferința dezvoltatorilor imobiliari pentru realizarea de proiecte pe segmentul comercial și pe cel de birouri. În consecință, avansul înregistrat și în trimestrul II de stocul creditelor pentru locuințe pare să fi avut ca destinație principală achiziționarea de spații deja construite (fie locuite anterior, fie din stocul de apartamente nevândute al unor ansambluri rezidențiale noi).

Aportul consistent pozitiv la creșterea economică (4,4 puncte procentuale) aferent principalelor segmente ale cererii interne (consumul final și formarea brută de capital fix) a fost însă erodat de cel de sens opus al variației stocurilor (-3,1 puncte procentuale). Deși atât avansul modest al activității industriale în semestrul I, cât și pierderile înregistrate la producția de cereale păioase oferă un anumit suport economic pentru acumularea mai lentă de stocuri în trimestrul II 2012, nu poate fi ignorat faptul că această poziție constituie, potrivit metodologiei INS, un element de echilibrare între cele două metode de calcul al PIB (pe categorii de resurse și respectiv de utilizări) și că, în consecință, include o componentă reziduală consistentă.

⁸ Calculele au la bază datele furnizate de Centrala Riscului de Credit.

Achiziții de mărfuri și servicii*

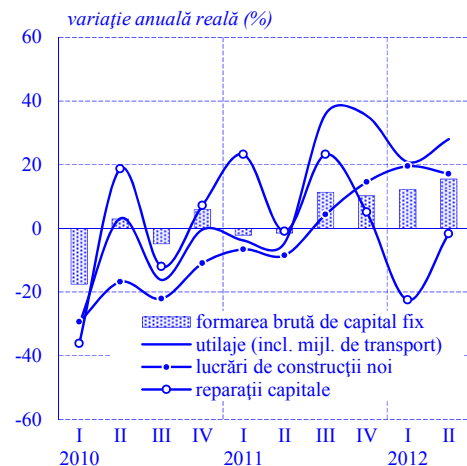


*) pe baza datelor privind volumul cifrei de afaceri în comerț și servicii de piață pentru populație

**) iul.-aug.

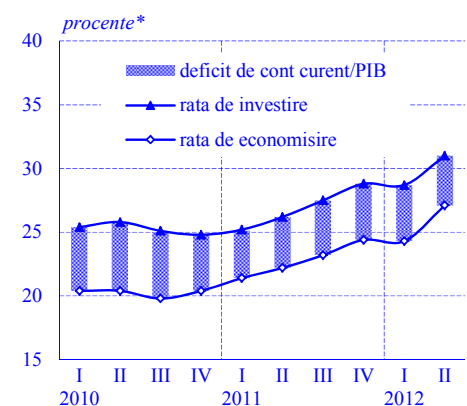
Sursa: INS, calcule BNR

Investiții



Sursa: INS, calcule BNR

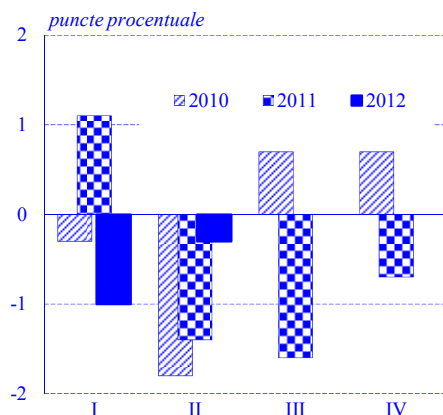
Rata de investire și rata de economisire



*) media ultimelor 4 trimestre

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

Sursa: INS, calcule BNR

Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB

Sursa: INS, calcule BNR

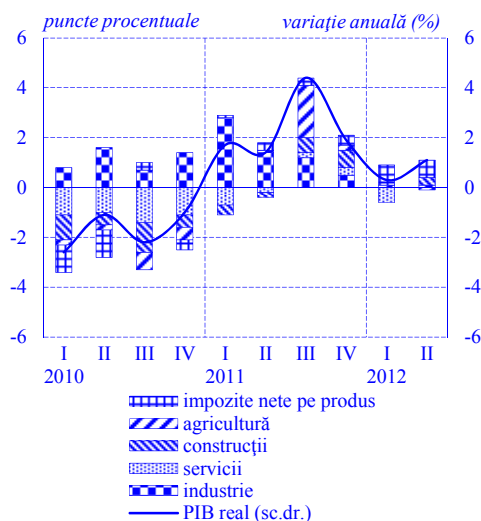
Traectoria descrescătoare consemnată de schimburile comerciale externe în primele trei luni ale anului (sub acțiunea conjugată a încetinerii activității economice în zona euro și a condițiilor climatice adverse) și-a atenuat de peste 4 ori panta (până la -0,5 la sută) în cazul exporturilor și s-a inversat în cazul importurilor (+0,2 la sută). Cu toate acestea, evoluția în termeni anuali a celor două segmente ale cererii externe nete de bunuri și servicii a continuat și în trimestrul II să resimtă întârzierea relansării atât a economiilor principalilor parteneri comerciali⁹, cât și a activității industriale autohtone.

Astfel, volumul exporturilor de bunuri a continuat să scadă în termeni anuali (-1,1 la sută, ritm net inferior, totuși, celui din trimestrul I), evoluția negativă înregistrată pe relația cu zona euro fiind doar parțial compensată de creșterea vânzărilor pe piețele europene non-euro și din afara UE. Din perspectiva structurii pe grupe de mărfuri, ritmuri pozitive s-au înregistrat doar în cazul bunurilor intermediare, volumul fizic al exporturilor diminuându-se în termeni anuali atât pe segmentul bunurilor de consum (exclusiv pe seama livrărilor externe de autovehicule), cât mai ales pe cel al bunurilor de capital¹⁰.

În ceea ce privește importurile de bunuri, ușoara inversare a traiectoriei a fost determinată, în principal, de atenuarea vitezei de scădere a exporturilor (reflectată de traiectoria similară a importurilor de bunuri intermediare), în timp ce toate celelalte categorii de mărfuri (capital, auto, consum) au consemnat performanțe inferioare celor din trimestrul I – contracții de volum (în primele două cazuri) și, respectiv, avans mai lent în cazul bunurilor de consum, acest rezultat asigurându-le totuși consolidarea contribuției la acoperirea cererii, în condițiile în care oferta internă¹¹ a înregistrat o nouă scădere.

1.2. Oferta

La accelerarea ritmului de creștere a PIB real au participat toate sectoarele economice, cu excepția agriculturii, a cărei valoare adăugată brută s-a redus cu 1,6 la sută față de trimestrul II 2011. Cu toate acestea, similar trimestrului anterior, cea mai mare contribuție la dinamica PIB a revenit impozitelor nete pe produs (+0,7 puncte procentuale), factorii determinanți incluzând evoluția favorabilă a sectorului comercial și o anumită îmbunătățire a gradului de colectare a veniturilor fiscale. Merită însă remarcat faptul că ritmul de creștere a impozitelor pe produs a fost mai lent

Contribuția componentelor ofertei la dinamica PIB

Sursa: INS, calcule BNR

⁹ La nivelul zonei euro, PIB real s-a redus cu 0,9 la sută în trimestrul II.

¹⁰ Calcule realizate pe baza datelor din balanța comercială și a seriei indicilor de valori unitare în comerțul internațional, publicată de Eurostat.

¹¹ Estimată prin volumul cifrei de afaceri a producției industriale de bunuri de consum pentru piața internă.

decât nivelurile din cele două trimestre anterioare, care au beneficiat de influența eliminării subvențiilor acordate de la bugetul de stat pentru energia termică.

La nivelul sectoarelor economice, cel mai alert ritm de creștere a valorii adăugate brute s-a înregistrat în construcții (+3,6 la sută), cu aportul dominant al lucrărilor ingineresti (+17,1 la sută).

O contribuție pozitivă la creșterea PIB real, dar de amplitudine inferioară construcțiilor, a revenit și industriei (0,1 puncte procentuale), în condițiile în care VAB și-a inversat traiectoria (+0,3 la sută în trimestrul II față de -0,2 la sută în intervalul ianuarie-martie). Cu toate acestea, nu poate fi ignorat faptul că ritmul de creștere a VAB a rămas considerabil mai lent față de valorile ultimelor zece trimestre (cu excepția trimestrului I 2012, afectat de factori conjuncturali și de un puternic efect de bază). În condițiile în care plusul de ofertă nu s-a regăsit nici pe piața internă de desfacere, nici pe cea externă¹², această evoluție sugerează o acumulare de stocuri în trimestrul II.

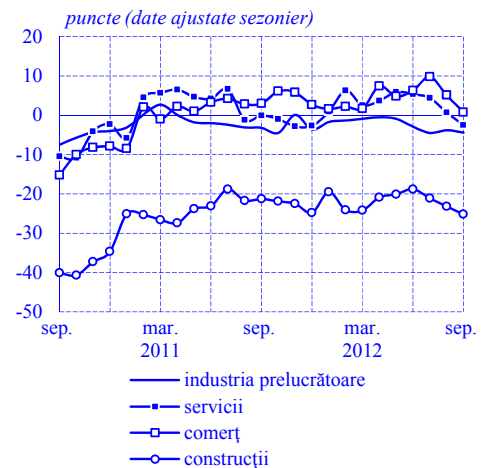
O ușoară ameliorare au consemnat și serviciile (0,1 la sută), cu aportul (modest pozitiv) al activității comerciale și de transport, al serviciilor informatice și de comunicații, precum și al tranzacțiilor imobiliare.

2. Piața muncii

În perioada iunie-august 2012, menținerea cererii de forță de muncă la un nivel moderat a contribuit la temperarea dinamicii numărului de salariați și la majorarea ușoară a ratei șomajului înregistrat. Ritmul anual de creștere a câștigului salarial s-a accelerat, în principal ca urmare a aplicării, în sectorul bugetar, a celei de a doua etape de inversare a reducerii salariale operate în iulie 2010. Din perspectiva costurilor unitare cu forța de muncă, intervalul analizat a consemnat ușoare progrese în direcția restabilirii corelației salarii-productivitatea muncii, dar continuarea acestora rămâne imperativă pentru diminuarea riscurilor la adresa inflației.

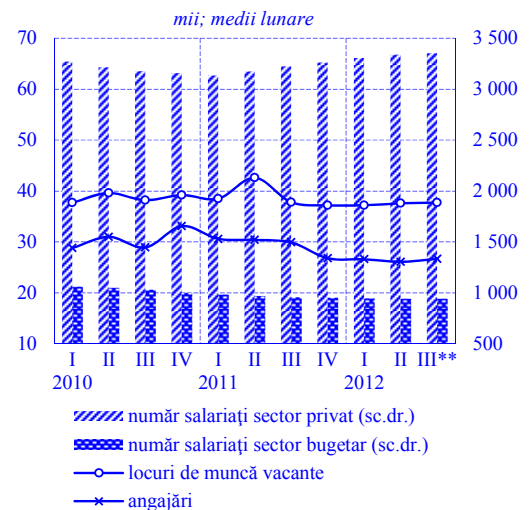
Datele statistice disponibile¹³ sugerează o deteriorare relativă a condițiilor pe piața muncii, pe fondul încetinirii creșterii economice și al incertitudinii ridicate la nivel național și regional. Semnale în acest sens au apărut încă din a doua parte a anului 2011, când numărul locurilor de muncă vacante a scăzut, iar ulterior s-a stabilizat la niveluri inferioare celor din trimestrele

Sectorul corporatist: indicatorii de încredere pentru următoarele 3 luni



Sursa: CE-DG ECFIN

Măsuri ale cererii de forță de muncă*



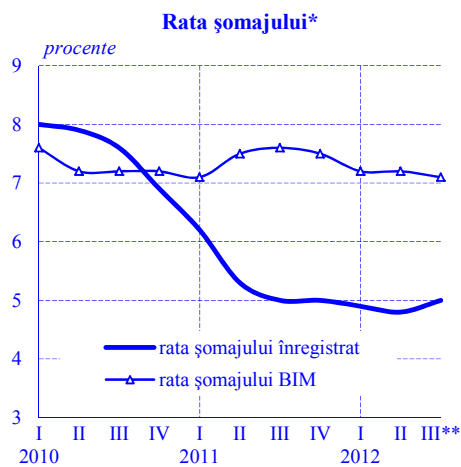
*) date ajustate sezonier

**) iul.-aug.

Sursa: ANOFM, INS, calcule BNR

¹² Volumul cifrei de afaceri a producției industriale a continuat să scadă în termeni anuali – cu 1 la sută în cazul pieței interne și respectiv cu 4,9 la sută în cel al pieței externe.

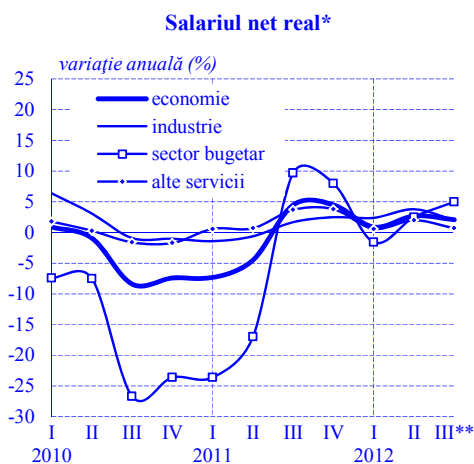
¹³ Ajustate sezonier.



*) date ajustate sezonier

**) iul.-aug.

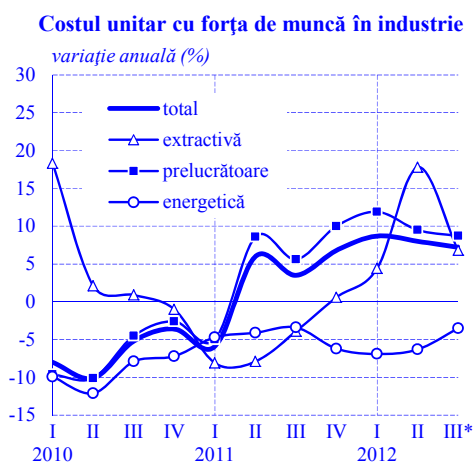
Sursa: INS, calcule BNR



*) deflatat cu IPC

**) iul.-aug.

Sursa: INS, calcule BNR



*) iul.-aug.

Sursa: INS, calcule BNR

precedente. Indiciile privind îngustarea oportunităților de angajare s-au reflectat cu un decalaj în ritmul de creștere a numărului salariaților din sectorul privat, care s-a moderat începând din trimestrul II 2012. În plus, rata șomajului înregistrat și-a inversat tendința descendentă manifestată în intervalul trimestrul III 2010 – trimestrul I 2012, posibile explicații suplimentare constând în concedieri efectuate la nivelul întreprinderilor mici, precum și în rata scăzută de promovare la examenul de bacalaureat. Pe de altă parte, conform estimărilor INS, rata șomajului BIM a scăzut marginal în perioada iulie-august 2012 față de trimestrul II (cu 0,1 puncte procentuale, până la 7,1 la sută), ceea ce ar putea sugera extinderea raporturilor de muncă informale, ca reacție a companiilor de reducere a costurilor în contextul mai puțin favorabil. De altfel, sondajul realizat de DG-ECFIN/INS indică înrăutățirea perspectivelor în ceea ce privește gradul de ocupare, în special în luna august, când încrederea în economie a operatorilor a fost afectată și de instabilitatea politică.

Creșterea anuală a câștigului salarial mediu net pe economie a depășit 5 la sută începând cu luna iunie 2012, pe seama inversării parțiale a scăderii aplicate în sectorul bugetar în anul 2010. În sectorul privat, dinamica anuală a salariului net s-a situat la 4,7 la sută în perioada iulie-august (față de 4,6 la sută în trimestrul II 2012), fiind susținută îndeosebi de majorările înregistrate în unele ramuri industriale¹⁴, în comerț și în servicii administrative și de suport.

În trimestrul II 2012, ritmul anual aferent câștigului salarial brut pe ansamblul economiei a contribuit, alături de trenarea productivității muncii, la menținerea dinamicii costurilor unitare cu forța de muncă în teritoriu pozitiv, înregistrându-se însă o ușoară ameliorare comparativ cu intervalul anterior. În industrie, această evoluție¹⁵ a continuat în perioada iulie-august (7,2 la sută față de 8 la sută în trimestrul II 2012). Dezechilibre semnificative în relația salarii-productivitate persistă în industria ușoară, industria farmaceutică și de prelucrare a maselor plastice, o relativă diminuare a acestora fiind remarcată însă în fabricarea produselor electronice și în industria auto. Întârzierea aplicării de către companii a unor măsuri ferme de ajustare a acestor costuri ar putea fi explicată prin încercarea de a menține forța de muncă existentă în perspectiva unei redresări a cererii (și a evita astfel eventuale cheltuieli ulterioare cu recrutarea), precum și prin suportul pe care evoluția cursului de schimb al monedei naționale l-a oferit în această perioadă competitivității externe.

¹⁴ Industria extractivă, cea a tutunului, prelucrarea cauciucului, mașini și echipamente, fabricarea produselor electronice, industria mobilei.

¹⁵ Pe baza indicelui productivității muncii calculat de INS.

Pe partea cererii, dinamica anuală a venitului disponibil real s-a atenuat (0,7 la sută în intervalul iulie-august, comparativ cu 3,6 la sută în trimestrul II), sugerând în continuare absența pe termen scurt a unor riscuri la adresa inflației.

3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul II 2012, presiunile inflaționiste din partea prețurilor externe, precum și a celor de producție interne au continuat să se reducă, sub influența deficitului de cerere persistent atât la nivel global, cât și pe plan intern și în absența presiunilor pe piețele principalelor materii prime. Pentru trimestrul următor este previzibilă însă o inversare de trend, sub acțiunea conjugată a creșterii prețurilor materiilor prime energetice și agricole, a deteriorării poziției monedei naționale în raport cu principalele valute, precum și a unor noi majorări ale tarifelor la utilități.

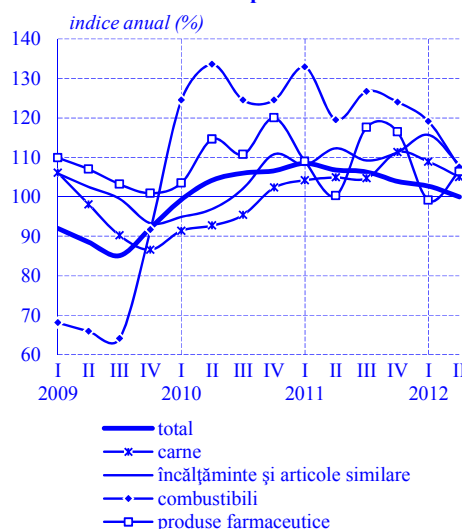
În perioada aprilie-iunie 2012, înrăutățirea perspectivelor de creștere economică la nivel mondial a condus la continuarea traiectoriei descendente a indicelui anual al valorii unitare a importurilor până la 100 la sută (-2,7 puncte procentuale față de trimestrul anterior); o influență de sens contrar a fost exercitată însă de accelerarea deprecierii monedei naționale față de principalele valute.

Dinamici anuale în scădere s-au consemnat în cazul majorității bunurilor importate cu pondere în coșul de consum, excepție făcând produsele farmaceutice și cele vegetale (în acest ultim caz, atenuarea variațiilor anuale negative a fost determinată de deteriorarea previziunilor privind producția agricolă a anului 2012 la nivel mondial).

Scăderi ale indicilor valorii unitare a importurilor s-au înregistrat, de asemenea, pentru produse energetice și metale, cererea redusă reprezentând principalul factor explicativ pentru relaxarea piețelor internaționale de profil; o contribuție suplimentară la reluarea traiectoriei descendente a cotațiilor petrolului a revenit nivelului confortabil al stocurilor.

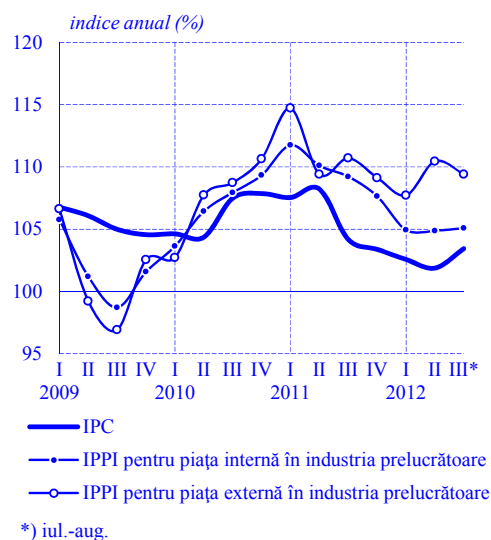
În trimestrul II 2012, rata anuală de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă s-a redus marginal (0,4 puncte procentuale până la 4,9 la sută), în condițiile în care influența scăderii prețurilor externe ale materiilor prime și menținerea unei dinamici anuale negative a volumului vânzărilor¹⁶ au fost contrabalansate de deprecierea leului. Acțiunile acestor factori s-au anulat reciproc în cazul prețurilor de producție ale bunurilor

Principalele surse de presiune la nivelul valorii unitare a importurilor



Sursa: INS, calcule BNR

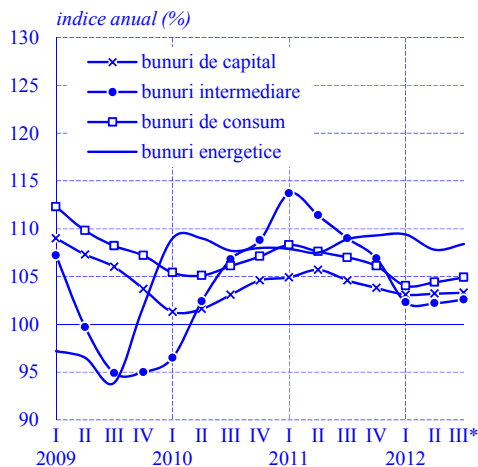
Prețurile producției industriale și de consum



*) iul.-aug.

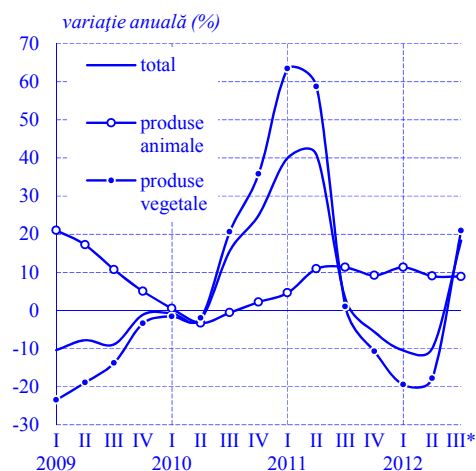
Sursa: INS

¹⁶ Pe baza evoluției volumului cifrei de afaceri în industria prelucrătoare pentru piața internă.

Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale

*) iul.-aug.

Sursa: INS

Prețurile producției agricole

*) iul.-aug.

Sursa: INS

intermediare și de capital, ale căror dinamici anuale au rămas practic nemodificate.

O diminuare semnificativă de ritm s-a consemnat doar în cazul bunurilor energetice (-1,6 puncte procentuale, până la 7,8 la sută), în principal ca urmare a manifestării unor efecte de bază favorabile în ramura de producere a energiei electrice și termice și în cea de prelucrare a țițeiului, dar și pe fondul scăderii însemnate a cotațiilor țițeiului.

Prețurile bunurilor de consum și-au întrerupt tendința descendentă descrisă în ultimele trimestre, îndeosebi pe seama grupeii bunurilor de folosință îndelungată, asociată evoluțiilor din industria mobilei, un posibil factor de influență fiind orientarea producătorilor importanți din acest sector către fabricarea de produse personalizate cu valoare adăugată mare, pe fondul modificării preferințelor consumatorilor. În cazul bunurilor de uz curent, creșterea marginală a ritmului anual a fost determinată de evoluțiile din industria tutunului – asociată unui efect de bază – și din cea farmaceutică – ca efect al implementării taxei *clawback*.

Din perspectiva prețurilor agricole, în trimestrul II 2012 dinamica anuală a rămas negativă (-10 la sută), în principal datorită evoluției prețurilor produselor vegetale (-17,8 la sută). Restrângerea severă a producției vegetale interne pe fondul secetei va genera însă presiuni semnificative asupra prețurilor pe acest segment pe parcursul trimestrului III.

În cazul produselor animale, reducerea ratei anuale de creștere (până la 9 la sută) a fost susținută în principal de scăderea prețului la carnea de pasăre – posibil în asociere cu majorarea ofertei autohtone¹⁷. Tensiuni în creștere au fost însă vizibile pe segmentul cărnii de porc, pe seama cererii favorabile, dar și a reducerii efectivului de animale (atât la nivel național, cât și european).

În trimestrul III 2012, reapariția presiunilor pe piețele externe ale materiilor prime (creșterea prețului țițeiului – pe fondul tensiunilor geopolitice din Orientul Mijlociu și al reducerii producției în Marea Nordului – și majorarea cotațiilor cerealelor), dublate de accentuarea tendinței de depreciere a monedei naționale, este posibil să determine reluarea trendului ascendent al prețurilor de import. Suplimentar, producătorii interni au fost afectați și de majorarea costurilor cu utilitățile. Astfel, în contextul liberalizării pieței energiei, prețul la electricitate s-a majorat cu 8,2 la sută în două tranșe (iulie și septembrie), iar gazele naturale s-au scumpit cu 10 la sută începând cu jumătatea lunii septembrie. În același sens au acționat intrarea în insolvență a Hidroelectrica și

¹⁷ Extinderea capacității de producție a unui operator important (Transavia).

renegocierea contractelor bilaterale la prețuri mai mari și pentru volume mai reduse.

Toți acești factori sunt de natură să determine schimbarea traiectoriei dinamicii prețurilor de producție; influența lor fiind deja vizibilă în luna august, care a consemnat accelerări de dinamică la majoritatea grupelor de bunuri. O excepție notabilă o constituie sectorul metalurgic, unde dinamica anuală a devenit negativă în perioada iulie-august 2012, pe fondul lipsei de dinamism a cererii – unii operatori recurgând la restrângerea capacităților de producție pentru a contracara acumularea de presiuni pe costuri.

De asemenea, efectele negative ale secetei din acest an asupra producției agricole se vor reflecta în creșteri de preț pe întregul lanț de producție.

III. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

În trimestrul III 2012, BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,25 la sută și a păstrat nivelurile în vigoare ale ratelor RMO aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit¹. Prezervarea conduitei prudente a politicii monetare, vizând ancorarea fermă a anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, a fost motivată de creșterea în acest interval a volatilității cursului de schimb al leului și a dinamicii prețurilor volatile ale produselor alimentare, de natură să exercite efecte adverse asupra evoluției curente și a perspectivei pe termen scurt a inflației.

Prezervarea nivelului de 5,25 la sută al ratei dobânzii de politică monetară în ședința din 2 august 2012 a fost decisă de Consiliul de administrație al BNR în condițiile în care perspectiva menținerii ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație din jurul punctului central al țintei de inflație – reconfirmată de prognoza actualizată a evoluțiilor pe termen mediu – s-a relevat a fi marcată pe termen scurt de o accentuare sensibilă a riscurilor asimetrice asociate. Aceasta decurgea în principal din posibila sporire a aversiunii globale față de risc în contextul crizei datoriilor suverane, care, suprapusă unei eventuale prelungiri a tensiunilor politice interne, putea antrena ieșiri nete suplimentare de capital, implicit amplificarea volatilității cursului de schimb al leului. Un alt resort al înrăutățirii balanței riscurilor la adresa perspectivei pe termen scurt a inflației îl constituia posibila creștere mai amplă a prețurilor internaționale ale unor materii prime agricole, coroborată cu o eventuală pierdere peste așteptări provocată producției agricole interne de seceta prelungită din acest an, de natură să exercite un impact advers consistent asupra prețurilor interne ale alimentelor.

În același timp, însă, intensitatea semnificativă a presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată – anticipată a fi chiar în creștere în condițiile relativei încetiniri a ritmului previzionat al redresării economiei în următoarele trimestre – era de natură să atenueze sensibil potențialul efect nefavorabil exercitat asupra anticipațiilor inflaționiste, în principal a celor pe orizonturi mai îndepărtate de timp, de o eventuală materializare a acestor riscuri. În plus, balanța riscurilor la adresa perspectivei creșterii economice continua să fie dominată de riscurile unei încetiniri mai

¹ De 15, respectiv 20 la sută.

severe a redresării economiei românești, în condițiile potențialei prelungiri a recesiunii zonei euro.

Materializarea, cel puțin parțială, în următoarele luni a riscului privind creșterea prețurilor interne și internaționale ale produselor agroalimentare, alături de deprecierea acumulată de leu în raport cu principalele monede, și de manifestarea unui efect statistic de bază – anticipat în prognozele BNR a exercita o influență tranzitorie –, au avut drept consecință accelerarea semnificativă a inflației². Totodată, evaluările ulterioare au relevat o deteriorare a perspectivei pe termen scurt a inflației, pe fondul continuării acțiunii unora dintre acești factori, dar și menținerea valorilor ridicate ale deficitului de cerere agregată și a intensității presiunilor dezinflaționiste ale acestuia. În acest context, în ședința din 27 septembrie 2012, Consiliul de administrație al BNR a decis să prelungească *status-quo*-ul ratei dobânzii de politică monetară și al ratelor RMO aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit, un argument suplimentar în favoarea prezervării conduitei prudente a politicii monetare constituindu-l persistența riscurilor la adresa comportamentului cursului de schimb al leului induse de volatilitatea ridicată a aversiunii globale față de risc, precum și de incertitudinile privind evoluțiile interne asociate anului electoral.

Principalele premise și indicii ale foarte probabilei încetiniri a creșterii economice în a doua parte a anului – inclusiv în raport cu previziunile anterioare –, de natură să inducă chiar o adâncire pe termen scurt a *gap*-ului negativ al PIB, le constituiau noua revizuire în sens descendent a prognozelor BCE privind creșterea economică în zona euro, precum și evoluțiile preponderent nefavorabile consemnate în prima lună a trimestrului III de indicatori relevanți ai comportamentului cererii interne; acestora li se asociau scăderea, în primele două luni ale aceluiași trimestru, a dinamicii anuale a creditului acordat sectorului privat, precum și menținerea robusteții cererii de bani în scopul economisirii.

Rata de creștere anuală medie³ a creditului acordat sectorului privat a coborât în perioada iulie-august 2012 la doar 2,9 la sută (față de 6,5 la sută în trimestrul II 2012), mișcarea fiind imprimată cu precădere de diminuarea dinamicii componentei în valută (1,0 la sută, față de 4,1 la sută în trimestrul II 2012, pe baza valorilor exprimate în euro); la rândul ei, variația împrumuturilor în lei a scăzut (0,7 la sută, comparativ cu 1,6 la sută în precedentele trei luni). Evoluțiile consemnate la nivelul principalelor categorii de clienți s-au corelat într-o anumită măsură cu rezultatele ediției

² Rata anuală a inflației a crescut în lunile iulie și august la 3,0, respectiv 3,88 la sută, de la 2,04 la sută în luna iunie.

³ În absența altor mențiuni, indicatorii sunt calculați ca variații anuale exprimate în termeni reali.

din luna august 2012 a Sondajului BNR privind creditarea populației și a companiilor nefinanciare, potrivit cărora băncile anticipau pentru trimestrul III al anului curent o înăsprire a standardelor de creditare pe segmentul societăților nefinanciare, precum și o stagnare a cererii de credite a acestor entități și a cererii de împrumuturi de consum, acompaniate de o diminuare a cererii de credite ipotecare. Astfel, dinamica anuală a creditelor în lei acordate societăților nefinanciare s-a redus ușor (de la 6,9 la sută în trimestrul II la 6,6 la sută), o scădere mai însemnată consemnând ritmul de creștere a creditelor în valută acordate acestor entități (1,4 la sută, față de 5,7 la sută, pe baza valorilor exprimate în euro); în cadrul celor din urmă, cele mai afectate componente au fost cele pe termen scurt și mediu⁴. Și creditele în lei acordate populației au consemnat o pierdere de dinamică (-6,2 la sută, comparativ cu -4,5 la sută în trimestrul II), în condițiile în care accentuarea valorilor negative ale variației componente în monedă națională destinate consumului a fost doar parțial contrabalansată de prelungirea trendului de creștere a dinamicii componente similare destinate achiziționării de locuințe; o scădere sensibilă a consemnat și variația anuală a creditelor în valută acordate populației (0,5 la sută, față de 2,5 la sută în trimestrul II), evoluțiile continuând să reflecte, cel mai probabil, impactul implementării noilor cerințe ale Regulamentului BNR nr. 24/2011 privind creditele destinate persoanelor fizice.

În schimb, dinamica medie anuală a depozitelor la termen ale populației (inclusiv a celor cu scadența de peste doi ani, care nu sunt incluse în masa monetară) a rămas înaltă în perioada iulie-august 2012 (9,4 la sută – valoare comparabilă cu cea din primele trei luni ale anului), cu toate că s-a situat la un nivel inferior celui din trimestrul II (12,0 la sută). Pierderea de dinamică nu poate fi considerată însă un indiciu al diminuării robusteții cererii de bani în scopul economisirii, în condițiile în care ponderea medie a depozitelor la termen în totalul depozitelor populației a rămas aproape neschimbată, iar evoluția s-a asociat relativei prelungiri a interesului ridicat al populației pentru alte plasamente financiare (în principal titluri de stat). Perioada analizată s-a caracterizat însă și printr-o relativă accentuare a preferinței pentru plasamentele în valută, ca efect conjugat al relativei accentuări a deprecierei leului și al majorării veniturilor din străinătate.

Pe parcursul trimestrului, gestionarea adecvată a lichidității de către BNR a continuat să se realizeze prin adaptarea acestora la particularitățile condițiilor lichidității din sistemul bancar și la cele de funcționare a diferitelor segmente ale pieței financiare interne.

⁴ În schimb, dinamica anuală medie a împrumuturilor acordate instituțiilor financiare nemonetare s-a majorat ușor (3,6 la sută în perioada iulie-august, comparativ cu 3,2 la sută în trimestrul II); ponderea acestor împrumuturi în totalul creditelor acordate companiilor a rămas însă redusă (circa 2 la sută).

Poziția netă a lichidității sistemului bancar și-a menținut nivelul negativ relativ ridicat. În acest interval, banca centrală a continuat să furnizeze în mod regulat lichiditate prin intermediul operațiunilor *repo* săptămânale, în cadrul cărora ofertele băncilor au fost acceptate integral; în luna august 2012, ca reacție la amplificarea presiunilor exercitate asupra cursului de schimb al leului, BNR a crescut fermitatea controlului asupra lichidității, plafonând temporar volumul licitațiilor *repo* 1W săptămânale⁵.

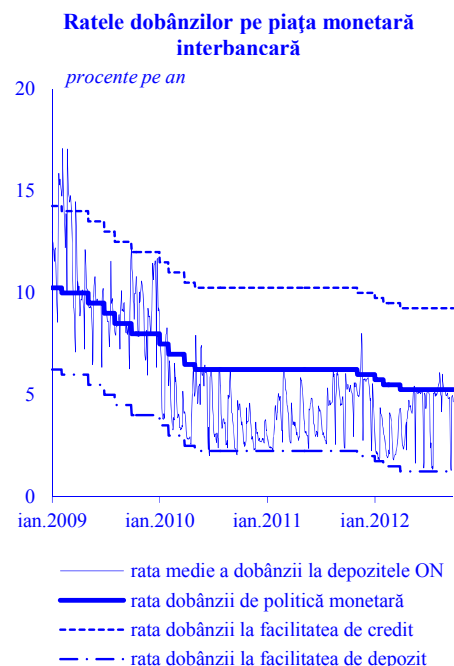
2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu al pieței monetare interbancare a consemnat o creștere în luna august, mișcarea – preluată și de ratele medii ale dobânzilor la creditele noi și depozitele noi la termen – fiind succedată în septembrie de o corecție parțială. Volatilitatea cursului de schimb leu/euro s-a amplificat sensibil în trimestrul III, sub influența fluctuațiilor aversiunii globale față de risc, suprapusă acțiunii unor factori de proveniență internă. Masa monetară și-a redus dinamica anuală, în condițiile diminuării ritmului de creștere a creditului acordat sectorului privat și a variației activelor externe nete.

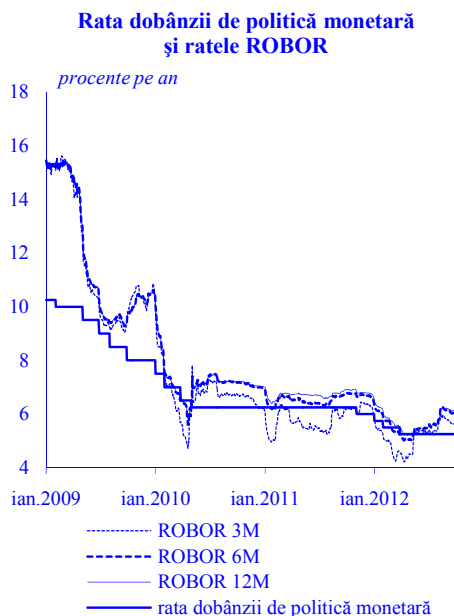
2.1. Ratele dobânzilor

Pe parcursul trimestrului III, randamentele pieței monetare interbancare au evoluat în general în apropierea ratei dobânzii de politică monetară, menținându-se pe palierul relativ mai înalt pe care s-au poziționat în luna mai. Ca urmare, media lor trimestrială a înregistrat o nouă creștere (+0,6 puncte procentuale), atingând nivelul de 4,6 la sută.

În prima parte a trimestrului, ratele dobânzilor ON ale depozitelor interbancare au consemnat singura distanțare mai semnificativă de nivelul ratei dobânzii cheie a băncii centrale. Astfel, pe fondul unei relaxări cu caracter tranzitoriu a condițiilor lichidității, aceste randamente au înregistrat în a doua jumătate a lunii iulie o scădere ușor mai amplă/mai prelungită comparativ cu cele din precedentele două luni. Ulterior, ca efect al creșterii restrictivității condițiilor lichidității – datorată inclusiv plafonării temporare de către BNR a volumului operațiunilor *repo* 1W în cadrul licitațiilor săptămânale desfășurate în luna august –, ratele dobânzilor pe termen foarte scurt s-au majorat, pentru ca apoi să oscileze la valori medii zilnice situate în jurul ratei dobânzii de politică monetară; în ultima lună a trimestrului, reluarea de către BNR a procedurii alocării integrale a ofertelor la licitațiile *repo* săptămânale a avut ca efect o ușoară coborâre a respectivelor randamente.

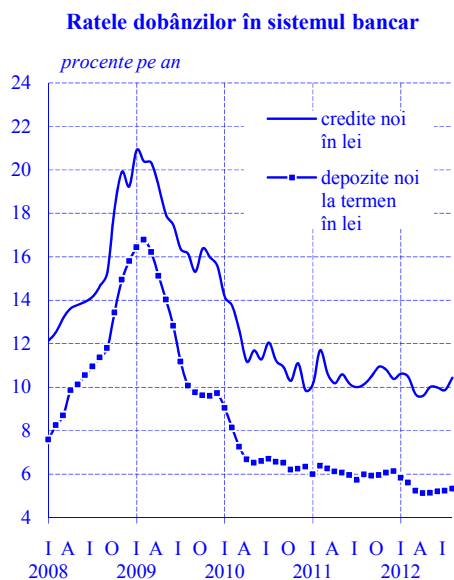


⁵ Sumele anunțate în cadrul acestor operațiuni au fost reduse treptat de la 6 miliarde lei la 4 miliarde lei.



La rândul lor, cotațiile ROBOR (1M-12M) au fost în linii mari stabile pe parcursul primei luni a trimestrului, pentru ca în prima jumătate a lunii august acestea să crească relativ accentuat, distanțându-se astfel de rata dobânzii de politică monetară, în principal ca efect al modificării anticipațiilor instituțiilor de credit privind evoluția condițiilor lichidității. Ulterior, randamentele aferente întregului spectru de scadențe au înregistrat o corecție descendentă, succedată de o stabilizare spre finele lunii septembrie. În consecință, valorile medii ale cotațiilor ROBOR din luna septembrie au urcat cu aproximativ 0,4 puncte procentuale față de cele din ultima lună a trimestrului anterior în cazul maturității de 3 luni (la 5,72 la sută) și cu 0,6-0,7 puncte procentuale în cazul scadențelor de 6 luni și 12 luni (la 6,09 la sută, respectiv 6,16 la sută).

Pe piața primară a titlurilor de stat, randamentele maxime acceptate și-au prelungit până la jumătatea lunii septembrie trendul ascendent pe care s-au înscris în luna mai, reîncepând apoi să se reducă. Scăderea nu a fost reflectată însă de randamentul mediu lunar, care a continuat să crească în luna septembrie, pe fondul sporirii greutatei relative a emisiunilor de obligațiuni. Evoluția a fost însoțită și de majorarea volumului de titluri puse în circulație de MFP, acesta crescând în ultima lună a trimestrului la 137 la sută din volumul anunțat, față de 70, respectiv 56 la sută în iulie, respectiv august⁶. Totodată, la începutul lunii septembrie, MFP a atras de pe piața externă 750 milioane euro la un randament de 5,1 la sută, în urma unei emisiuni de obligațiuni de stat denuminate în euro cu maturitate de 6 ani⁷.



Pe piața secundară a titlurilor de stat, volumul trimestrial al tranzacțiilor a fost inferior celui înregistrat în trimestrul II, în principal datorită diminuării volumului operațiunilor ireversibile. Cotațiile de referință ale titlurilor de stat⁸ au avut o evoluție relativ similară randamentelor de pe piața primară, reintrând pe o tendință descendentă la mijlocul lunii septembrie; nivelul mediu lunar al cotațiilor a continuat însă să îl devanseze pe cel din ultima lună a trimestrului II.

Urmând tendința cotațiilor interbancare, ratele medii ale dobânzilor la depozitele noi la termen și la creditele noi au crescut la rândul lor în perioada iunie-august 2012 (+0,19 puncte procentuale, până la 5,32 la sută, respectiv +0,42 puncte procentuale, până la 10,43 la sută). Evoluțiile au fost omogene ca sens doar în cazul creditelor noi, unde rata medie a dobânzii s-a majorat cu 0,41 puncte procentuale (până la 11,63 la sută) pe segmentul

⁶ În august, titlurile emise au fost reprezentate exclusiv de certificate de trezorerie cu scadența de 8 luni și de un an.

⁷ Emisiunea a reprezentat o redeschidere a celei efectuate în anul 2008, cu scadența în 2018.

⁸ Calculate ca medie a cotațiilor bid și ask.

populației și cu 0,54 puncte procentuale (până la 9,88 la sută) pe cel al societăților nefinanciare⁹. Depozitele la termen ale celor din urmă au fost la rândul lor bonificate cu un randament mediu superior celui din luna mai 2012 (+0,34 puncte procentuale, până la 5,15 la sută); în schimb, rata medie a dobânzii aferente plasamentelor similare ale populației s-a situat la un nivel ușor inferior celui atins în urmă cu trei luni (-0,09 puncte procentuale, până la 5,58 la sută).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Pe parcursul trimestrului III, amplitudinea variațiilor cursului de schimb leu/euro, precum și frecvența schimbărilor de traiectorie a acestuia au crescut, sub impactul conjugat al oscilațiilor aversiunii globale față de risc și al modificărilor de percepție a investitorilor asupra riscului asociat economiei și pieței financiare locale.

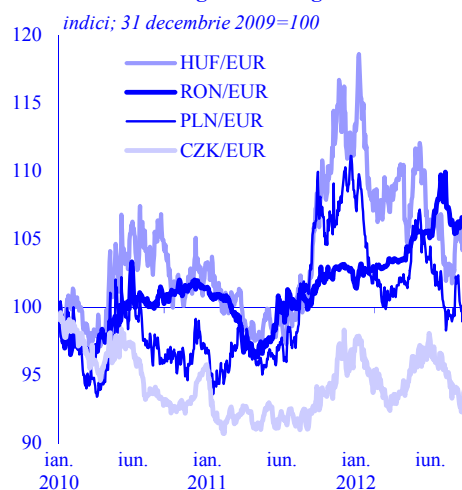
Astfel, în luna iulie, cursul de schimb leu/euro a consemnat o creștere abruptă – atingând maxime istorice succesive¹⁰ –, traiectoria sa contrastând cu trendul cvasigeneral de întărire consemnat de monedele altor state din regiune. Evoluția a fost rezultanta efectelor adverse exercitate de mediul extern – marcat de persistența aversiunii ridicate față de risc a investitorilor, în condițiile prelungirii crizei datoriilor suverane și a problemelor sectorului financiar din unele țări ale zonei euro, precum și a riscului contagiunii asociat acestora –, care au fost amplificate în acest interval de accentuarea tensiunilor politice interne. Relativa deteriorare a percepției investitorilor asupra riscului asociat pieței financiare locale a mai fost alimentată de înrăutățirea la negativ la finele lunii iunie a perspectivei rating-ului suveran al României de către agenția Moody's, precum și de revizuirea în sens descrescător a proiecției de creștere economică a BERD atât pentru anul 2012, cât și pentru anul 2013. În aceste condiții, rulajul pieței valutare interbancare a consemnat al doilea vârf lunar din acest an, inclusiv în contextul scăderii semnificative a volumului de titluri de stat denuminate în lei deținute de nerezidenți.

Creșterea cursului de schimb leu/euro s-a corectat însă aproape integral în luna următoare, mișcarea coborâtore a acestuia fiind susținută de un cumul de factori externi și interni care au inclus: (i) relativa ameliorare a sentimentului pieței financiare internaționale, determinată de așteptările privind reluarea injecțiilor de lichiditate de către Fed și BCE; (ii) semnalul pozitiv dat de declarația comună FMI/CE/BM la încheierea misiunii periodice de evaluare a programului economic atașat acordului convenit cu autoritățile române; (iii) evoluția relativ favorabilă în raport cu

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2011 8 luni	2012 8 luni
Contul financiar	3 709	1 045
Investiții directe	647	906
- rezidenți în străinătate	40	-36
- nerezidenți în România	607	941
Investiții de portofoliu și derivate financiare	2 744	307
- rezidenți în străinătate	-53	-218
- nerezidenți în România	2797	526
Alte investiții de capital	1 236	-2 428
- credite și împrumuturi de la FMI	908	-667
- investiții pe termen mediu și lung	456	290
- investiții pe termen scurt	347	-446
- numerar și depozite pe termen scurt	-663	-1 742
- altele	189	138
Active de rezervă ale BNR (net)	-919	2 260
(„-” creștere/„+”scădere)		

Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune

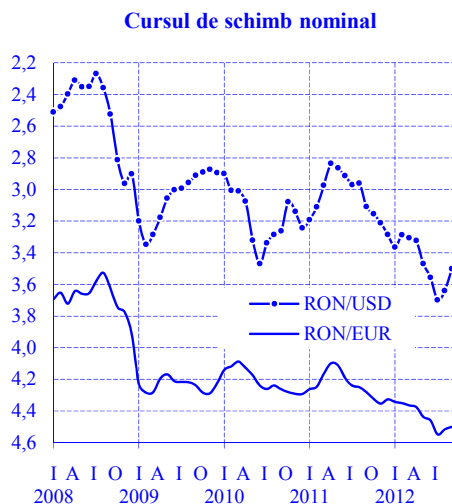


Sursa: BNR, BCE

⁹ În principal ca urmare a creșterii mai ample survenite la nivelul împrumuturilor noi cu valoare mai mică decât echivalentul a 1 milion euro.

¹⁰ Deprecierea lunară a leului a fost cea mai amplă din ultimele 13 luni (1,9 la sută), iar volatilitatea ratei de schimb leu/euro a atins maximul ultimelor 12 luni.

așteptările analiștilor a unor indicatori economici publicați în acest interval; (iv) menținerea conduitei prudente a politicii monetare, precum și (v) atenuarea tensiunilor politice interne în ultima decadă a lunii. Pe acest fond, rulajul pieței valutare interbancare, dar și cererea netă de devize a nerezidenților s-au diminuat; soldul tranzacțiilor derulate de rezidenți, persoane juridice, a redevenit însă negativ, condiții în care ritmul de întărire a monedei naționale în raport cu euro (0,7 la sută) a fost inferior celui consemnat de principalele monede din regiune (2,6 la sută forintul, 2,2 la sută zlotul și 1,7 la sută coroana cehă).



Pe parcursul lunii septembrie, leul a manifestat din nou o ușoară tendință de depreciere, în condițiile persistenței unor anticipații insuficient ameliorate privind perspectiva pe termen scurt a cursului de schimb, alimentate cel mai probabil de incertitudinile crescute asociate alegerilor parlamentare. Tendința a fost într-o oarecare măsură atenuată de îmbunătățirea semnificativă a sentimentului pieței internaționale, ca efect al deciziilor adoptate de BCE/Fed/Banca Angliei¹¹, astfel încât și în acest interval moneda națională a consemnat o ușoară apreciere nominală în raport cu euro.

Prin urmare, pe ansamblul trimestrului, pierderea de valoare consemnată de leu în raport cu euro s-a redus în comparație cu trimestrul anterior (la 0,9 la sută față de 2,1 la sută); în termeni reali, moneda națională s-a apreciat cu 1,3 la sută (comparativ cu o depreciere de 1,9 la sută în trimestrul II). În raport cu dolarul SUA, în condițiile relativei scăderi a valorii acestuia pe piețele internaționale, leul s-a apreciat cu 1,5 la sută în termeni nominali și cu 3,6 la sută în termeni reali. Totodată, din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul III, moneda națională și-a diminuat atât deprecierea nominală, cât și pe cea reală în raport cu ambele monede.

Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

	variație procentuală în termeni reali					
	2011		2012			
	III	IV	I	II	iul.	aug.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	1,6	3,0	6,8	8,3	5,2	3,2
M1	-1,3	2,3	5,9	8,5	5,5	3,9
Numerar în circulație	3,1	7,9	13,1	15,7	12,1	10,2
Depozite overnight	-3,5	-0,5	2,3	4,8	2,1	0,5
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	2,3	2,7	7,7	10,2	9,0	6,9

Sursa: INS, BNR

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În intervalul iunie-august 2012, ritmul de creștere a masei monetare¹² (M3) și-a întrerupt traiectoria ascendentă pe care s-a înscris în anul precedent (4,9 la sută, față de 8,7 la sută în perioada martie-mai 2012), evoluția reflectând influențele exercitate de:

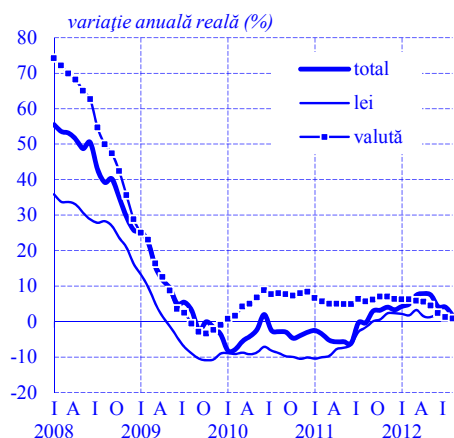
¹¹ BCE a stabilit cadrul de derulare a tranzacțiilor definitive ale Eurosistemului pe piața secundară a obligațiunilor suverane (OMT), Fed a anunțat efectuarea unei noi runde de cumpărări de obligațiuni garantate cu credite ipotecare emise de agențiile guvernamentale de profil (QE3), iar Banca Angliei a decis continuarea programului de achiziții de obligațiuni guvernamentale, în sumă de 375 miliarde lire sterline.

¹² În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada iunie-iulie 2012.

variației creditului net al administrației publice centrale, precum și de cel al încetinerii dinamicii pasivelor financiare pe termen lung (pe seama conturilor de capital).

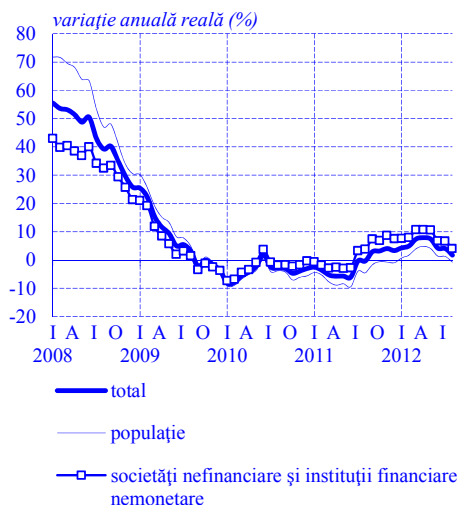
Creditul

Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR

Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Sursa: INS, BNR

În intervalul iunie-august 2012, ritmul de creștere¹⁹ a creditului acordat sectorului privat a consemnat o scădere (3,3 la sută, față de 7,6 la sută în perioada martie-mai), la care a contribuit cu precădere accentuarea declinului dinamicii componentei în valută (exprimată în euro), căreia i s-a asociat și o ușoară diminuare a ritmului de creștere a componentei în lei; un efect similar ca sens a exercitat și atenuarea efectului statistic al deprecierii în termeni anuali a monedei naționale. În acest context, ponderea medie a componentei în deize în totalul creditului acordat sectorului privat s-a redus ușor.

Toate categoriile principale de clienți au consemnat o mișcare descendentă a dinamicii creditelor. În cazul populației, evoluția s-a corelat cu restrângerea fluxului de împrumuturi noi²⁰, precum și cu prelungirea în trimestrul II a trendului de creștere a restrictivității standardelor de creditare, evidențiată de ediția din august 2012 a Sondajului BNR privind creditarea populației și a companiilor nefinanciare. Analiza structurii împrumuturilor acordate populației relevă foarte probabilă menținere a influențelor exercitate de ultimele modificări aduse cadrului specific de reglementare²¹, date fiind, pe de o parte, accelerarea dinamicii creditelor pentru locuințe în lei (la o valoare reprezentând maximul ultimilor trei ani), în detrimentul componentei în valută a acestor credite și, pe de altă parte, scăderea dinamicii creditului pentru consum (în lei și în valută).

Pe segmentul societăților nefinanciare, pierderea de ritm consemnată de soldul creditelor s-a localizat la nivelul componentei în valută (variația componentei în lei menținându-se constantă la un nivel înalt din perspectiva ultimilor trei ani) și a avut drept potențiale cauze principale: (i) creșterea rambursărilor de datorie; (ii) amplificarea transferurilor de credite din bilanțurile băncilor²² și (iii) posibila majorare de către bănci în trimestrul III a restrictivității standardelor de creditare²³; cea din urmă nu pare să fi afectat însă în perioada analizată volumul creditelor noi, care a consemnat o creștere în termeni anuali.

¹⁹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni reali din perioada iunie-august 2012.

²⁰ Datele privind creditele noi ale populației și ale societăților nefinanciare au fost preluate de la CRC și se referă la împrumuturile în valoare de peste 20 000 lei aprobate în perioada analizată.

²¹ Regulamentul BNR nr. 24/2011 privind creditele destinate persoanelor fizice.

²² Pe baza datelor din statistica monetară privind transferurile de credite.

²³ Conform rezultatelor sondajului menționat.

IV. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației IPC la 5,1 la sută la sfârșitul anului 2012 și la 3,5 la sută la finele anului 2013, niveluri cu 1,9 și, respectiv, 0,5 puncte procentuale peste cele prognozate în Raportul asupra inflației din luna august.

Revizuirea traiectoriei proiectate a ratei inflației, substanțială în prima parte a intervalului de referință, este determinată în principal de efectele șocurilor adverse de natura ofertei materializate în intervalul parcurs de la publicarea raportului precedent. Dintre acestea, influența dominantă provine din majorări, neincluse în scenariul de bază anterior, dar semnalate ca riscuri cu relevanță deosebită asociate acestuia, ale prețurilor produselor agroalimentare pe plan intern și internațional. Semnificative pentru revizuirea în creștere a ratei proiectate a inflației sunt, de asemenea, deprecierea recentă a leului față de euro și un scenariu mai puțin favorabil privind evoluția cotațiilor internaționale ale petrolului. În raport cu aceste elemente, persistența deficitului de cerere agregată va exercita principala influență dezinflaționistă de-a lungul întregului orizont al prognozei.

Pentru sfârșitul anului curent, contribuții mai ridicate decât în runda anterioară la creșterea prețurilor de consum sunt proiectate din partea tuturor componentelor, cu excepția prețurilor produselor din tutun. Revizuirile sunt substanțiale pentru prețurile alimentare volatile (LFO) și indicele CORE2 ajustat și de mai mică amploare pentru prețurile combustibililor și cele administrate. Pentru finele anului 2013, abaterea de la prognoza anterioară pe seama unor contribuții mai mari ale indicelui CORE2 ajustat și ale prețurilor combustibililor este atenuată la nivelul indicelui agregat de o contribuție mai redusă a prețurilor LFO.

Proiecția curentă situează rata anuală a inflației IPC peste cea din runda anterioară pe întreaga perioadă de referință. Natura tranzitorie a șocurilor adverse produse în anul curent implică încetinirea creșterilor trimestriale ale prețurilor pe măsura disipării efectelor acestor șocuri. În termeni anuali, proiecția prevede atingerea unui maxim al ratei inflației (5,6 la sută) în trimestrul II 2013, urmată de înscrierea pe o tendință descendentă din trimestrul III până la începutul anului 2014 și stabilizarea pentru restul intervalului de prognoză în apropierea nivelului de 3 la sută. Reluarea dezinflației începând cu trimestrul III 2013 va fi facilitată, în condițiile adoptării în scenariul de bază a ipotezei unui an agricol normal, de tranziția de la un efect statistic de bază advers la unul de sens contrar, în special pe seama dinamicii favorabile a prețurilor LFO și a celor ale produselor alimentare procesate incluse în indicele CORE2 ajustat.

Traectoria proiectată a ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat se va situa la rândul său peste cea din prognoza anterioară pe întreg intervalul proiecției. Diferențele sunt generate de propagarea cu un anumit decalaj a șocului advers al prețurilor interne și internaționale ale materiilor prime agricole asupra prețurilor produselor alimentare procesate, de revizuirea în sus a așteptărilor privind inflația și de creșterile prețurilor de import, pe seama deprecierei din perioadele recente a monedei naționale. Aceste influențe sunt atenuate de persistența deviației PIB, anticipată a exercita un impact dezinflaționist relativ mai pronunțat pe tot intervalul de prognoză în raport cu runde de proiecție anterioare. Traectoria ratei anuale a inflației CORE2 ajustat este prevăzută a se situa sub cea a indicelui agregat atât datorită unei sensibilități mai reduse la șocurile de ofertă, cât și influenței mai eficace exercitate de conduita prudentă a politicii monetare, prin eforturile de ancorare a anticipațiilor inflaționiste, asupra inflației de bază. Rata anuală proiectată a acesteia va atinge un maxim de 4 la sută în trimestrul II 2013, coborând apoi gradual pentru a se stabili la niveluri situate ușor peste 2 la sută către finele perioadei de referință.

Conduita proiectată a politicii monetare va urmări crearea condițiilor necesare revenirii pe termen mediu a ratei inflației în interiorul intervalului-țintă, o atenție prioritară urmând să fie în continuare acordată demersurilor de ancorare a anticipațiilor privind inflația la o dinamică convergentă către ținta stabilită. Ca urmare, ansamblul condițiilor monetare reale în sens larg va fi calibrat în scopul limitării efectelor de runda a doua ale șocurilor adverse de natura ofertei.

Evaluarea riscurilor asociate proiecției curente a ratei inflației indică o balanță moderat înclinată în sensul unor abateri nefavorabile de la scenariul de bază, cu precădere pe termen mediu. Materializarea recentă a unui set de șocuri adverse a căror posibilitate a fost anticipată în Raportul asupra inflației din luna august implică însă, comparativ cu runda anterioară de prognoză, un dezechilibru mai puțin accentuat al balanței riscurilor în ansamblul său.

Riscul cu cea mai mare relevanță pentru intervalul de referință provine din potențialul creșterii pe termen mediu a volatilității fluxurilor de capital destinate finanțării activității economice interne și al presiunilor asociate de depreciere a monedei naționale, în cazul deteriorării percepției investitorilor cu privire la perspectivele economiilor emergente, implicit și a celei referitoare la economia românească. Deteriorarea față de ipotezele scenariului de bază a perspectivelor macroeconomice în cadrul Uniunii Europene, în condițiile persistenței incertitudinilor privind sustenabilitatea datoriilor suverane ale unor țări membre ale zonei euro, ajustarea sistemului bancar european și creșterea economică viitoare, ar propaga în context regional efecte adverse asupra sustenabilității echilibrului macroeconomic din România.

În plus, atitudinea investitorilor poate fi afectată negativ de eventuale derapaje, inclusiv în contextul electoral intern, de la programul de politici macroeconomice și reforme structurale convenit cu UE, FMI și Banca Mondială. Din perspectiva măsurilor de consolidare fiscală, riscurile apar atenuate de rezultatele obținute, până la data publicării acestui raport, în execuția bugetară, care s-a încadrat în coordonatele aferente acordurilor încheiate cu instituțiile internaționale menționate. În acest context, implementarea strictă în continuare a acordului ar avea drept efect nu doar eliminarea sursei interne a riscului volatilității excesive a fluxurilor de capital, ci și atenuarea consecințelor unei eventuale materializări a riscurilor externe, prin avantajul comparativ în plan regional al sustenabilității politicilor macroeconomice naționale.

Riscuri relativ echilibrate la adresa traiectoriei proiectate a ratei inflației IPC provin din partea prețurilor administrate și a factorilor interni de influență a prețurilor mărfurilor alimentare, dată fiind actualizarea scenariului de bază cu efectele majorărilor substanțiale deja produse. Riscurile asociate evoluției prețurilor materiilor prime pe plan internațional apar de asemenea a fi relativ mai echilibrate pe termen scurt. Pe termen mediu însă, este posibil ca efectul pe plan intern al dinamicii acestor prețuri să se abată în sus de la coordonatele scenariului de bază, în special în cazul unei monede europene mai depreciată față de dolarul SUA în eventualitatea materializării riscurilor asociate evoluțiilor macroeconomice din zona euro.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Scenariul de evoluție a cererii externe¹ prevede o contracție a PIB real de 0,29 la sută în 2012, urmată de o creștere de 0,5 la sută în 2013. Pentru anul curent, dinamica prognozată este motivată de persistența incertitudinilor cu privire la evoluția crizei datoriilor suverane din zona euro, de impactul negativ al prețurilor ridicate ale materiilor prime pe plan internațional, precum și de efectele continuării unei politici fiscale restrictive și ale condițiilor nefavorabile de creditare din unele țări. Revenirea în anul 2013 a creșterii economice la valori pozitive se datorează în principal ipotezei de consolidare treptată a investițiilor, susținută de refacerea cererii interne și externe.

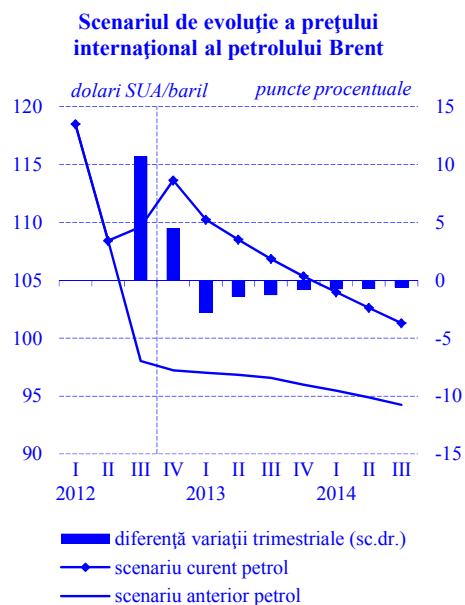
Evoluția așteptată a variabilelor externe

valori medii anuale

	2012	2013
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	112,50	107,70
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,28	1,25
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	0,57	0,27
Creștere economică în UE efectiv (%)	-0,29	0,50
Inflația anuală din zona euro (%)	2,47	1,82

Sursa: ipoteze BNR pe baza datelor Comisiei Europene, Consensus Economics și Bloomberg

¹ Începând cu runda curentă de proiecție, cererea externă, definită prin raportare la zona euro, a fost redefinită, fiind evaluată în raport cu o sferă mai largă de cuprindere a partenerilor comerciali (UE27 excluzând România). Detalii cu privire la conținutul și modul de calcul ale indicatorului sunt prezentate în Caseta „Introducerea în model a unei măsuri efective a cererii externe – PIB UE efectiv”.



Sursa: ipoteze BNR pe baza datelor Comisiei Europene, Consensus Economics și Bloomberg

Rata medie anuală a inflației prețurilor de consum din zona euro este prevăzută a se situa la 2,47 la sută în 2012 și la 1,82 la sută în 2013, valori revizuite în sus cu 0,11 puncte procentuale, respectiv cu 0,15 puncte procentuale față de runda anterioară de proiecție. Modificările în sensul creșterii inflației, de natură să atenueze presiunile dezinflaționiste ale deficitului de cerere, survin ca urmare a prețurilor ridicate ale produselor energetice din anul curent, coroborate impactului deprecierei euro și majorării impozitelor indirecte în unele țări.

Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni este proiectată pe o traiectorie în creștere către finele orizontului de proiecție, valorile medii anticipate pentru cei doi ani de prognoză de 0,6 la sută și, respectiv, de 0,3 la sută fiind însă mai reduse decât cele preconizate anterior, motivate de probabilitatea implementării unor măsuri de impulsinare a activității economice în zona euro.

Traectoria previzionată a cursului de schimb EUR/USD prevede o depreciere a monedei euro până în trimestrul I 2014 pe fondul incertitudinilor care persistă în zona euro, urmată de o apreciere graduală până la sfârșitul orizontului de proiecție. Nivelurile medii de 1,28 și 1,25 EUR/USD pentru 2012 și, respectiv, 2013 nu se modifică semnificativ față de valorile din runda anterioară de proiecție.

Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și anticipează o scădere graduală a acestuia pe tot intervalul de proiecție, fără a atinge însă nivelurile anticipate în runda precedentă.

Casetă: Introducerea în model a unei măsuri efective a cererii externe – PIB UE efectiv

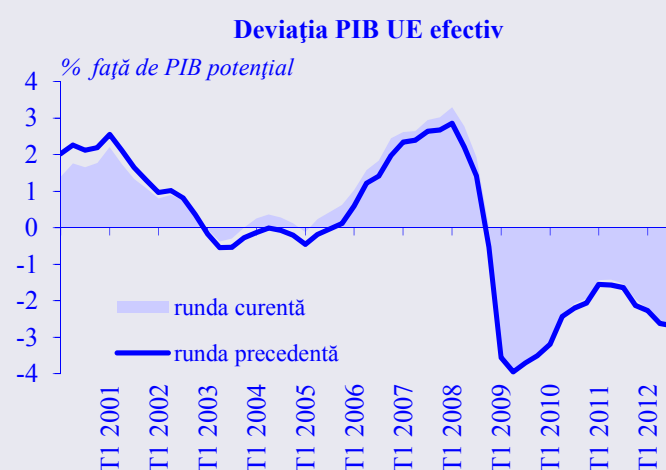
Pentru o mai bună evaluare a impactului climatului economic extern asupra mediului economic intern, începând cu runda curentă de proiecție dinamică a cererii externe pentru produsele de export românești este evaluată pe baza unui indicator efectiv. Acesta este calculat folosind un sistem de ponderare ce are la bază structura exporturilor românești pe țări de destinație. În plus, noul indicator este evaluat în raport cu o sferă mai largă de cuprindere a partenerilor comerciali².

Alegerea unui indicator efectiv în detrimentul unuia standard, impusă și în practica altor bănci centrale (Cehia, Ungaria, Turcia), a fost motivată de faptul că acesta oferă informații relativ mai relevante. De exemplu, un sistem de ponderare a dinamicii economice a partenerilor comerciali bazat pe structura exporturilor României adresate acestora este mai relevant, atât teoretic, cât și practic, decât cel bazat pe mărimea relativă a fiecărei economii în cadrul grupului acestora (metodologia precedentă este compatibilă cu un sistem de ponderare pe baza PIB).

În condițiile în care modelul de analiză și prognoză pe termen mediu (MAPM) evaluează dinamica activității economice interne pornind de la componenta ciclică a acesteia (de exemplu, deviația PIB), pentru introducerea în MAPM a noului indicator efectiv al cererii externe s-a procedat la ponderarea deviațiilor PIB de la nivelul potențial³, calculate pentru fiecare țară în parte, cu structura exporturilor românești pe destinații geografice. Astfel, structura exporturilor firmelor domestice către firme dintr-o anumită țară a fost preluată de la INS (seturi de date disponibile până în 2011, inclusiv), valorile anuale fiind interpolate la nivel trimestrial; începând cu anul 2012, au fost utilizate ultimele ponderi anuale disponibile.

Calculare similare au fost realizate pentru sintetizarea într-o mărime agregată a ratelor individuale de creștere economică ale partenerilor comerciali, obținând astfel un indice al PIB extern efectiv, cu baza fixată în primul trimestru al anului 2000. Ulterior, indicele aferent nivelului PIB potențial poate fi calculat dată fiind existența indicelui în nivel al PIB extern efectiv și, respectiv, a deviației acestuia de la nivelul său potențial.

Lărgirea sferei de cuprindere a indicatorului cererii externe presupune orientarea analizei către întreaga Uniune Europeană (exclusiv România) ca partener comercial, comparativ cu acoperirea anterioară, în care se avea în vedere doar zona euro. Astfel, sfera de cuprindere a indicatorului utilizat pentru aproximarea cererii externe crește cu circa 18 puncte procentuale, în condițiile în care 71 la sută din totalul exporturilor românești sunt îndreptate către țările Uniunii Europene.



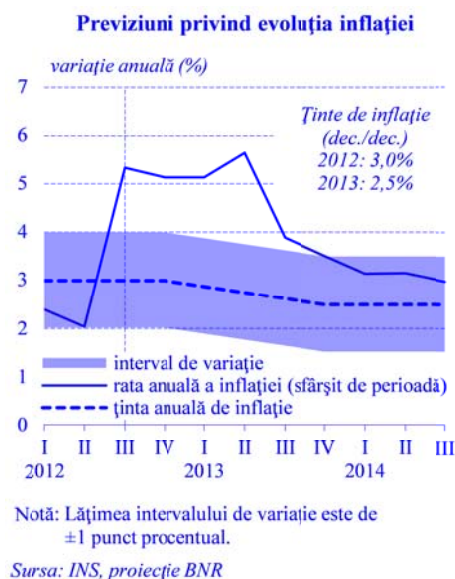
Sursă: prognoză CE și calcule proprii

În aceste condiții, față de runda precedentă de prognoză, deviația PIB extern a fost estimată ca fiind mai ridicată în perioada 2005-2008 și mai scăzută (în valoare absolută) în perioada recentă, determinând *ceteris paribus* obținerea unui deficit intern de cerere mai redus în valoare absolută în perioada 2009-2012 în medie cu 0,3 puncte procentuale.

² În ultimele trei runde de proiecție, cererea externă a fost aproximată prin deviația față de tendința de evoluție pe termen mediu a PIB al zonei euro, conform evaluărilor Comisiei Europene (CE).

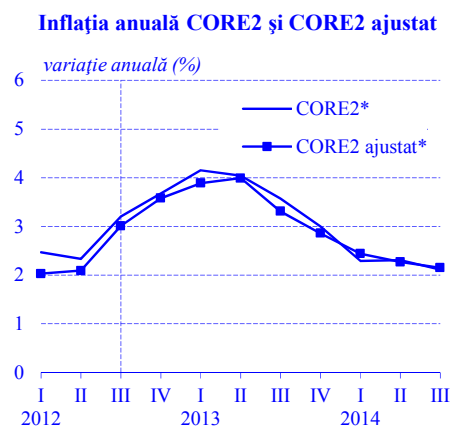
³ Evaluările individuale pe țări pentru deviația față de trendul pe termen mediu al PIB sunt preluate de la Comisia Europeană și se bazează pe metodologia funcției de producție.

1.2. Perspectivele inflației



Rata anuală a inflației în scenariul de bază

	variație anuală (procente, sfârșit de perioadă)								
	2012	2013				2014			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	
Țintă	3,0				2,5				
Proiecție	5,1	5,1	5,6	3,9	3,5	3,1	3,1	3,0	



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

Scenariul de bază al proiecției macroeconomice plasează rata anuală a inflației IPC la valoarea de 5,1 la sută la sfârșitul anului 2012 și de 3,5 la sută la finele anului 2013. Pentru anul curent, revizuirea proiecției ratei anuale a inflației IPC în sus cu 1,9 puncte procentuale față de Raportul asupra inflației anterior a fost determinată preponderent de corecția amplă a prețurilor volatile ale alimentelor, precum și de amplificarea presiunilor inflaționiste la nivelul subindicilor CORE2 ajustat, prețurilor combustibililor și prețurilor administrate. Pentru anul 2013, revizuirea în sus cu 0,5 puncte procentuale se datorează creșterii dinamice proiectate ale indicelui CORE2 ajustat și a prețurilor combustibililor, contrabalansate, doar parțial, de influența mai favorabilă anticipată la subgrupa „legume, fructe, ouă”. Celelalte componente ale coșului de consum se vor plasa la aceste orizonturi la valori similare celor publicate în Raportul asupra inflației din luna august 2012. În raport cu aceste elemente, persistența deficitului de cerere agregată va continua să exercite principala influență dezinflaționistă de-a lungul întregului interval al proiecției.

Rata anuală a inflației IPC este proiectată pe un trend ascendent până la mijlocul anului viitor, în principal ca rezultat al unor efecte statistice de bază, asociate recoltei agricole reduse din anul curent și, în consecință, prețurilor ridicate ale acestor produse. Disiparea șocurilor adverse de natura ofertei – în ipoteza unui an agricol normal în 2013 – este de așteptat să plaseze rata anuală a inflației pe o traiectorie dezinflaționistă începând cu trimestrul III 2013, aceasta urmând să se situeze la marginea superioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale la sfârșitul anului următor și să reentre în interval în trimestrul I 2014.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată pe o traiectorie ascendentă până la mijlocul anului viitor – pornind de la valoarea de 3,6 la sută la sfârșitul anului curent și atingând valoarea de 4 la sută în iunie 2013 –, în principal sub impactul presiunilor inflaționiste generate de majorările prețurilor produselor alimentare procesate⁴, anticipate a persista până la apariția noii oferte de produse agricole. La accelerarea din prima parte a perioadei de prognoză contribuie și majorarea relativă, comparativ cu trimestrul III al anului curent, a așteptărilor privind inflația ale agenților economici, reflectând în principal materializarea ori anticiparea manifestării

⁴ Pe fondul ofertei interne insuficiente de produse agricole și al tensiunilor manifestate pe piața internațională a produselor agroalimentare, rata anuală de creștere a inflației CORE2 ajustat s-a accelerat semnificativ pe parcursul trimestrului III 2012, evoluție anticipată a se prelungi pe parcursul următoarelor trei trimestre, însă cu o intensitate în scădere.

unor efecte adverse din partea șocurilor de natura ofertei⁵. Disiparea acestor șocuri de ofertă, coroborată unei calibrări a condițiilor monetare reale⁶ în scopul limitării efectelor de runda a doua ale acestora asupra așteptărilor, precum și diminuarea preconizată a dinamicii costurilor unitare cu forța de muncă – anticipată a se materializa începând din a doua parte a anului viitor⁷ – vor permite reînscriserea ratei anuale a inflației CORE2 ajustat pe un trend dezinflaționist începând cu trimestrul III 2013. Astfel, se preconizează reducerea inflației anuale de bază până la valoarea de 2,9 la sută la sfârșitul anului 2013 și, ulterior, până la valori situate ușor peste 2 la sută la finele intervalului de prognoză.

Traectoria proiectată a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat se situează peste cea din Raportul asupra inflației din luna august pe tot intervalul de prognoză, revizuirea în sus fiind semnificativă, egală cu 1,2 puncte procentuale atât la sfârșitul anului curent, cât și la finele celui viitor. Din perspectiva determinantilor inflației de bază, presiunile inflaționiste substanțial mai ample generate de impactul, manifestat cu un anumit decalaj, al majorării prețurilor produselor alimentare procesate, de revizuirea în sens ascendent a așteptărilor privind inflația și de creșterile prețurilor de import, în principal pe seama dinamicii din perioadele recente a cursului de schimb al leului, sunt parțial contrabalansate de deviația PIB anticipată să exercite un impact dezinflaționist relativ mai pronunțat pe tot intervalul de prognoză. Traectoria proiectată a așteptărilor inflaționiste ale agenților economici se plasează la valori mai ridicate, comparativ cu cele previzionate anterior, ca urmare a succesiunii în timp a unor șocuri adverse de ofertă și reflectând incertitudinile cu privire la persistența și magnitudinea acestora în viitor. Proiecția curentă prevede o contribuție mai ridicată a prețurilor bunurilor din import la inflația CORE2 ajustat, pe tot intervalul de proiecție, datorată impactului evoluției recente a cursului de schimb al leului și unui scenariu exogen care

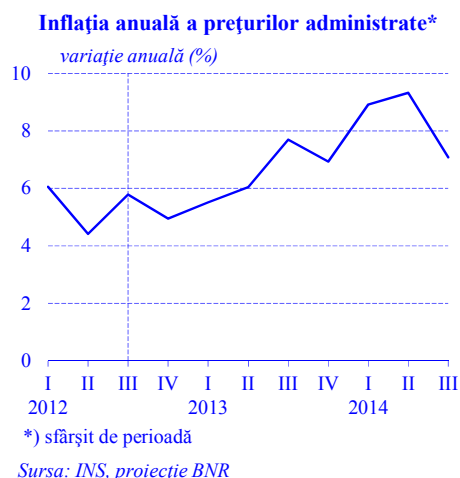
⁵ Anticipațiile privind inflația ale agenților economici au atât o componentă adaptivă, cât și una anticipativă. Șocurile adverse de natura ofertei s-au datorat, în principal, presiunilor inflaționiste manifestate pe piețele mărfurilor alimentare, ca urmare a condițiilor meteorologice adverse de pe plan intern și a majorărilor prețurilor produselor agroalimentare substituibile de pe piețele internaționale, precum și ajustărilor în sens ascendent ale unor categorii de prețuri administrate (în special prețuri la energie), prețurilor combustibililor și cursului de schimb al leului.

⁶ Deficitul de cerere este preconizat a se menține pe întregul interval de referință la valori mai ample decât cele proiectate anterior. Pentru detalii, a se vedea secțiunea 1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție.

⁷ Îndeosebi pe fondul consolidării dinamicii favorabile a productivității muncii pe ansamblul economiei naționale.

preconizează o creștere mai alertă a prețurilor externe comparativ cu runda anterioară⁸.

Similar rundelor anterioare de proiecție, configurarea traiectoriei ratei anuale a inflației la produsele din tutun are la bază, în principal, modificările de accize prevăzute în Codul fiscal⁹ și actualizarea referinței¹⁰ (la valorile proiectate) pentru determinarea echivalentului în lei al acestora. În condițiile unor reevaluări de mică amploare ale referințelor valabile pentru perioada de prognoză, comparativ cu proiecția anterioară, contribuția acestei componente la inflația IPC este nemodificată atât la sfârșitul anului curent, cât și la finele anului viitor.



Proгноza pentru rata anuală a inflației prețurilor administrate se situează la valoarea de 4,9 la sută în decembrie 2012 și la 6,9 la sută la sfârșitul anului 2013. Publicarea informațiilor de către Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei (ANRE) cu privire la calendarele privind eliminarea prețurilor reglementate la gaze naturale și energie electrică conferă un grad mai ridicat de predictibilitate dinamicii acestei categorii de prețuri. În aceste condiții, scenariul de evoluție a prețurilor administrate a fost revizuit, comparativ cu runda anterioară de prognoză, doar pentru sfârșitul anului curent¹¹. Similar runde anterioare de proiecție, suprapunerea unor ajustări ale prețurilor gazelor naturale și energiei electrice prevăzute pentru prima jumătate a anului 2014 este de așteptat să determine o accelerare a dinamicii prețurilor administrate la acest orizont, apreciată, însă, a fi de natură temporară.

Ca urmare a recoltei agricole insuficiente, afectată de condițiile climatice atipice¹² din anul curent, precum și a tensiunilor

⁸ Cu toate acestea, pe fondul climatului puțin stimulat la adresa creșterii economice din zona euro și al indicilor cu privire la menținerea în continuare sub control a așteptărilor privind inflația ale agenților economici, rata inflației din zona euro este preconizată a se înscrie, începând cu anul viitor, în zona stabilității prețurilor (conform definiției BCE).

⁹ Acesta include un calendar de convergență a nivelului accizelor aplicate produselor din tutun către minimul stabilit prin directive europene, până în 2018. Astfel, acciza totală este prevăzută a crește de la nivelul curent de 79,19 euro/1 000 de țigarete la 81,78 euro/1 000 de țigarete la 1 iulie 2013 și la 84,37 euro/1 000 de țigarete la 1 iulie 2014.

¹⁰ Conform Codului fiscal, valoarea în lei a accizelor datorată bugetului de stat se determină pe baza cursului de schimb stabilit de Banca Centrală Europeană în prima zi lucrătoare a lunii octombrie din anul precedent, publicat în Jurnalul Oficial al Uniunii Europene.

¹¹ Scenariul privind evoluția prețurilor administrate a fost revizuit în sus cu 0,5 puncte procentuale, în principal datorită ajustării cu 5 la sută a prețului gazelor naturale în luna septembrie, a corecției tarifelor la apă, canal și salubritate cu 2,2 la sută în aceeași lună și, respectiv, a anticipării unor creșteri mai ridicate decât cele prognozate anterior ale tarifelor energiei, pe măsura începerii furnizării agentului termic către populație.

¹² Seceta prelungită, combinată cu canicula, în condițiile unor sisteme de irigații deficitare, au afectat în mod semnificativ producția agricolă internă din acest an.

manifestate pe piețele internaționale ale unor materii prime agricole, se anticipează că dinamica anuală a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) va continua să înregistreze valori pozitive până la mijlocul anului viitor. În ipoteza unor recolte normale în anii următori, se anticipează o decelerare importantă a ritmului anual de evoluție a dinamicii prețurilor LFO până la orizontul proiecției, inclusiv pe fondul manifestării unui efect statistic de bază favorabil în anul 2013. În aceste condiții, contribuția acestei grupe la inflația anuală IPC – sfârșit de perioadă – pentru anul curent este de 1,2 puncte procentuale (cu 0,9 puncte procentuale mai mare decât în prognoza precedentă), iar pentru anul viitor, de -0,1 puncte procentuale (cu 0,4 puncte procentuale mai mică decât se anticipa anterior).

Inflația anuală la grupa combustibili este prognozată în creștere pe parcursul trimestrului curent, pe fondul evoluției nefavorabile a cotațiilor internaționale ale țițeiului Brent de pe parcursul trimestrului III, anticipate a-și continua tendința ascendentă și în trimestrul IV. Pentru restul intervalului de prognoză, inflația anuală a combustibililor, deși preconizată a se înscrie pe o traiectorie dezinflaționistă, se menține peste valorile proiectate anterior datorită punctului de pornire mai ridicat, dinamicii mai alerte a așteptărilor privind inflația ale agenților economici, precum și evoluției proiectate a cursului euro-dolar, cu impact mai nefavorabil asupra cotației leu-dolar. Valorile anticipate pentru sfârșitul anilor 2012 și 2013 sunt de 8,3 la sută și respectiv de 4,2 la sută.

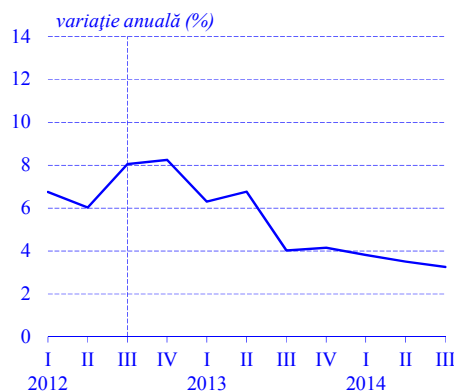
În ansamblu, contribuția cumulată a componentelor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele ale alimentelor cu prețuri volatile (LFO), combustibililor și produselor din tutun – la rata anuală a inflației IPC este de 3,1 puncte procentuale la sfârșitul anului 2012 și de 1,8 puncte procentuale la finele anului viitor.

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție¹³

Deviația PIB

Pentru trimestrul III 2012 se anticipează o dinamică trimestrială negativă a PIB real, încorporând efectele unui an agricol nefavorabil, după ce în trimestrul anterior a fost consemnată o

Inflația anuală a prețurilor combustibililor*



*) sfârșit de perioadă

Sursa: INS, proiecție BNR

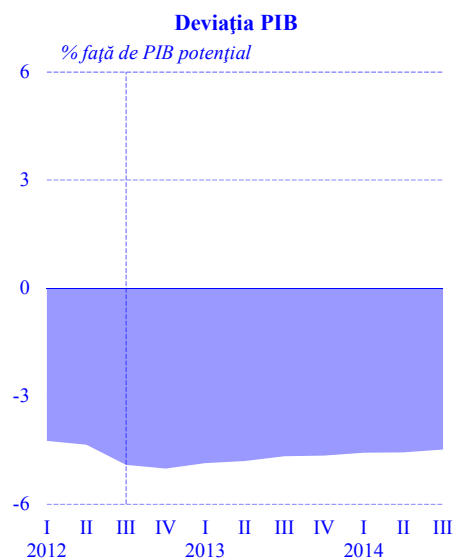
Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

	puncte procentuale	
	2012	2013
Prețuri administrate	0,9	1,2
Combustibili	0,7	0,4
Prețuri LFO	1,2	-0,1
CORE2 ajustat	2,0	1,7
Produse din tutun	0,3	0,3

* calcule sfârșit de perioadă: agregarea contribuțiilor componentelor coșului de consum la inflația totală IPC se face folosind cifre cu două zecimale.

¹³ În absența altor precizări, variațiile procentuale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MFP, INS, Eurostat și CE-DG ECFIN.

¹⁴ Observațiile recente ale seriei ajustate sezonier au suferit revizuirii semnificative, astfel că nivelul PIB real este plasat pe o traiectorie ușor superioară celei aferente runde precedente de prognoză.

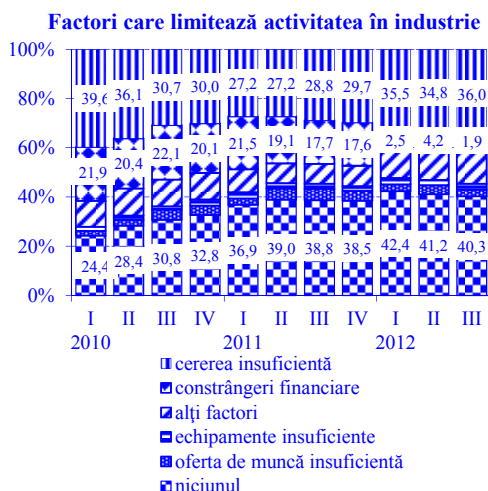


Sursa: INS, proiecție BNR

creștere de 0,5 la sută¹⁴. În cazul ratei anuale de creștere, se preconizează menținerea dinamicii pozitive, în decelerare semnificativă însă față de evoluția înregistrată în trimestrul II 2012.

Pentru anii 2012 și 2013 sunt prognozate rate de creștere a PIB potențial inferioare celei estimate pentru anul 2011. Deteriorarea reflectă, în principal, o contribuție relativ mai scăzută a productivității totale a factorilor, în condițiile unor ipoteze de atingere a unei performanțe modeste a sectorului agricol față de anul 2011 și de limitare a operațiunilor de re tehnologizare a capacităților de producție, inclusiv pe fondul unui volum mai redus decât cel preconizat inițial de absorbție a fondurilor europene structurale și de coeziune. În sens relativ favorabil acționează atât contribuția stocului de capital, care manifestă o îmbunătățire moderată, ca urmare a revenirii puternice a formării brute de capital fix înregistrate în primul semestru al anului curent (creștere de 14,3 la sută față de perioada similară a anului precedent, date neajustate sezonier), cât și cea a factorului muncă, al cărui impact este evaluat a deveni marginal, după contribuțiile negative din perioadele anterioare. Adoptând ipoteza unor evoluții pe termen mediu în direcția detensionării piețelor financiare internaționale, a consolidării încrederii investitorilor (străini și autohtoni) și a reluării fluxurilor de capital autonome negenerative de datorie, PIB potențial este anticipat a înregistra o revenire mai pronunțată pe parcursul anului 2014.

Evaluarea deficitului de cerere din trimestrul III 2012 indică o adâncire relativă a acestuia față de trimestrul anterior, implicând, *ceteris paribus*, creșterea presiunilor dezinflaționiste provenite din partea cererii agregate. Mărimea deficitului de cerere din trimestrul III reflectă persistența ridicată a acestuia, fiind semnificativ influențată și de evoluția deficitului de cerere externă și de caracterul prociclic al componentei discreționare a politicii fiscale (aproximată prin intermediul impulsului fiscal), contrabalansate parțial de efectul stimulat al cursului de schimb real asupra cererii agregate prin intermediul canalului exporturilor nete. Față de runda anterioară de proiecție însă, deficitul de cerere din trimestrul II 2012 este mai redus, reevaluarea încorporând efectul cumulat al erorii de prognoză pe termen scurt privind creșterea economică pentru trimestrul II 2012 și al revizuirii seriei istorice a PIB real de către INS, al adoptării unei noi metodologii de calcul a cererii externe și al reevaluării deviației de la tendința de evoluție pe termen mediu a cursului de schimb real efectiv.



Sursa: CE-DG ECFIN

Adâncirea deficitului de cerere este susținută și de evoluția unor indicatori corelați cu poziția ciclică a economiei. Indicele producției industriale a scăzut ușor în lunile iulie și august față de media trimestrului II (-0,2 la sută), iar ponderea respondenților care invocă factorul „cerere insuficientă” ca element care limitează activitățile de producție în industrie (sondaj CE-DG ECFIN) a crescut marginal.

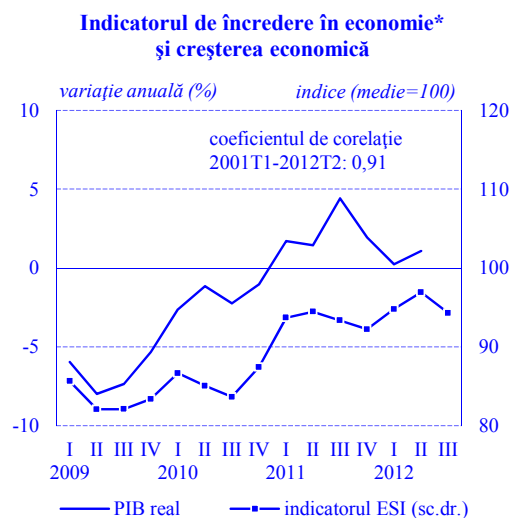
Nivelul încrederii în economie, măsurat prin intermediul indicatorului ESI, și gradul de utilizare a capacităților de producție (ambele preluate din sondajele CE-DG ECFIN) au scăzut moderat în trimestrul III față de trimestrul anterior. Un semnal de sens contrar vine din partea ratei șomajului BIM, care s-a redus ușor până la nivelul de 7,1 la sută în luna august, valoare superioară însă celei aferente tendinței de evoluție pe termen mediu.

Pe intervalul de prognoză, comparativ cu Raportul asupra inflației din luna august 2012, deficitul de cerere este mai pronunțat, indicând în termeni comparativi presiuni dezinflaționiste de mai mare amploare. În sensul adâncirii deficitului de cerere, față de traiectoria publicată anterior, acționează restrictivitatea mai accentuată a componentei discreționare a politicii fiscale până în trimestrul IV 2013, precum și dinamica preconizată a cererii externe, aproximată în cadrul proiecției prin deviația de la trend a PIB UE efectiv, al cărei impact restrictiv este relativ mai accentuat pe întregul interval de proiecție. În sens invers, al atenuării deficitului de cerere, acționează politica fiscală începând cu trimestrul I 2014 și condițiile monetare reale în sens larg, al căror impact stimulat are însă o intensitate mai redusă comparativ cu runda anterioară de proiecție.

Componentele cererii agregate

După dinamica trimestrială accelerată (1,5 la sută) înregistrată în trimestrul II 2012 față de trimestrul I, pentru trimestrul III se anticipează o reducere ușoară a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației față de trimestrul anterior, astfel încât deviația negativă de la trendul pe termen mediu a acestei componente se accentuează. Indicatorii cu frecvență lunară relevanți pentru dinamica consumului privat oferă semnale divergente pe termen scurt. Astfel, în iulie și august, față de media trimestrului II, salariul real și volumul cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul, exclusiv autovehicule și motociclete, au crescut cu 2,6 la sută și, respectiv, cu 0,2 la sută, în timp ce stocul de credite de consum a scăzut cu 2 la sută în termeni reali în trimestrul III. Indicatorii de încredere a consumatorilor și a operatorilor din comerțul cu amănuntul s-au înrăutățit în trimestrul III față de trimestrul anterior. Consumul colectiv efectiv al administrațiilor publice este preconizat să rămână la un nivel similar celui din trimestrul precedent, dinamica acestuia urmărind eforturile autorităților de a atinge în 2012 ținta de deficit bugetar de 2,2 la sută din PIB (metodologie *cash*) agreată cu instituțiile financiare internaționale.

Conform celor mai recente date anunțate de MFP, deficitul bugetului general consolidat cumulat în perioada ianuarie-septembrie 2012 a fost de 1,18 la sută din PIB. Deviația de la



*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

trendul pe termen mediu în cazul consumului public rămâne negativă, accentuându-se ușor în trimestrul III 2012.

Consumul individual final al gospodăriilor este anticipat să înregistreze o evoluție favorabilă, însă cu precădere în anul 2013. Principalii factori cu influență pozitivă sunt la acest orizont majorarea moderată a dinamicii salariale din sectorul privat¹⁵, precum și creșterea numărului de angajați din acest sector. În condițiile încadrării ratei anuale a inflației în interiorul intervalului de variație spre sfârșitul anului 2013, creșterile salariale nominale anticipate vor determina dinamizarea venitului real disponibil al gospodăriilor populației, cu consecințe favorabile asupra ritmului de evoluție al componentei. Similar Raportului precedent asupra inflației, traiectoria consumului colectiv al administrației publice este proiectată sub incidența angajamentelor convenite de autorități cu instituțiile internaționale (UE, FMI și Banca Mondială) privind atingerea țintelor de deficit bugetar în 2012 și 2013¹⁶, anticipând reducerea acestei componente în anul curent și revenirea la valori pozitive în 2013.

Formarea brută de capital fix este prognozată să înregistreze o scădere moderată în trimestrul III 2012, după cinci trimestre succesive de creșteri susținute, deviația de la tendința de evoluție pe termen mediu a componentei rămânând negativă. Această dinamică negativă este sugerată de evoluția construcțiilor (indicele lucrărilor în construcții a scăzut cu 4,8 la sută în iulie și august față de media trimestrului II, iar gradul de încredere a operatorilor din construcții s-a înrăutățit în trimestrul III față de trimestrul anterior), dar și de cea a investițiilor în utilaje (volumul cifrei de afaceri în industria bunurilor de capital a stagnat în iulie și august față de media trimestrului II, iar producția industrială a bunurilor de capital a scăzut cu 1 la sută în aceeași perioadă).

Pentru ansamblul anului 2012 se anticipează o evoluție favorabilă a formării brute de capital fix, mai alertă decât cea a consumului final. În 2013, componenta este prognozată a-și menține ritmul anual pozitiv de creștere în contextul asumării stricte de către autorități a angajamentelor din cadrul acordurilor convenite cu instituțiile internaționale în ceea ce privește îmbunătățirea capacității de atragere a fondurilor europene de post-aderare, ipoteză dublată de anticiparea unei dinamici pozitive de creștere a sectorului construcțiilor și creșterea producției interne susținută de revenirea exporturilor.

¹⁵ Motivată de revenirea preconizată a productivității muncii în teritoriul valorilor pozitive în a doua jumătate a anului 2013.

¹⁶ Conform strategiei bugetare din mai 2012, se preconizează realizarea unor deficite bugetare, pe metodologie ESA, de sub 3 la sută din PIB în 2012 și 2,2 la sută în 2013. Documentul este disponibil la adresa: http://discutii.mfinante.ro/static/10/Mfp/strategbug/STRATEGIA_2013_2015_29mai2012_anexe.pdf.

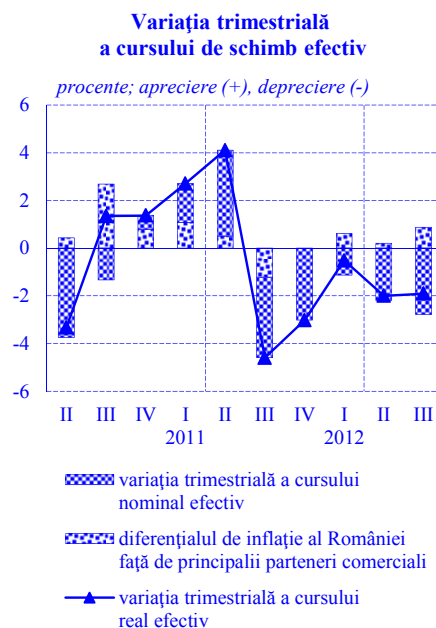
În trimestrul III 2012, exporturile sunt anticipate a înregistra o nouă reducere trimestrială, ca efect al unui deficit accentuat al cererii externe doar parțial contrabalansat de efectul stimulat al evoluției cursului de schimb real. În același trimestru, în condițiile reducerii preconizate a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, se anticipează înregistrarea unei dinamici trimestriale negative a importurilor. Datele parțiale recente din balanța de plăți confirmă evoluția anticipată a importurilor, însă nu susțin dinamica prognozată a exporturilor¹⁷. În aceste condiții, atât exporturile, cât și importurile continuă și în trimestrul III 2012 să înregistreze deviații negative, în creștere, de la trendurile pe termen mediu.

În anul curent exporturile sunt constrânse în principal de reducerea cererii externe, înregistrând astfel o dinamică anuală negativă și determinând o scădere a importurilor (prin reducerea cererii pentru importuri de completare) comparativ cu nivelul înregistrat în 2011. În 2013, exporturile sunt anticipate a-și relua ritmul de creștere pozitiv, contribuind, alături de cererea internă, la dinamizarea volumului importurilor. Această evoluție este contrabalansată de dinamica proiectată a prețurilor de import și, respectiv, a celor de export, având ca efect net menținerea și în acest an a deficitului de cont curent la un nivel ușor inferior celui înregistrat în anul 2011.

Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul asupra cererii agregate viitoare al dinamicii ratelor reale ale dobânzilor în lei, practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebankari și, respectiv, al celei a cursului de schimb real efectiv al leului¹⁸. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin intermediul efectului de avuție și bilanț¹⁹.

În trimestrul III 2012, ratele nominale ale dobânzilor în lei, practicate de instituțiile de credit în relațiile cu clienții nebankari²⁰ au



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

¹⁷ Datele preluate din balanța de plăți pentru lunile iulie și august față de media trimestrului II indică o scădere a importurilor cu 1,8 la sută și un avans al exporturilor cu 4,2 la sută. Cu toate acestea, conținutul informațional al datelor privind exporturile din balanța de plăți pentru evoluțiile acestora din conturile naționale este mai redus decât în cazul importurilor. Astfel, coeficientul de corelație (calculat pe intervalul trimestrul I 2000 – trimestrul II 2012) între ratele trimestriale de creștere a exporturilor din conturile naționale și cele din balanța de plăți este de 0,54, în timp ce în cazul importurilor este de 0,83.

¹⁸ Această definiție a condițiilor monetare reale în sens larg este utilizată în cadrul modelului de analiză și prognoză pe termen mediu.

¹⁹ Efectul de avuție și de bilanț al cursului de schimb se manifestă prin modificarea alocării resurselor disponibile, pe de o parte, consumului și investițiilor, iar pe de altă parte acordării, respectiv rambursării creditelor în valută.

²⁰ Ratele nominale ale dobânzilor în lei la credite și depozite sunt calculate ca medii ponderate, în funcție de volum, ale ratelor dobânzilor corespunzătoare agregatelor de tip stoc.

avut o evoluție divergentă: dobânzile la credite au crescut ușor, în timp ce dobânzile la depozite au înregistrat o scădere. Pe fondul evoluțiilor ratelor nominale menționate anterior, cumulat cu o creștere ușoară a așteptărilor privind inflația, ratele reale ale dobânzilor au scăzut în cazul depozitelor, rămânând relativ constante în cazul creditelor. Pe ansamblu, în trimestrul III 2012 deviația ratelor reale ale dobânzilor de la tendințele de evoluție pe termen mediu sugerează diminuarea caracterului ușor restrictiv al acestora asupra activității economice viitoare²¹.

Pe parcursul trimestrului III 2012, deprecierea în termeni reali a monedei naționale²² a continuat într-un ritm similar comparativ cu cel din trimestrul anterior. Aceasta implică, *ceteris paribus*, un potențial semnificativ pentru manifestarea unor efecte favorabile ale dinamicii competitivității prin preț a produselor românești asupra exporturilor nete, cu efect stimulatив prin acest canal asupra cererii agregate viitoare. Deprecierea efectivă în termeni reali a monedei naționale este determinată de deprecierea în termeni nominali a leului atât față de euro, cât și față de dolarul SUA, atenuată de dinamica diferențialului de inflație față de partenerii comerciali.

În trimestrul III 2012, percepția investitorilor asupra gradului de risc suveran al României²³ a rămas la un nivel similar celui din trimestrul anterior, în timp ce statele din regiune au înregistrat evoluții mai favorabile ale riscului de țară, sugerând proveniența cu precădere internă a factorilor care au contribuit la deprecierea monedei naționale. Influența nefavorabilă a poziționării primei de risc peste tendința de evoluție pe termen mediu este contrabalansată de cea indusă de situarea ratei reale a dobânzii străine sub trendul pe termen mediu și de evoluția anticipată a cursului de schimb²⁴. Astfel, pe ansamblu, în trimestrul III 2012, efectul de avuție și bilanț induce un caracter stimulatив asupra activității economice viitoare.

Conform evaluării BNR, ansamblul condițiilor monetare reale din trimestrul III 2012 exercită o influență stimulatивă în creștere asupra activității economice viitoare, implicând atenuarea relativă a presiunilor dezinflaționiste induse de deficitul de cerere agregată. Sensul acestei influențe se datorează preponderent efectului stimulatив provenit din partea cursului de schimb real prin canalul exporturilor și a sensului efectului de avuție și bilanț manifestat în

²¹ În cazul ratei reale a dobânzii la depozite, deviația de la trendul pe termen mediu sugerează un impact ușor stimulatив al acesteia asupra activității economice din trimestrele viitoare.

²² Cursul de schimb în raport cu care se realizează analiza este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

²³ Cuantificată cu ajutorul cotațiilor CDS (*Credit Default Swaps*).

²⁴ Calculată ca variație a deviației cursului de schimb real efectiv de la trendul pe termen mediu între trimestrul IV 2012 și trimestrul III 2012.

această perioadă. Acestea sunt doar parțial contrabalansate de caracterul ușor restrictiv al dobânzilor la credite.

Comparativ cu Raportul asupra inflației din luna august, condițiile monetare reale în sens larg proiectate exercită până în trimestrul II 2014 o influență mai puțin stimulativă la adresa activității economice (urmând ca în ultimul trimestru al intervalului de prognoză aceasta să devină restrictivă), ca rezultat al unor modificări în ceea ce privește impactul factorilor determinanți. Astfel, influența cursului de schimb real prin canalul exportului net rămâne stimulativă la adresa condițiilor monetare reale doar în primele două trimestre de proiecție²⁵, urmând ca în restul intervalului să își inverseze sensul influenței. Traectoria ratei dobânzii de politică monetară este calibrată pentru a asigura atât reintrarea și ulterior consolidarea ratei inflației în interiorul intervalului de variație din jurul țintei, cât și premisele necesare obținerii unei creșteri economice sustenabile pe termen lung. Consistent cu traectoria proiectată a ratei dobânzii de politică monetară, impactul cumulat al deviațiilor de la trenduri ale ratelor reale ale dobânzilor la credite și depozitele denominate în lei este preconizat a exercita un efect stimulativ la adresa cererii agregate, pe întreg intervalul de prognoză.

Similar prognozei precedente, efectul de avuție și bilanț al cursului de schimb va exercita o influență favorabilă, intensitatea acestuia fiind totuși mai puțin accentuată comparativ cu runda trecută, pe cea mai mare parte a intervalului de proiecție.

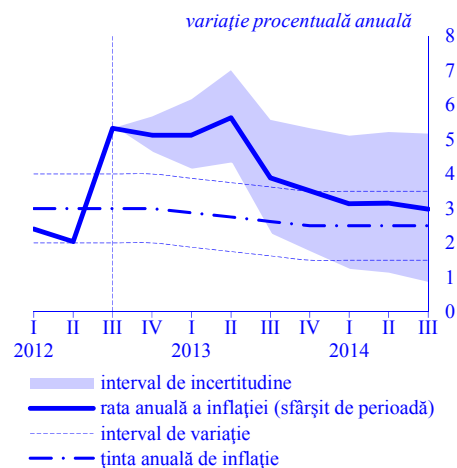
1.4. Riscuri asociate proiecției

Pe parcursul ultimelor luni, o parte a riscurilor identificate în precedentul Raport asupra inflației ca având o probabilitate relativ ridicată de manifestare pe termen scurt – în principal cele asociate recoltei agricole – s-au materializat. Concretizarea în acest interval a unor categorii de riscuri care au condus la abateri substanțiale în sus de la dinamica proiectată anterior a ratei inflației face ca riscul unor devieri în același sens de la traectoria din scenariul de bază să fie relevant cu precădere pe termen mediu.

Factorii de risc selectați pentru runda curentă provin atât din partea mediului economic extern, cât și din a celui intern; pe plan extern, aceștia sunt asociați cu precădere incertitudinilor care planează asupra intensității și duratei necesare refacerii economiei globale, mai ales a celei a zonei euro, în timp ce pe plan intern, inclusiv în contextul electoral de la finele anului curent, se referă la coordonarea politicii fiscale cu cea monetară, în linie cu *mix*-ul de politici convenite cu UE, FMI și Banca Mondială.

²⁵ În runda precedentă de prognoză, influența cursului de schimb real prin canalul exportului net era stimulativă pe cea mai mare parte a intervalului de proiecție.

Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază



Notă: Intervalul de incertitudine este calculat pe baza erorilor de prognoză ale proiecțiilor BNR din perioada 2005-2011. Intervalul va fi actualizat în următorul Raport asupra inflației prin includerea erorilor de prognoză din 2012.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

Similar Raportului asupra inflației din luna august, riscuri de abatere în sus a ratei inflației de la traiectoria proiectată în scenariul de bază provin, pe plan intern, din posibile derapaje de implementare a politicii fiscale și reformelor structurale în contextul anului electoral. În privința consolidării fiscale, riscurile apar atenuate de execuția bugetară de până în prezent în linie cu angajamentele asumate prin acordurile încheiate de România cu instituțiile internaționale. Abateri de la implementarea fermă și la timp a măsurilor de reforme structurale convenite cu UE, FMI și BM ar fi de natură să inducă o deteriorare a percepției investitorilor cu privire la economia internă, cu impact nefavorabil asupra volumului și, respectiv, a volatilității fluxurilor de capital adresate României. În aceste condiții, nu ar putea fi exclus un scenariu de ajustare într-o manieră mai puțin ordonată a echilibrelor deteriorate, inclusiv pe seama variației semnificative a cursului de schimb, cu impact în sensul accentuării presiunilor inflaționiste interne.

Pe plan extern, o eventuală deteriorare a coordonatelor mediului economic din Uniunea Europeană ar urma să se repercuteze asupra activității economice interne, în principal prin ajustarea cererii de bunuri de export. O posibilă agravare a tensiunilor de pe piețele financiare internaționale determinată de persistența incertitudinilor privind sustenabilitatea datoriilor suverane ale unor țări membre ale zonei euro, ajustarea sistemului bancar european și creșterea economică viitoare, continuă să rămână preocupantă prin prisma potențialului de propagare asupra economiei românești. Persistența, pe termen mediu, a acestor incertitudini ar putea declanșa un proces de diferențiere a percepției investitorilor cu privire la economiile emergente (inclusiv România), cu o atenție aparte acordată dezechilibrelor macroeconomice acumulate și perspectivelor de eliminare a acestora. Din acest motiv, continuarea de către autorități a reformelor macroeconomice și structurale deja convenite cu instituțiile internaționale ar fi de natură să prevină posibile accentuări ale volatilității fluxurilor de capital adresate României, aceasta din urmă având un impact nefavorabil asupra ratei inflației, variațiilor cursului de schimb față de principalele valute, costurilor de atragere a finanțării, condițiilor de creditare și, implicit, a activității economice interne.

Pe plan intern, riscuri relativ echilibrate la adresa traiectoriei ratei inflației IPC provin din partea prețurilor administrate, în contextul în care, în pofida publicării de către Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei a unor calendare de eliminare a prețurilor reglementate la gaze naturale și energie electrică, cuantificarea exactă a magnitudinii și impactului etapelor de liberalizare asupra prețurilor pentru consumatori este disponibilă doar pentru categoria gaze naturale. Riscuri relativ simetric distribuite în jurul traiectoriei inflației din scenariul de bază sunt evaluate a proveni și din partea prețurilor materiilor prime de pe piețele internaționale, în contextul creșterilor importante de prețuri

la aceste produse în intervalul parcurs de la publicarea raportului precedent. Pe termen mediu și lung însă, nu este exclusă reluarea unei tendințe ascendente a prețurilor acestor categorii de produse, în principal ale celor ale alimentelor, cu risc de a fi potențate de eventuale deprecieri ale monedei naționale în raport cu dolarul SUA, pe fondul unei evoluții nefavorabile a cursului EUR/USD în contextul macroeconomic afectat de incertitudini din zona euro. Pe plan intern, în condițiile manifestării în perioadele recente a unor condiții climatice adverse, se poate considera că majorările anticipate anterior ale prețurilor unor mărfuri alimentare s-au materializat în bună măsură, context în care riscurile la adresa inflației provenind în perioada următoare din această sursă sunt apreciate a fi relativ mai puțin pronunțate, în ciuda faptului că balanța riscurilor se menține înclinată în sus în ansamblu.

2. Evaluarea de politică monetară

Trendul ascendent al ratei anuale a inflației s-a accentuat considerabil în trimestrul III, aceasta urcând în septembrie la nivelul de 5,33 la sută – situat deasupra limitei superioare a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei stabilite pentru sfârșitul anului, precum și deasupra valorii prognozate. Accelerarea inflației în raport cu previziunile s-a datorat în principal creșterilor mai ample consemnate în acest interval de prețurile volatile ale produselor alimentare, dar și de prețurile unor produse alimentare procesate – constituind efecte directe și/sau indirecte ale scumpirii materiilor prime agroalimentare pe piața internațională și ale sporirii pierderilor provocate agriculturii locale de persistența condițiilor meteorologice nefavorabile – precum și deprecierii în acest interval a leului.

Pe acest fond, implicând și o probabilă prelungire pe parcursul trimestrelor viitoare a acțiunii șocurilor adverse pe partea ofertei – de natură să amplifice dinamica anticipată a prețurilor volatile²⁶ și a prețurilor produselor alimentare procesate – perspectiva pe termen scurt a inflației înregistrează o deteriorare semnificativă în raport cu previziunile anterioare. Astfel, sub impactul de natură temporară al acestor factori, traiectoria actualizată a ratei anuale prognozate a inflației se menține până spre finele anului 2013 pe un palier superior celui evidențiat în proiecția precedentă. Corespunzător configurației traiectoriei – ascendentă până în trimestrul II 2013 și descendentă ulterior – abaterea ratei anuale proiectate a inflației de la limita superioară a intervalului de variație din jurul punctului central al țintei de inflație²⁷ se restrânge însă progresiv în cel de-al doilea semestru al anului viitor, anulându-se la sfârșitul acestuia.

²⁶ Prețul combustibililor și prețul categoriei legume-fructe-ouă.

²⁷ Începând cu anul 2013, BNR adoptă o țintă staționară multianuală de inflație, situată la nivelul de 2,5 la sută ± 1 punct procentual.

Totodată, începând cu trimestrul I 2014, valorile previzionate ale ratei anuale a inflației se reinscriu pe coordonatele evidențiate în cadrul exercițiului anterior de prognoză, revenind și consolidându-se pe orizontul temporal mai îndepărtat în interiorul intervalului de variație al țintei pe termen mediu. Această perspectivă este susținută, pe de o parte, de așteptata epuizare a impactului advers tranzitoriu al șocurilor pe partea ofertei, coroborată cu manifestarea unui efect statistic de bază favorabil, și, pe de altă parte, de relativa creștere a intensității presiunilor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată de-a lungul întregului orizont de prognoză, în condițiile unei revizuirii descendente relative a ritmului previzionat de creștere a economiei românești. Impactul favorabil prezumat a fi exercitat de acest ultim factor asupra evoluției viitoare a componentei de bază a inflației (CORE2 ajustat) este însă anticipat a fi atenuat de efectele de sens opus generate de dinamica anuală relativ mai înaltă a cursului de schimb al leului, dar și a prețurilor de consum externe, precum și de așteptările inflaționiste mai puțin favorabile pe termen scurt.

Prognoza actualizată a inflației, precum și previziunile privind dinamica redresării economiei continuă să fie grevate de incertitudini și riscuri semnificative. Balanța asimetrică a acestora din urmă cunoaște însă o ușoară ameliorare în comparație cu rundele de proiecție anterioare, în condițiile încorporării în noua proiecție a unor ipoteze semnificativ ajustate privind comportamentul pe termen scurt al prețurilor volatile și al prețurilor produselor alimentare procesate, precum și cel al ratei de schimb, dar și datorită relativei îmbunătățiri, cel puțin temporare, a așteptărilor investitorilor internaționali privind evoluția crizei datoriilor suverane, precum și a sentimentului piețelor financiare, inclusiv ca urmare a deciziilor adoptate în ultimele luni de principalele bănci centrale ale lumii. Totodată, potențialul risc nou conturat, și anume cel ca amplitudinea creșterii recente și a celei previzionate a prețurilor produselor alimentare procesate și neprocesate – responsabilă aproape în totalitate de mărimea deteriorării evoluției curente și a prognozei pe termen scurt a inflației – să genereze în actuala conjunctură efecte secundare²⁸, este semnificativ diminuat de caracterul tranzitoriu al acestei creșteri, precum și de perspectiva adâncirii în raport cu proiecția anterioară a deficitului de cerere agregată de-a lungul orizontului de prognoză.

În plus, amplitudinea și durata majorării prețurilor produselor agroalimentare sunt deosebit de incerte, depinzând de o multitudine de factori, precum: (i) natura și dimensiunea pagubelor provocate agricultorilor de secetă; (ii) evoluția prețurilor internaționale specifice, coroborată cu așteptările producătorilor și comercianților privind perspectiva acestora și a cursului de schimb al leului; (iii) dimensiunea costurilor și a marjelor de profit ale operatorilor din acest sector de activitate; (iv) caracteristicile curente/viitoare ale

²⁸ Prin intermediul unei înrăutățiri a anticipațiilor inflaționiste pe termen mai îndelungat.

cererii de asemenea produse. Astfel, din această ultimă perspectivă, majorarea în ritmul anticipat a prețurilor unor produse alimentare²⁹ s-ar putea dovedi nesustenabilă, în ipoteza scăderii mai ample a venitului disponibil real al populației provocate de șocurile simultane pe partea ofertei, incluzând previzibila scumpire a utilităților în cursul iernii, dar și la mijlocul anului viitor, în condițiile inițierii procesului de liberalizare a tarifelor energiei electrice și ale gazelor naturale. Nu poate fi exclusă chiar posibilitatea ca, pe acest fond, prețurile produselor alimentare să consemneze corecții descendente în devans, eventual susținute și de o relativă ameliorare a evoluției prețurilor internaționale ale unor materii prime agricole, decurgând în principal din potențiala ajustare a cererii globale pentru asemenea bunuri.

În același timp, însă, prețurile produselor alimentare ar putea consemna și evoluții opuse, respectiv creșteri mai consistente, datorită unei majorări peste așteptări a costurilor producătorilor/comercianților, inclusiv a celor aferente utilităților, coroborate cu o probabilă tendință de restrângere a marjei lor de profit, precum și ca efect al unei eventuale relative deprecieri a leului în raport cu euro și dolarul SUA. Acest din urmă risc este atenuat de recentul trend favorabil al primei de risc suveran, corelat în bună măsură cu ameliorarea sentimentului pieței financiare internaționale, el rămânând însă relevant pe termen scurt, dată fiind persistența incertitudinilor circumscrise evoluției crizei datoriilor suverane, precum și contextului electoral intern, de natură să nu excludă posibilitatea unei reamplificări a aversiunii globale față de risc, și/sau a unei deteriorări a percepției investitorilor asupra perspectivei economiei naționale.

Eventuala materializare a acestor riscuri s-ar concretiza, cel mai probabil, în scăderi ale intrărilor nete de capital, care ar putea spori atât efectele inflaționiste ale variațiilor cursului de schimb – exercitate inclusiv prin intermediul prețului combustibililor și tarifelor unor servicii, dar posibil și pe calea anticipațiilor inflaționiste – cât și costurile finanțării deficitului fiscal și refinanțării datoriei publice. Într-o asemenea conjunctură, continuarea implementării ferme a măsurilor de consolidare fiscală și a reformelor structurale, concomitent cu intensificarea eforturilor de atragere a fondurilor europene, corespunzător angajamentelor asumate în cadrul acordurilor convenite cu UE, FMI și BM, este esențială pentru prevenirea unor eventuale creșteri semnificative ale primei de risc suveran, implicit pentru atingerea țintei de inflație pe termen mediu și redresarea pe baze sustenabile a economiei românești.

Comportamentul cursului de schimb al leului ar putea fi afectat și de o eventuală restrângere consistentă/bruscă a accesului instituțiilor de credit și al companiilor locale la finanțarea externă, evoluție a cărei probabilitate apare a fi deocamdată scăzută, în condițiile în

²⁹ În cazul produselor a căror cerere se caracterizează printr-un grad relativ mai ridicat de elasticitate față de preț.

care până în prezent ajustarea expunerilor băncilor-mamă față de băncile locale, în contextul procesului de dezintermediere financiară, a fost moderată și ordonată. Totodată, potențiala reorientare în viitor a capitalului străin spre plasamente în instrumentele altor state, percepute a fi mai puțin riscante, dezmințită până în prezent de emisiunile de eurobonduri efectuate în lunile septembrie-octombrie de către MFP, ar putea fi într-o oarecare măsură descurajată de relativa ameliorare a atractivității raportului randament/risc oferit de plasamentele în monedă națională, ce ar decurge din gestionarea fermă a lichidității de către banca centrală, coroborată cu prevalența, cel puțin în economiile din regiune, a unor niveluri mai joase ale ratei dobânzii de politică monetară sau a tendinței de scădere a acesteia.

În ipoteza producerii, totuși, a unei relative deteriorări a comportamentului cursului de schimb al leului, acesta și-ar amplifica și efectele contracționiste exercitate asupra cererii interne. În condițiile în care o asemenea evoluție ar fi asociată inclusiv unei agravări a crizei datoriilor suverane – implicând prelungirea recesiunii zonei euro – relativa încetinire pe care redresarea economiei românești ar urma să o sufere ar fi accentuată de foarte probabila amplificare a influențelor adverse exercitate asupra exporturilor și investițiilor de slăbirea/scăderea suplimentară a cererii externe, respectiv a intrărilor de capital. Într-un asemenea context, este de așteptat ca impactul nefavorabil exercitat de cursul de schimb asupra inflației să fie sensibil atenuat pe termen scurt și posibil chiar contrabalansat pe termen mediu de previzibila intensificare a presiunilor dezinflaționiste ale cererii agregate, decurgând dintr-o adâncire substanțială, în raport cu proiecția, a deficitului acesteia.

În ceea ce privește potențialele riscuri la adresa perspectivei inflației induse de alți factori de natura ofertei, precum prețurile internaționale ale materiilor prime energetice, inclusiv cel al petrolului, și prețurile administrate, balanța acestora pare a rămâne echilibrată, cel puțin pe termen scurt. În cazul ultimei categorii de prețuri, acest caracter al balanței riscurilor se prelungește și pe termen mediu, în principal ca urmare a actualizării previziunilor privind ajustarea prețurilor administrate pe baza reperelor oferite de calendarele de liberalizare a tarifelor energiei electrice și ale gazelor naturale aprobate de autorități, corespunzător angajamentelor din acordurile convenite cu UE, FMI și Banca Mondială.

În vederea ancorării eficace a anticipațiilor inflaționiste și a consolidării implicite a perspectivei revenirii ratei anuale a inflației în interiorul intervalului asociat țintei, odată cu disiparea efectelor tranzitorii ale șocurilor adverse de natura ofertei, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 2 noiembrie 2012 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,25 la sută pe an, concomitent cu gestionarea fermă a lichidității din sistemul bancar. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

