



**BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI**

**RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI**

**Noiembrie 2007**

**anul III, nr. 10**

**Serie nouă**

**ISSN 1582-2923**

***NOTĂ***

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

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

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

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

*Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București*

## ***Cuvânt înainte***

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

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

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

*Raportul asupra inflației a fost finalizat în data de 25 octombrie 2007 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 31 octombrie 2007.*

*Toate edițiile acestei publicații sunt disponibile pe suport hârtie și pe website-ul BNR.*

*(<http://www.bnro.ro>).*

## Lista abrevierilor

<b>AIE</b>	Administrația pentru Informații privind Energia (din cadrul Departamentului Energiei al SUA)
<b>AMIGO</b>	Ancheta asupra forței de muncă în gospodării
<b>ANOFM</b>	Agencia Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
<b>BCE</b>	Banca Centrală Europeană
<b>BIM</b>	Biroul Internațional al Muncii
<b>BVB</b>	Bursa de Valori București
<b>CD</b>	Certificate de depozit
<b>COICOP</b>	Clasificarea Consumului Individual pe Destinații
<b>CNP</b>	Comisia Națională de Prognoză
<b>CRB</b>	Centrala Riscurilor Bancare
<b>EUROSTAT</b>	Oficiul de Statistică al Comunităților Europene
<b>FBC</b>	Formarea brută de capital
<b>FED</b>	Sistemul Rezervelor Federale ale SUA
<b>FMI</b>	Fondul Monetar Internațional
<b>IAPC</b>	Indicele armonizat al prețurilor de consum
<b>INS</b>	Institutul Național de Statistică
<b>IPC</b>	Indicele prețurilor de consum
<b>IPPI</b>	Indicele prețurilor producției industriale
<b>MEF</b>	Ministerul Economiei și Finanțelor
<b>MMSSF</b>	Ministerul Muncii, Solidarității Sociale și Familiei
<b>ON</b>	<i>Overnight</i>
<b>OPEC</b>	Organizația țărilor exportatoare de petrol
<b>RMO</b>	Rezerve minime obligatorii
<b>SEC</b>	Sistemul European de Conturi
<b>VAB</b>	Valoarea Adăugată Brută
<b>1W</b>	O săptămână
<b>12M</b>	12 luni

# Cuprins

I. SINTEZĂ.....	7
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI.....	11
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE .....	14
1. Cererea și oferta .....	14
1.1. Cererea .....	14
1.2. Oferta.....	21
2. Piața muncii.....	22
2.1. Forța de muncă .....	22
2.2. Venituri.....	23
3. Prețurile de import și prețurile de producție.....	25
3.1. Prețurile de import .....	25
3.2. Prețurile de producție .....	26
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE .....	29
1. Politica monetară .....	29
2. Piețe financiare și evoluții monetare .....	34
2.1. Ratele dobânzilor .....	35
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital.....	38
2.3. Moneda și creditul .....	41
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI .....	45
1. Scenariul de bază al proiecției .....	46
1.1. Proiecția inflației.....	46
1.2. Presiuni exogene asupra inflației.....	48
1.3. Presiuni din partea cererii agregate.....	50
1.4. Riscuri și incertitudini asociate proiecției .....	55
2. Evaluarea de politică monetară .....	58



## I. SINTEZĂ

---

Declanșarea în trimestrul III 2007 a acțiunii a două categorii de șocuri inflaționiste a determinat creșterea ratei anuale a inflației în luna septembrie la nivelul de 6,03 la sută, acesta depășindu-l cu 2,23 puncte procentuale pe cel consemnat în iunie și plasându-se cu 2,04 puncte procentuale deasupra cifrei de inflație anuală aferente lunii iulie. Impactul inflaționist major a fost exercitat de creșterea peste așteptări a prețurilor volatile ale unor produse agricole (+10,8 la sută față de iunie și respectiv +8,4 la sută în comparație cu luna iulie) și de majorarea consistentă a prețurilor unor produse alimentare procesate cu ponderi semnificative în coșul de consum aferent inflației de bază și pentru care cererea este inelastică, creșterile de prețuri menționate reprezentând în principal consecințe ale scăderii producției agricole ca urmare a secetei severe din acest an, precum și ale efectului de bază negativ asociat recoltei abundente din 2006. A doua influență adversă semnificativă pe care a receptat-o indicele prețurilor de consum a aparținut corecției cursului de schimb al leului, produsă în contextul turbulențelor de pe piețele financiare internaționale; aceasta a confirmat caracterul nesustenabil din punctul de vedere al modificării condițiilor fundamentale ale economiei românești al aprecierii rapide în termeni nominali pe care a cunoscut-o în perioada anterioară moneda națională, evoluție evidențiată de către banca centrală ca fiind unul din riscurile majore la adresa continuării sustenabile pe termen mediu a dezinflației. Sub efectul celor două șocuri inflaționiste, acomodate de cererea excedentară, rata anuală a inflației CORE2 ajustată cu efectul impozitelor indirecte și-a inversat și ea traiectoria, aceasta redevenind în august accentuat crescătoare.

Impactul exercitat asupra inflației de bază de șocul negativ de ofertă produs de reculul producției agricole a fost potențat de accelerarea în trimestrul II a creșterii cererii interne, dar mai ales de dinamizarea puternică a cererii de produse agroalimentare, ca reacție la scăderea autoconsumului. Investițiile au continuat însă să constituie și în al doilea trimestru al anului cea mai dinamică componentă a absorbției interne – în mare măsură pe seama menținerii vitezei extrem de ridicate de creștere a investițiilor în construcții – ritmul lor anual de creștere sporind de la 17,2 la sută în trimestrul anterior la 19,4 la sută. În aceste condiții, scăderea ușoară pe care a înregistrat-o în trimestrul II dinamica anuală a PIB (de la 6 la sută la 5,6 la sută) s-a datorat în principal amplificării soldului negativ al exportului net<sup>1</sup>, dar și restrângerii autoconsumului pe fondul slabei performanțe agricole.

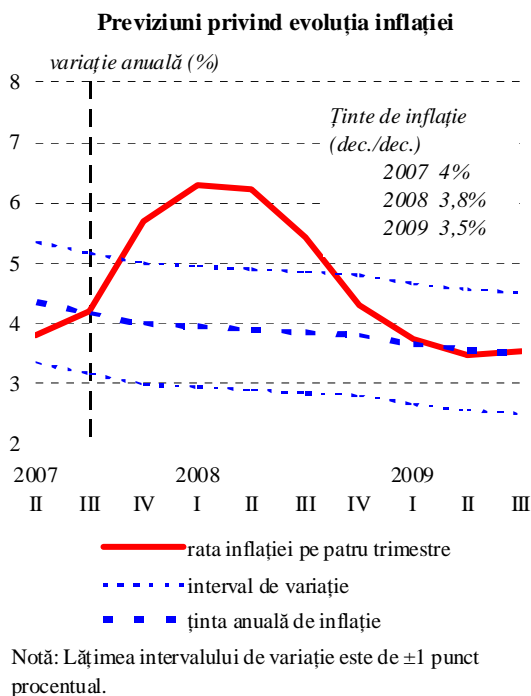
Anticiparea creșterii riscurilor la adresa continuării dezinflației a determinat CA al BNR să întreprună la începutul trimestrului III traiectoria descendentă a ratei dobânzii de politică monetară, aceasta fiind menținută ulterior la nivelul de 7 la sută. Riscurile identificate în contextul analizelor efectuate au fost cele legate de continuarea creșterii alerte a salariilor – insuficient susținută de sporuri de productivitate, de preconizata accelerare a creșterii cheltuielilor bugetare, care sunt proiectate a devansa dinamica veniturilor corespunzătoare, precum și de prelungirea trendului de înrăutățire a deficitului extern. Politica ratei dobânzii a fost întărită preemptiv în a doua parte a trimestrului prin sporirea fermității controlului exercitat de banca centrală asupra lichidității de pe piața monetară, astfel încât nivelul mediu al randamentului tranzacțiilor de pe segmentul interbancar s-a plasat la finele lunii septembrie cu aproape 2 puncte procentuale deasupra valorii consemnate la sfârșitul lunii precedente.

---

<sup>1</sup> Contribuția acestuia la dinamica PIB a atins în trimestrul II valoarea record de -9,2 puncte procentuale.

Decizia adoptată de CA al BNR a fost justificată de înrăutățirea perspectivei pe termen scurt ale inflației – decurgând în principal din creșterea potențialului inflaționist al evoluțiilor unor factori ai ofertei (dominant fiind impactul secetei asupra producției agricole și a prețurilor produselor alimentare) și din efectele adverse exercitate de corecția ascendentă suferită de cursul de schimb al leului – precum și de sporirea incertitudinii privind dezvoltările viitoare în privința acestor factori inflaționiști. Pentru a potența impactul deciziilor privind rata dobânzii, BNR a efectuat în acest interval o serie de modificări la nivelul cadrului operațional al politicii monetare, urmărind astfel să întărească rolul de semnal al ratei dobânzii cheie a politicii monetare, precum și rolul ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară în cadrul mecanismului de transmisie monetară; astfel, banca centrală a restrâns amplitudinea coridorului format în jurul ratei dobânzii de politică monetară de ratele dobânzilor facilităților permanente – majorând rata dobânzii pentru facilitatea de depozit de la 1 la sută la 2 la sută și scăzând-o pe cea aferentă facilității de creditare de la 14 la sută la 12 la sută – și a redus scadența depozitelor atrase – principalul instrument de implementare a politicii monetare – de la o lună la două săptămâni. Totodată, pentru a consolida restrictivitatea condițiilor monetare în sens larg, banca centrală a menținut ratele rezervelor minime obligatorii la nivelul de 20 la sută pentru pasivele constituite în moneda națională<sup>2</sup> și respectiv la 40 la sută pentru pasivele denumite în valută; prin această măsură, BNR a avut în vedere ritmul rapid de creștere pe care l-a înregistrat creditul neguvernamental (43,1 la sută în termeni reali), în special componenta în valută a acestuia (73,2 la sută exprimat în euro), precum și perspectiva continuării acestor tendințe.

În comparație cu prognoza anterioară, scenariul de bază al actualei proiecții a evoluțiilor macro-economice pe termen mediu pune în evidență o înrăutățire a perspectivei inflației pe majoritatea orizontului de transmisie a politicii monetare. Rata anuală prognozată a inflației se plasează în luna decembrie 2007 la nivelul de 5,7 la sută, iar la finele anului 2008 la 4,3 la sută (cu 1,8, respectiv 0,6 puncte procentuale peste valorile prognozate în *Raportul asupra inflației* din luna august), traiectoria ei ridicându-se până în trimestrul III 2008 deasupra limitei superioare a intervalului de variație ce încadrează ținta centrală de inflație. Revizuirea ascendentă a prognozei inflației este în principal rezultanta abaterii substanțiale față de proiecție consemnate începând cu trimestrul III 2007 de traiectoria prețurilor produselor alimentare (inclusiv a prețurilor volatile aferente acestei categorii de produse) și de evoluția cursului de schimb al leului, pe acest fond producându-se și o relativă reducere a restrictivității condițiilor monetare în prima parte a orizontului proiecției. Reflectând la rândul ei influența nefavorabilă a acestor factori, precum și efectul expansionist pe care se anticipează să-l exercite relaxarea în următoarea perioadă a politicii fiscale – ce este proiectată a succeda prudenței imprimată conduitei acestei politici în primele 10 luni ale anului curent – rata anuală prognozată a inflației CORE2 se înscrie în prima parte a intervalului pe o pantă ascendentă. Inflația de bază decelerează însă puternic în a doua jumătate a anului 2008 și



<sup>2</sup> Cu scadență reziduală mai mică de 2 ani.



revine astfel în ultima parte a orizontului proiecției la valori apropiate celor prognozate anterior. Această evoluție este susținută de amplificarea treptată a valorii negative a *gap*-ului PIB, având ca principal resort acțiunea unor condiții monetare reale a căror restrictivitate va fi asigurată prin calibrarea adecvată a politicii ratei dobânzii, coroborată cu reluarea prognozată a tendinței de apreciere în termeni reali a monedei naționale pe termen mai îndelungat, sub impactul continuării înregistrării de câștiguri de productivitate în economia românească și al persistenței influxurilor sustenabile de capital productiv.

Actuala prognoză a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu pune în evidență o amplificare, comparativ cu exercițiul anterior, a complexității și dimensiunii riscurilor și incertitudinilor ce-i sunt asociate; aceasta se datorează manifestării în perioada următoare a implicațiilor șocurilor inflaționiste produse în trimestrul III, concomitent cu cele ale declanșării seriei de evenimente electorale ce se vor extinde până în anul 2009. Riscul major identificat în actualul context este cel al continuării creșterii alerte a salariilor în toate sectoarele economiei și al necorelării acesteia cu dinamica productivității muncii, potențată de persistența caracterului lax al politicii veniturilor implementate de autorități. O asemenea creștere a câștigurilor salariale deține capacitatea de a exacerba suplimentar cererea de consum, inclusiv prin intermediul dinamizării creditului, cu consecința amânării eliminării excedentului de cerere. Ea ar putea impulsiona inflația și prin canalul sporirii costurilor, cel puțin în acele sectoare ale economiei în care continuă să se manifeste o cerere excedentară și care este posibil să se confrunte cu un deficit de forță de muncă, cu riscul suplimentar al propagării acestor creșteri salariale în alte sectoare economice prin intermediul efectelor de demonstrație, în special în prezența unor anticipații inflaționiste sporite. În acest context, există riscul exacerbării revendicărilor salariale în toate sectoarele, a căror eventuală acceptare ar alimenta inflația prin intermediul creșterii generalizate a costurilor unitare cu forța de muncă peste nivelurile ce pot fi absorbite de către producători prin ajustarea marjelor de profit.

Corelate cu acest risc sunt și incertitudinile privind amplitudinea relaxării politicii fiscale de-a lungul orizontului prognozei, în principal cele legate de nivelul efectiv la care se va situa deficitul bugetului general consolidat, precum și în privința raportului dintre cheltuielile de capital și cele curente, ultimele având un potențial superior de stimulare a consumului. Astfel, dacă în acest an, riscul ca deficitul bugetar să depășească nivelul programat este relativ scăzut, el crește considerabil la nivelul anului 2008, date fiind, pe de o parte, anticipata diminuare ciclică a veniturilor bugetare pe fondul scăderii PIB sub nivelul potențial, și, pe de altă parte, posibila depășire a nivelului proiectat al cheltuielilor bugetare în condițiile creșterii consistente a pensiilor și sporirii presiunilor asupra bugetului specifice unui an electoral. Pe lângă presiunile inflaționiste pe care le va genera, eventuala materializare a riscului producerii unei asemenea relaxări a politicilor macroeconomice, coroborată cu persistența ritmului înalt de creștere a unor tipuri de fluxuri de capital, inclusiv a celor de natura datoriei externe, ar reduce considerabil șansele de stopare a adâncirii deficitului de cont curent pe orizontul prognozei și implicit pe cele de asigurare a sustenabilității dezinflației pe termen mediu.

Posibilitatea ca majorările viitoare de prețuri ale produselor alimentare și ca efectele inflaționiste secundare generate de acest factor să fie superioare ipotezelor proiecției constituie, de asemenea, un risc important asociat prognozei. Acesta decurge în principal din: (i) ponderea foarte mare pe care o deține componenta prețurilor alimentare în coșul de consum pe baza căruia se calculează indicii de prețuri de consum, în condițiile volatilității pronunțate a performanței anuale a sectorului agricol din România; (ii) tendința de accelerare și de extindere – atât a ariei de cuprindere, cât și a perioadei de manifestare – a creșterii prețurilor agroalimentare pe piețele internaționale; (iii) magnitudinea și caracterul etapizat al ajustărilor de

prețuri administrate anunțate a fi operate în lunile următoare pe piața internă. Un impact nefavorabil mai pronunțat asupra anticipațiilor inflaționiste ar putea să-l exercite pe termen scurt și recenta corecție consemnată în termeni nominali de leu în raport cu principalele monede, precum și creșterea volatilității și a impredictibilității cursului de schimb al monedei naționale. Acest comportament al ratei de schimb va fi potențat de persistența, cel puțin pe termen scurt, a incertitudinilor majore privind implicațiile la nivel global ale crizei de pe piața creditului ipotecar din SUA, dar și de eventualele schimbări de atitudine a investitorilor financiari față de piața românească ca reacție la evoluția unor fundamente interne, în contextul mai larg al posibilelor modificări de atitudine față de clasa de active reprezentată de piețele emergente în ansamblul lor.

Acestor incertitudini li se alătură și cele legate de evoluția viitoare a unor factori exogeni cu impact asupra inflației, cei mai semnificativi fiind dinamica prețurilor administrate, precum și cea a prețurilor volatile (inclusiv ale combustibililor). În cazul prețurilor reglementate, amânarea pe orizonturi de timp mai îndepărtate a efectuării unor corecții prevăzute anterior pentru anii electorali 2007 și 2008 plasează riscul producerii șocurilor inflaționiste asociate spre partea finală a orizontului proiecției și dincolo de acesta.

Media anuală a inflației, estimată în jurul valorii de 4,7 la sută față de 6,56 la sută în anul anterior, indică însă o consolidare a procesului de dezinflație în acest an. Cu toate acestea, riscul prelungirii abaterii de la țintă a inflației și de-a lungul unei părți a anului 2008 tinde să diminueze impactul favorabil al acestei consolidări și să afecteze anticipațiile privitoare la inflație ale agenților economici și populației.

Având în vedere înrăutățirea, comparativ cu proiecția anterioară, a perspectivei inflației pe aproape întregul orizont de transmisie a politicii monetare, precum și predominanța riscurilor în sensul accelerării inflației, Consiliul de administrație al BNR a decis majorarea cu 0,5 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 7,5 la sută, precum și continuarea gestionării prudente a lichidității de pe piața monetară prin intermediul operațiunilor de piață. Totodată, pentru a consolida restrictivitatea condițiilor monetare în sens larg și având în vedere creșterea rapidă a creditului neguvernamental sub raportul tuturor componentelor sale, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea nivelului actual al ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, celor în valută ale instituțiilor de credit.

Consiliul de administrație al BNR a reafirmat în acest context necesitatea orientării politicii monetare, alături de celelalte componente ale mix-ului de politici macroeconomice, în direcția ancorării ferme și sustenabile a anticipațiilor inflaționiste la nivelurile scăzute de inflație atinse până în prezent, în vederea încadrării creșterii anuale a prețurilor în traiectoria de dezinflație pe termen mediu stabilită împreună cu guvernul și, la un orizont mai larg, a asigurării convergenței nivelului agregat al prețurilor din România către stabilitatea prețurilor în definiția sa din UE. Această orientare a ansamblului de politici macroeconomice este cu atât mai necesară cu cât deficitul extern se plasează la niveluri dificil de susținut pe termen îndelungat, în contextul incertitudinilor crescute ce afectează mediul economic internațional. De asemenea, orientarea politicii monetare urmărește asigurarea unui nivel corespunzător al dobânzii reale, de natură să stimuleze economisirea și să îmbunătățească raportul acesteia cu investițiile, cu efect asupra reducerii treptate în viitor a deficitului extern.

## II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

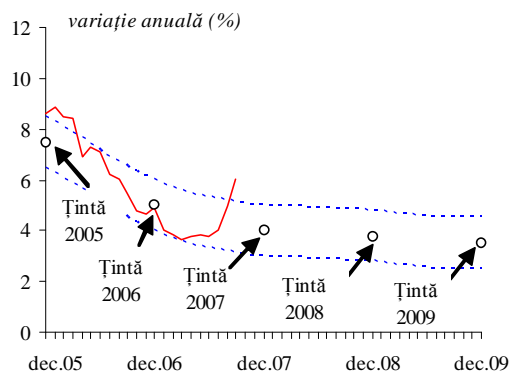
În trimestrul III 2007, rata anuală a inflației a depășit limita superioară a intervalului de variație de +/-1 punct procentual în jurul țintei interpolate, nivelul atins la sfârșitul perioadei (6,03 la sută) fiind cu 2,23 puncte procentuale mai ridicat decât cel consemnat în iunie 2007 și cu 2,04 puncte procentuale mai mare decât cifra de la sfârșitul lunii iulie. Spre deosebire de trimestrul anterior, când presiunile au fost vizibile doar la nivelul prețurilor volatile, în intervalul analizat deficitul de ofertă de produse agroalimentare (unele dintre acestea cu ponderi importante în coșul de consum și față de care cererea este relativ inelastică), la care s-a adăugat corecția tendinței anterioare de apreciere rapidă în termeni nominali a monedei naționale, au exercitat un impact nefavorabil și asupra traiectoriei inflației de bază. Propagarea șocurilor de natura ofertei a fost facilitată de persistența excesului de cerere, pe fondul majorării rapide a veniturilor populației.

Accelerarea observată în perioada analizată la nivelul ratei anuale a inflației a fost generată în proporție de aproape 70 la sută de prețurile volatile, dinamica anuală atinsă de acestea în luna septembrie 2007 depășind cu 10,9 puncte procentuale valoarea înregistrată la mijlocul anului. Factorii determinanți includ, pe de o parte, tensiunile induse de secetă pe piața legumelor și fructelor – nu numai pe plan intern, ci și regional –, iar pe de altă parte, efectul de bază considerabil asociat recoltei abundente din anul anterior. O influență favorabilă a exercitat însă decelerarea cu 1,9 puncte procentuale a ratei anuale de creștere a prețului combustibililor (până la -0,7 la sută), în condițiile în care tendința recentă de majorare a prețului petrolului pe piețele internaționale<sup>3</sup> nu a produs încă mișcări semnificative pe piața internă.

Presiunile exercitate de evoluția prețurilor administrate asupra ratei inflației s-au atenuat, dinamica anuală a acestora scăzând la 7,3 la sută în septembrie, comparativ cu 8,7 la sută la sfârșitul trimestrului precedent. Explicația rezidă atât în absența ajustărilor tarifelor la energie, cât și în efectul de bază favorabil manifestat în cazul telefoniei fixe, creșterea prețurilor determinată de corecția monedei naționale față de euro în perioada curentă fiind net inferioară celei înregistrate în anul 2006 în urma majorării abonamentelor Romtelecom.

<sup>3</sup> În luna septembrie, prețul petrolului Brent a atins un nou record (medie de 77,2 dolari SUA/baril, comparativ cu 71 dolari SUA/baril în iunie).

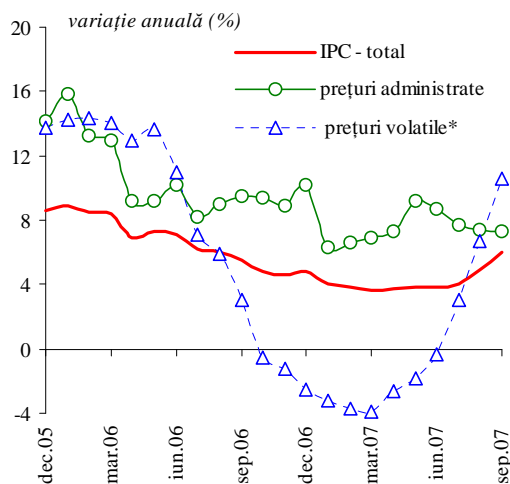
### Evoluția inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

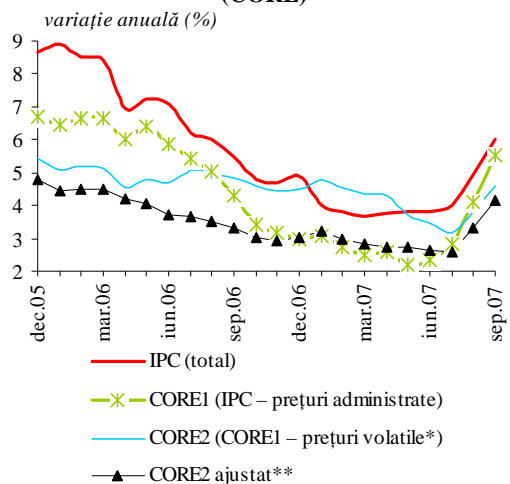
### Rata inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

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



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

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

Sursa: INS, calcule BNR

## Prețuri administrate versus prețuri libere

variație anuală (%); sfârșitul perioadei

	2006		2007		
	III	IV	I	II	III
<b>Rata inflației</b>	<b>5,5</b>	<b>4,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>6,0</b>
<b>Prețuri administrate*</b>	<b>9,5</b>	<b>10,2</b>	<b>6,9</b>	<b>8,7</b>	<b>7,3</b>
<b>1. Mărfuri nealimentare*:</b>	<b>8,4</b>	<b>11,4</b>	<b>5,4</b>	<b>6,5</b>	<b>5,7</b>
energie electrică	1,9	6,6	4,6	9,0	9,0
energie termică	20,0	18,4	20,8	20,8	20,8
gaze naturale	21,4	33,6	10,0	6,3	4,7
medicamente	-4,0	-1,9	-4,8	-4,2	-5,7
<b>2. Servicii*, din care:</b>	<b>11,3</b>	<b>8,1</b>	<b>9,5</b>	<b>12,5</b>	<b>10,2</b>
apă, canal, salubritate	20,3	21,4	20,5	14,6	14,1
telefonie fixă	10,5	2,5	5,6	0,0	-5,1
transport de călători pe calea ferată	5,1	13,2	23,7	29,8	37,2
transport urban (de călători)	7,1	4,1	3,5	5,2	6,8
<b>Prețuri libere (CORE1)</b>	<b>4,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>5,5</b>
<b>CORE2**</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>3,5</b>	<b>4,6</b>
CORE2 exclusiv tutun și băuturi alcoolice	3,3	3,0	2,8	2,7	4,2
tutun și băuturi alcoolice	22,9	21,8	22,9	12,7	9,3

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

Sursa INS, calcule BNR

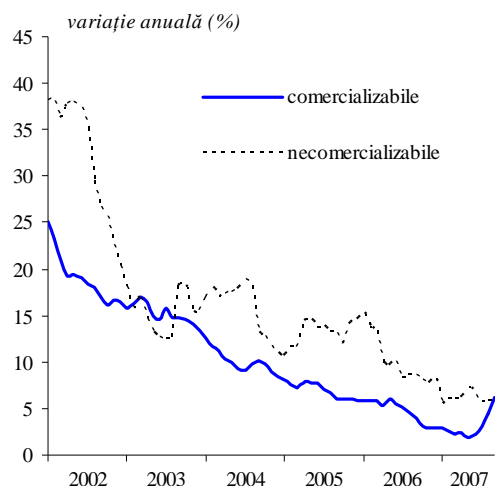
Similar intervalelor anterioare, evoluția prețurilor produselor din tutun trebuie evidențiată separat de măsura CORE2, variațiile înregistrate fiind, de regulă, asociate unor modificări intervenite în regimul fiscal (taxa pe viciu, accize). Și în acest caz, încetinirea dinamicii anuale (cu circa 4 puncte procentuale în septembrie față de iunie 2007) s-a datorat efectului de bază favorabil, impactul generat de majorarea de accize realizată la 1 iulie 2006<sup>4</sup> fiind de mai mare amplitudine decât cel din iulie 2007.

Traectoria constant descendentă consemnată de inflația de bază (măsurată prin CORE2 ajustat) s-a inversat abrupt în luna august, efectele pierderilor considerabile de producție vegetală provocate de condițiile meteo nefavorabile pe plan intern și ale accentuării tensiunilor pe piețele externe de profil în contextul incidenței globale a fenomenului extinzându-se dincolo de grupa produselor cu prețuri volatile (cele mai afectate au fost produsele de panificație și uleiul). Astfel, ritmul anual de creștere a inflației de bază a urcat cu circa 1,5 puncte procentuale la sfârșitul trimestrului analizat comparativ cu iunie 2007, mișcare determinată aproape integral de grupa mărfurilor alimentare. O contribuție marginală în acest sens au avut și serviciile libere, în timp ce dinamica anuală a prețurilor mărfurilor nealimentare și-a încetinit semnificativ tendința de reducere.

În sensul întreruperii procesului dezinflaționist au acționat de asemenea deprecierea monedei naționale în intervalul august-septembrie și majorarea substanțială a câștigurilor salariale (în termeni anuali), care a condus la alimentarea în continuare a excesului de cerere, precum și la deteriorarea costurilor unitare cu forța de muncă. În acest context, producătorii industriali, comercianții, dar și operatorii bancari și-au ajustat anticipațiile inflaționiste<sup>5</sup>, înrăutățirea acestora reprezentând un factor inhibitor suplimentar.

Sub influența șocului generat de deficitul de produse agroalimentare, rata anuală de creștere a prețurilor bunurilor comercializabile a urcat în septembrie la 6,1 la sută, plasându-se cu 3,9 puncte procentuale peste nivelul din luna iunie. În schimb, a continuat dezinflația pe segmentul produselor necomercializabile (-0,7 puncte procentuale, până la 5,9 la sută), determinantă fiind în acest caz atenuarea de ritm produsă în cazul prețurilor administrate, principala componentă a grupei.

## Prețurile bunurilor comercializabile și necomercializabile



Sursa EUROSTAT, calcule BNR

<sup>4</sup> Se include în aceasta și ultima etapă a introducerii taxei pe viciu.

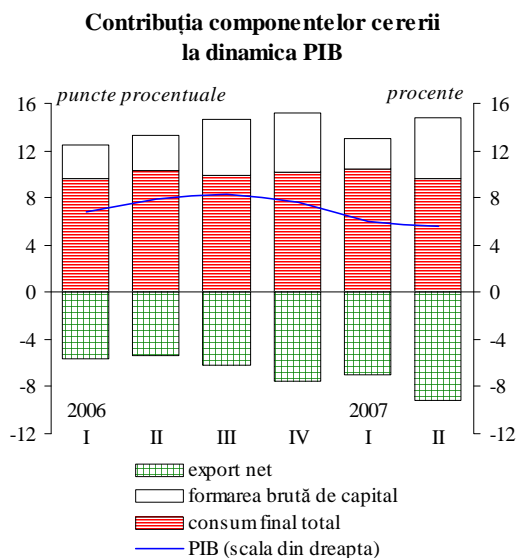
<sup>5</sup> Afirmția este susținută de (i) rezultatele sondajului efectuat de BNR în rândul operatorilor bancari, care indică o stagnare în intervalul mai-septembrie a ratei anuale a inflației pe orizont de un an și de (ii) sondajul realizat de INS în industrie și comerț în lunile august și septembrie, care relevă creșteri semnificative ale soldurilor conjuncturale aferente evoluției prețurilor în următoarele trei luni.

Din perspectiva criteriului de convergență nominală referitor la inflație, decalajul dintre variația IAPC din România și media ratei inflației din cele mai performante trei state membre ale Uniunii Europene (calculat ca medie anuală pentru ultimele 12 luni) s-a menținut la un nivel similar celui din luna iunie 2007 (3,3 puncte procentuale în septembrie). Aceeași evoluție constantă s-a observat și în cazul comparației cu media UE-27, diferența dintre cei doi indici armonizați (2,3 puncte procentuale) fiind doar marginal inferioară celei înregistrate cu trei luni în urmă.

În luna septembrie 2007, rata anuală efectivă a inflației s-a situat cu 1,8 puncte procentuale peste proiecția prezentată în *Raportul asupra inflației* din luna august, deviația provenind din: (i) creșterea substanțială a prețurilor unor legume și fructe, în condițiile în care, deși proiecția încorporea tensiuni pe acest segment, variațiile înregistrate au depășit cu mult nivelul anticipat, inclusiv ca urmare a manifestării unor scăderi importante ale producției agricole începând din luna august și din (ii) corecția în termeni nominali înregistrată de moneda națională, variațiile fiind superioare proiecției (deși între media trimestrială efectivă și cea proiectată a cursului de schimb nu au existat diferențe semnificative, fluctuațiile lunare considerate în cadrul prognozei au fost net inferioare celor reale). În sens contrar a acționat evoluția favorabilă a prețului combustibililor, având în vedere faptul că majorările luate în calcul nu s-au materializat de-a lungul trimestrului III (cu excepția lunii septembrie).

### III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

#### 1. Cererea și oferta



În trimestrul II 2007, rata anuală de creștere a PIB real a consemnat o ușoară atenuare față de intervalul anterior, de la 6 la sută la 5,6 la sută<sup>6</sup>, nivelul atins fiind însă superior proiecției benchmark formulate în luna iunie (cu 0,4 puncte procentuale). În ceea ce privește tiparul de creștere economică, investițiile au reprezentat, pentru al cincilea trimestru consecutiv, cel mai dinamic segment al cererii agregate; modificarea față de trimestrul I constă în decelerarea severă a ritmului exporturilor de bunuri și servicii, până la mai puțin de 25 la sută din cel înregistrat de consumul final. Din perspectiva ofertei, temperări ale dinamicii anuale au fost vizibile la majoritatea sectoarelor economice, cu excepția construcțiilor.

##### 1.1. Cererea

Încetinirea creșterii economice în trimestrul II a fost determinată de deteriorarea puternică a contribuției componente externe a cererii agregate, până la -9,2 puncte procentuale – cel mai modest nivel din perioada pentru care dispunem de conturi naționale trimestriale<sup>7</sup>. Această traiectorie a fost doar parțial estompată de avansul de ritm (cu 1,3 puncte procentuale) înregistrat de cererea internă, datorat formării brute de capital.

##### 1.1.1. Cererea de consum

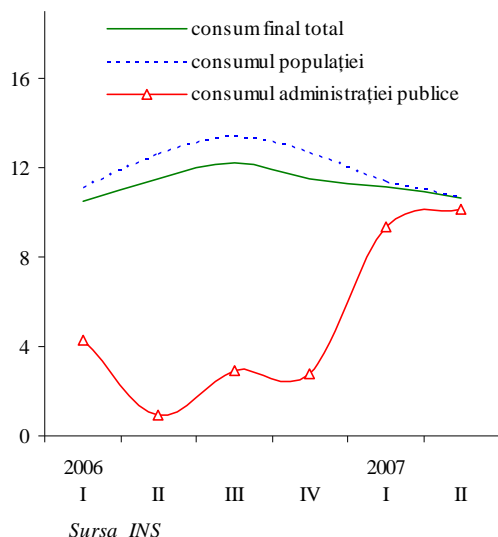
Volumul consumului final a înregistrat o nouă pierdere de ritm (-0,6 puncte procentuale, până la 10,6 la sută), evoluție atribuită în întregime componente sale private.

##### Cererea de consum a populației

Dinamica anuală a consumului final efectiv al populației s-a diminuat ușor, menținându-se totuși la un nivel ridicat (10,7 la sută). În structură, evoluțiile au fost mixte. Pe de o parte, s-a consemnat o restrângere cu 8,9 la sută a componente „auto-consum și cumpărări de pe piața țărănească” și o scădere de

##### Consumul final efectiv

variație anuală (%)



<sup>6</sup> În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum.

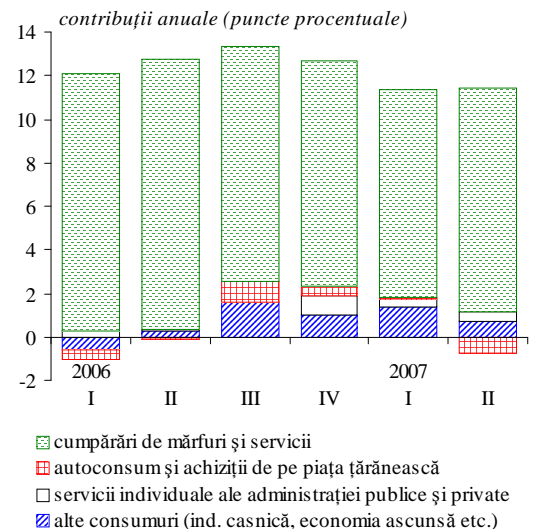
<sup>7</sup> 1999-2007.

2,6 ori a ritmului aferent componentei „alte consumuri”<sup>8</sup> (până la 5,7 la sută), cauza determinantă fiind seceta din prima parte a anului, care a afectat atât producția de fructe și legume, cât și pe cea de lapte și produse lactate. Pe de altă parte, rata de creștere corespunzătoare achizițiilor de mărfuri din rețeaua comercială și prestărilor de servicii s-a accelerat cu 2,8 puncte procentuale (până la 15,2 la sută), datele statistice privind volumul cifrei de afaceri înregistrate de operatorii de profil indicând contribuția decisivă a produselor alimentare – majorare cu 15,1 la sută a volumului vânzărilor, comparativ cu doar 1 la sută în trimestrul I.

Data fiind ponderea ridicată a segmentului alimentar în coșul de consum al populației (circa 40 la sută), se poate afirma că trimestrul II a fost marcat de accentuarea potențialului inflaționist al cererii de consum. Acumulări de ritm au înregistrat și vânzările la majoritatea categoriilor segmentului nealimentar, excepția cea mai vizibilă fiind localizată pe segmentul auto – reducere a dinamicii anuale la mai puțin de jumătate din nivelul înregistrat în intervalul precedent, până la 23,2 la sută<sup>9</sup>.

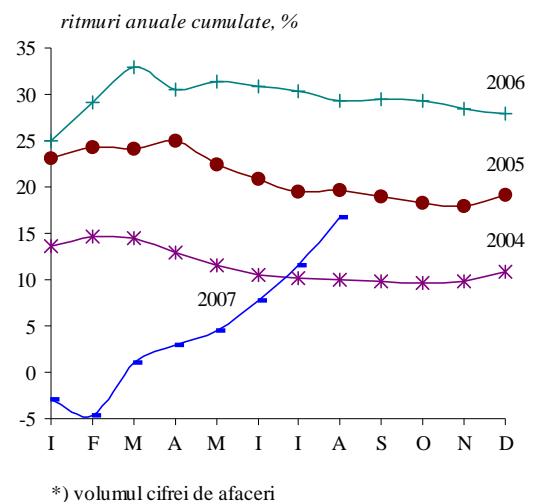
Amplificarea cumpărărilor de bunuri și servicii din rețeaua comerțului cu amănuntul a fost susținută în principal de rata ridicată de creștere a venitului disponibil (16 la sută în termeni reali, nivel similar celui din trimestrul I)<sup>10</sup> – de menționat totuși posibilitatea ca influența acestui factor să fi fost atenuată de accentuarea în continuare a înclinației către economisire, relevată de noua acumulare de ritm înregistrată de soldul depozitelor în lei și în valută constituite de populație (până la 38,4 la sută, în termeni reali). În ceea ce privește resursele împrumutate, creditul bancar pare să-și fi diminuat contribuția la finanțarea achizițiilor de bunuri de consum, așa cum sugerează menținerea trendului puternic descendent al dinamicii anuale aferente soldului creditelor bancare pe termen scurt și mediu, contractate de populație (4,6 la sută în trimestrul II, față de 7,8 la sută în intervalul anterior<sup>11</sup>). Semnalele din piață indică însă o evoluție ascendentă a instrumentelor alternative de

### Consumul final al populației pe elemente de cheltuieli



Sursa: INS, calcule BNR

### Comerțul\* cu amănuntul de produse alimentare, băuturi și tutun



\*) volumul cifrei de afaceri

Sursa: INS, calcule BNR

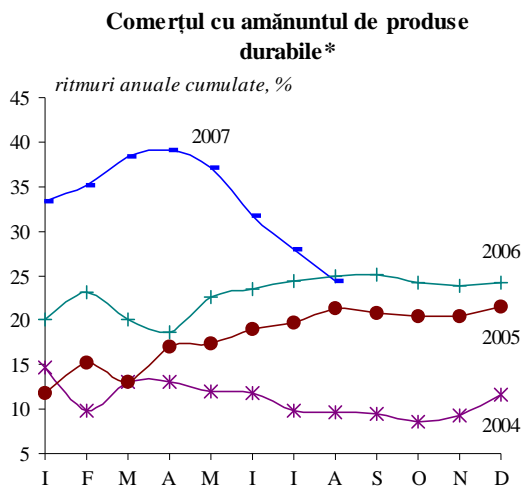
<sup>8</sup> Principala influență negativă a fost exercitată de industria casnică, definită de INS prin activitatea de prelucrare în gospodăriile populației (din mediul rural sau urban), cu mijloace proprii, a bunurilor agricole obținute din producție proprie sau cumpărate din comerț.

<sup>9</sup> Potrivit metodologiei conturilor naționale, achizițiile de autoturisme efectuate de către populație sunt incluse în consumul final.

<sup>10</sup> Venitul disponibil al populației este aproximat prin suma dintre veniturile totale din salarii (salariile nete ponderate cu numărul salariaților), cele provenind din surse bugetare și extrabugetare (asigurări sociale de stat, ajutor pentru șomaj, asigurări de sănătate), remiterile din munca în străinătate și transferurile curente private de la nerezidenți.

<sup>11</sup> Decelerarea a fost vizibilă și pe parcursul anului 2006, în ultimul trimestru dinamica anuală (+11,8 la sută în termeni reali) reprezentând circa o treime din nivelul corespunzător primelor trei luni.





\*) volumul cifrei de afaceri pentru comerțul cu amănuntul cu mobilă, aparate electronice, electrocasnice, IT&C și pentru comerțul cu ridicata și cu amănuntul al autovehiculelor

Sursa: INS, calcule BNR

finanțare, lansate atât de băncile comerciale (în special cardul de credit), cât și de instituțiile financiare nebankare (mai ales cele specializate în acordarea creditelor de consum). Un alt canal de stimulare a achizițiilor de bunuri și servicii a fost reprezentat de extinderea rețelelor comerciale, în special a celor aferente formelor moderne de comerț<sup>12</sup>, dar și de utilizarea pe scară largă a metodelor de promovare și *discount* de către distribuitorii de mari dimensiuni.

În ceea ce privește piețele de proveniență a bunurilor destinate consumului populației, datele statistice disponibile relevă o posibilă restrângere a poziției deținute de mărfurile de fabricație autohtonă, în favoarea celor din import. Astfel, comparativ cu trimestrul I, dinamica aferentă volumului cifrei de afaceri pentru producția destinată pieței interne s-a redus de circa 5 ori pe ambele segmente – „bunuri de uz curent” și „bunuri durabile” –, până la 12,9 la sută și respectiv 5,9 la sută (evoluția a fost parțial contrabalansată de intensificarea de ritm consemnată de mijloacele de transport rutier, rata de creștere din trimestrul II rămânând însă modestă: 2,7 la sută). În schimb, dinamica volumului fizic al importurilor<sup>13</sup> a înregistrat o accelerare în cazul bunurilor de uz curent (cu 4,6 puncte procentuale, până la 21,2 la sută), iar în cel al bunurilor de folosință îndelungată ritmul de creștere a rămas net superior celui aferent producției autohtone, chiar dacă s-a diminuat la majoritatea grupelor de mărfuri<sup>14</sup>.

### Cererea de consum guvernamental

În corespondență cu traiectoria ascendentă a angajărilor de personal în aparatul administrativ, consumul final guvernamental și-a intensificat ușor ritmul de creștere (de la 9,4 la 10,1 la sută).

### Evoluții bugetare

Bugetul general consolidat a înregistrat la jumătatea anului un sold cumulat negativ de circa 750 milioane RON, reprezentând aproximativ 0,2 la sută din PIB proiectat pentru 2007, în condițiile în care pentru întregul an a fost prevăzut un deficit de 2,8 la sută din PIB<sup>15</sup>. Aproape jumătate din deficitul semestrial

<sup>12</sup> Potrivit unui studiu de cercetare a pieței, realizat de compania MEMRB Retail Tracking Services, la sfârșitul primului semestru al anului 2007 cota deținută de supermarketuri și hipermarketuri pe piața bunurilor de larg consum s-a dublat față de perioada similară a anului anterior, ajungând la 29,4 la sută.

<sup>13</sup> Modificările volumului fizic au fost calculate pe baza datelor din balanța de plăți, prin deflatare cu indicii valorii unitare.

<sup>14</sup> Dinamica anuală a volumului fizic pentru categoriile de bunuri durabile identificate pe baza Nomenclatorului Combinat a fost cuprinsă între 24,2 la sută (la mașini și aparate electrice) și 68,8 la sută (la autovehicule).

<sup>15</sup> Acesta a fost menținut neschimbat la ultima rectificare bugetară, efectuată în luna septembrie.



s-a realizat în trimestrul II, când atât veniturile, cât și cheltuielile bugetare au consemnat creșteri importante ale dinamicilor anuale. Astfel, ritmul de creștere<sup>16</sup> a veniturilor trimestriale (22,3 la sută) a fost cel mai ridicat din ultimii doi ani<sup>17</sup>, în condițiile în care mai multe categorii de încasări (cele din impozitul pe salarii și venit, impozitul pe profit și accize) au atins niveluri maxime de creștere ale acestei perioade (43 la sută, 41,2 la sută, respectiv 15,3 la sută). O sporire însemnată a dinamicilor anuale, comparativ cu trimestrul anterior, au cunoscut și celelalte tipuri de venituri bugetare (taxa pe valoarea adăugată, veniturile din capital, veniturile nefiscale și contribuțiile pentru asigurările sociale de stat), excepție făcând doar viramentele din impozitele și taxele pe proprietate, a căror dinamică anuală s-a redus de la 32,8 la 9,7 la sută.

Totodată, ritmul anual de creștere a cheltuielilor bugetare (30,6 la sută) s-a situat în proximitatea maximului înregistrat în ultimii doi ani (34,9 la sută în trimestrul IV 2006). Aproape toate categoriile de cheltuieli au consemnat o majorare a dinamicilor anuale comparativ cu cele din trimestrul precedent, excepție făcând doar o parte din transferuri (pentru asistență socială, a căror creștere în termeni reali s-a încetinit de la 19,2 la 11,1 la sută). Cel mai ridicat ritm anual de creștere l-au înregistrat cheltuielile de capital, transferurile (datorită celor efectuate între unitățile administrației publice și celor care includ contribuția României la UE), precum și cheltuielile de personal.

În schimb, în luna iulie bugetul general consolidat a revenit la un sold cumulat excedentar (0,5 la sută din PIB proiectat). Schimbarea s-a produs în condițiile în care în această lună (i) s-au concentrat viramentele trimestriale din impozitul pe profit, (ii) cheltuielile au fost degrevate de o parte din drepturile salariale cuvenite profesorilor (plătite în avans în iunie pentru perioada vacanței), iar (iii) plățile cu dobânzile aferente datoriei publice și subvențiile s-au plasat sub valoarea medie lunară a celor din primele 6 luni ale anului. În august, excedentul bugetar cumulat s-a diminuat până la nivelul de 0,3 la sută din PIB, datorită unei ușoare sporiri a cheltuielilor coroborate cu o restrângere a încasărilor, tipică lunii care o succede pe cea în care se încasează impozitul pe profit.

În prima jumătate a lunii septembrie a avut loc cea de-a doua rectificare bugetară din acest an. Ambele componente ale balanței consolidate au glisat crescător (cu câte 1 789 milioane

<sup>16</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmul anual de creștere exprimat în termeni reali.

<sup>17</sup> Perioada pentru care se poate asigura comparabilitatea datelor, datorită modificării clasificății bugetare.

lei), astfel încât ținta de deficit a fost menținută la 2,8 la sută din PIB. Majorarea veniturilor proiectate s-a bazat în principal pe sporirea încasărilor din impozitul pe venit, dividende și contribuțiile de asigurări sociale de stat, iar creșterea cheltuielilor s-a făcut în special în favoarea componente sociale a acestora.

În plus, în prima parte a lunii octombrie au fost adoptate o serie de măsuri cu influență directă atât asupra deficitului bugetului general consolidat al anului curent, cât și asupra celor din anii următori. Astfel, s-a aprobat devansarea parțială cu două luni a majorării pensiilor, acestea urmând să crească cu 30 la sută de la 1 noiembrie anul curent și cu încă 7,4 la sută la începutul anului 2008. Totodată, au fost aduse modificări Codului fiscal, care vor intra în vigoare de la 1 ianuarie 2008. Acestea constau, în principal, în (i) extinderea bazei de impozitare (plata CAS pentru veniturile ce depășesc 5 salarii medii brute pe economie, includerea în categoria veniturilor impozabile a câștigurilor la jocurile de noroc, corelarea impunerii veniturilor obținute de nerezidenți din transferul proprietăților imobiliare și al titlurilor de valoare cu legislația impozitului pe venit pentru persoanele fizice rezidente), (ii) relaxarea și amânarea impozitării unor venituri (majorarea plafonului lunar de venit neimpozabil din pensii de la 900 la 1 000 lei de la 1 ianuarie 2008, extinderea listei veniturilor neimpozabile ale organizațiilor non-profit, sindicale și patronale, cu unele venituri obținute în situații excepționale, amânarea până în 2009 a aplicării impozitului de 2 la sută asupra veniturilor obținute din vânzarea produselor agricole la centrele specializate), precum și în (iii) optimizarea încasării TVA (prelungirea încasării în vamă a TVA până la sfârșitul anului 2011, eliminarea măsurii de taxare inversă la TVA pentru lucrările de construcții-montaj, livrarea de clădiri și terenuri).

### 1.1.2. Cererea de investiții

Formarea brută de capital fix a constituit și în trimestrul II factorul motor al dinamicii PIB, ritmul său anual acumulând încă 2,2 puncte procentuale față de intervalul anterior, până la 19,4 la sută. Similar trimestrului I însă, contribuția determinantă a venit investițiilor în construcții, atât pe segmentul obiectivelor noi (+33 la sută), cât și pe cel al lucrărilor de reparații capitale (circa 30 la sută). O evoluție pozitivă a înregistrat și postul „alte cheltuieli”<sup>18</sup>, a cărui expansiune în termeni anuali s-a situat și în trimestrul II în jurul nivelului de 50 la sută. În schimb, cheltuielile destinate re tehnologizării și-au menținut dinamica modestă (2,8 la sută), diminuându-și până la 1,4 puncte procentuale aportul la creșterea investițiilor totale.

	Anii	variație anuală (%)			
		I	II	III	IV
<b>Total</b>	2006	10,8	15,1	15,8	18,4
	2007	16,8	18,4		
- lucrări de construcții noi	2006	23,5	11,6	20,2	18,7
	2007	27,8	33,0		
- utilaje	2006	2,6	20,8	6,2	12,4
	2007	3,0	2,8		
- alte cheltuieli	2006	4,8	-9,6	54,7	55,8
	2007	57,4	49,4		

Sursa: INS

<sup>18</sup> În principal, investiții în agricultură și servicii legate de transferul de proprietate asupra mijloacelor fixe existente și terenurilor preluate cu plată de la alte unități sau de la populație (taxe notariale, comisioane, cheltuieli de transport etc.).

Din perspectiva surselor de finanțare, intensificarea acumulărilor de capital a fost susținută și în trimestrul II de extinderea veniturilor proprii ale agenților economici și ale populației, dar și de creșterea sumelor alocate în acest scop de la bugetul public (ritmul real de creștere a fost de 125,2 la sută, de 8 ori mai mare față de intervalul precedent). Pe un trend ascendent au continuat să se plaseze și fondurile împrumutate: (i) s-au menținut ritmurile alerte de creștere a soldului real al creditelor acordate de băncile autohtone<sup>19</sup> atât pentru cumpărarea de echipamente (46,8 la sută, în scădere însă față de intervalul precedent), cât și pentru investiții imobiliare (63,5 la sută, nivel superior trimestrului I); (ii) operațiunile de *leasing* imobiliar și-au consolidat poziția, astfel încât cota deținută la jumătatea anului curent a ajuns la 7 la sută din valoarea totală a contractelor încheiate de companiile de profil din România; o majorare rapidă a cotei de piață au înregistrat și operațiunile de *leasing* pentru achiziții de echipamente (până la 22 la sută), extinderea acestor două segmente producându-se pe seama restrângerii ponderii aferente finanțării cumpărărilor de autovehicule. Creșterea efortului investițional a fost alimentată și de intrările de fonduri din străinătate, fie cu caracter rambursabil (volumul creditelor pe termen mediu și lung acordate sectorului nefinanciar neguvernamental a crescut cu 55 la sută), fie nerambursabil – investiții străine directe și finanțări derulate în cadrul programelor de preaderare.

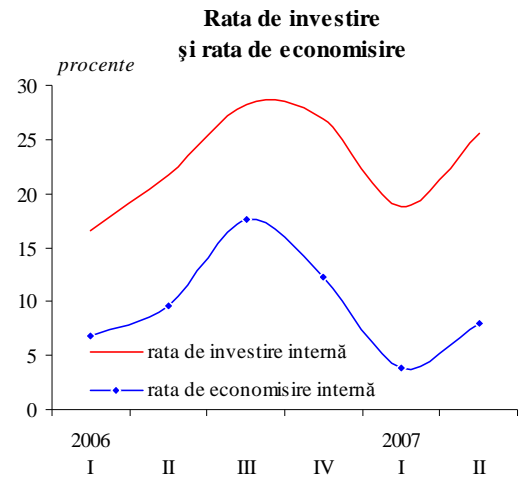
Decelerarea ratei anuale de creștere a achizițiilor de echipamente (inclusiv cumpărări de mijloace de transport de către persoane juridice și instituții publice) a afectat ambele piețe de proveniență – reduceri de ritm au suferit atât volumul cifrei de afaceri corespunzătoare producției de bunuri de capital destinate pieței interne<sup>20</sup> (până la 12,4 la sută, aproximativ jumătate din nivelul trimestrului anterior), cât și cel al importurilor<sup>13</sup>, însă merită remarcat faptul că dinamica înregistrată de produsele de fabricație externă continuă să surclaseze segmentul autohton (volumul fizic al importurilor s-a majorat cu 32,9 la sută în cazul categoriei „mașini și aparate mecanice și electrice” și cu 66 la sută în cel al mijloacelor de transport).

### 1.1.3. Cererea externă netă

Adâncirea semnificativă a contribuției negative a cererii externe nete la dinamica PIB (până la 9,2 puncte procentuale) a fost generată exclusiv de reducerea de peste 5 ori a ritmului exporturilor de bunuri și servicii (până la 2,4 la sută, unul dintre cele mai scăzute niveluri consemnate după 1999). Importurile

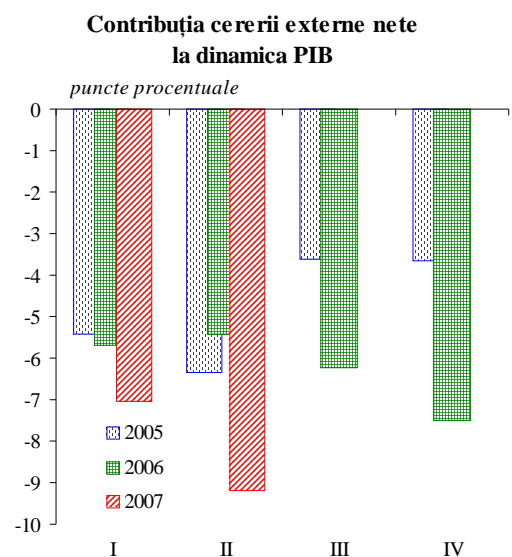
<sup>19</sup> Date furnizate de Centrala Riscurilor Bancare.

<sup>20</sup> Categorie care include și mijloacele de transport, potrivit metodologiei de stabilire a marilor grupe industriale.



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

Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

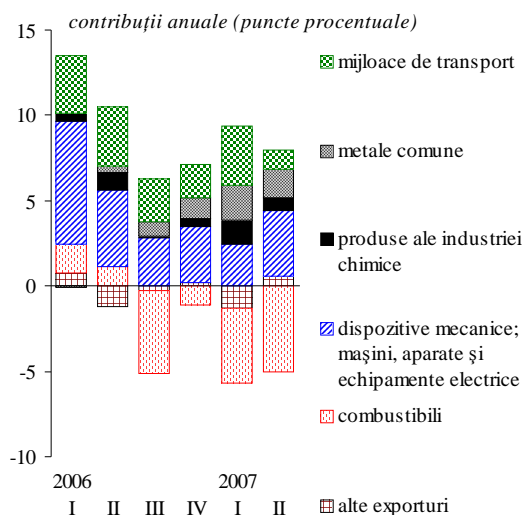
și-au menținut expansiunea puternică (20,8 la sută, ritm ușor inferior celui din trimestrul I).

Similar ediției anterioare a *Raportului asupra inflației*, trebuie precizat faptul că variațiile de volum incluse în versiunea preliminară a conturilor naționale aferente trimestrului II 2007 s-au bazat pe estimări ale deflatorilor, în condițiile în care indicii valorii unitare a exporturilor și respectiv a importurilor – utilizați în mod obișnuit în acest calcul – nu erau disponibili la momentul respectiv<sup>21</sup>.

Chiar dacă în măsură mai mică, evoluția nesatisfăcătoare a exporturilor este relevantă și de calculele efectuate pe baza datelor din balanța de plăți (dinamica volumului fizic a fost de 2,9 la sută<sup>13</sup>, inferioară cu 0,8 puncte procentuale nivelului din trimestrul I), fiind atribuită în principal următoarelor categorii de mărfuri: (i) produse ale industriei ușoare (reducere a volumului fizic cu peste 10 la sută), pe fondul pierderilor de competitivitate asociate aprecierii și mai puternice a monedei naționale (7,1 la sută, față de 5,4 la sută în trimestrul I) și deteriorării costului unitar cu forța de muncă<sup>22</sup>; (ii) combustibili (scădere drastică a volumului exporturilor, cu 44,2 la sută), în contextul manifestării unor factori conjuncturali – reducerea în continuare a cererii externe, dar și întreruperea activității unei rafinării autohtone de primă mărime, pe o durată de șase săptămâni; (iii) mijloace de transport (decelerare de ritm până la 10,2 la sută – aproximativ un sfert din nivelul înregistrat în intervalul anterior), în principal pe seama efectului de bază generat de caracteristicile ciclului de fabricație pe segmentul nerutier<sup>23</sup>; (iv) energie electrică – limitare a exporturilor, în contextul unui an secetos onorându-se numai comenzile partenerilor tradiționali. În aceste condiții, influența stimulativă indusă de simplificarea formalităților vamale în urma aderării României la Uniunea Europeană, inclusiv eliminarea taxelor vamale pentru comerțul intracomunitar, a fost practic anihilată.

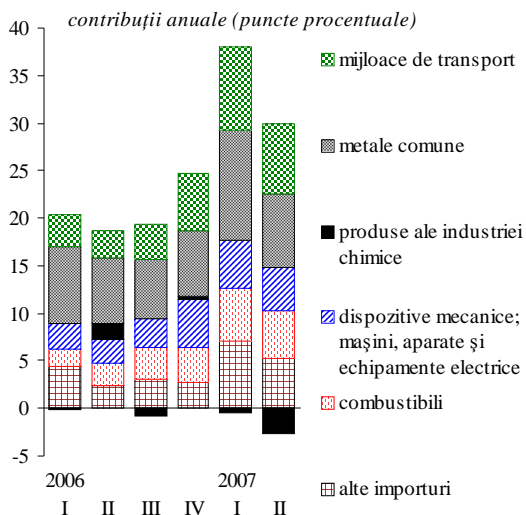
Datele din balanța de plăți evidențiază o încetinire de ritm și pe partea importurilor de bunuri. Amplitudinea variației volumului fizic (+27,3 la sută) a rămas însă mult mai pronunțată în

### Dinamica volumului fizic al exporturilor



Sursa: INS, calcule BNR

### Dinamica volumului fizic al importurilor



Sursa: INS, calcule BNR

<sup>21</sup> Până la 1 ianuarie 2007, statisticile de comerț exterior cu statele membre UE se bazau pe informațiile furnizate de Autoritatea Națională a Vămilelor. Ulterior aderării la UE, declarațiile vamale au fost înlocuite cu declarațiile statistice Intrastat ale agenților economici cu activitate de comerț exterior, fapt care îngreunează procesul de colectare, conducând la prelungirea cu circa 40 de zile a termenului de publicare.

<sup>22</sup> În industria confecțiilor, ritmul nominal aferent costului unitar cu forța de muncă s-a menținut ridicat (33,8 la sută, nivel apropiat celui din trimestrul I); în industria pielăriei și încălțăminte, ritmul de creștere s-a triplat, ajungând la 16,5 la sută.

<sup>23</sup> Durată lungă, ce determină salturi bruște ale producției, respectiv ale vânzărilor.

comparație cu cea a exporturilor, fiind alimentată de modificările procedurale mai sus menționate, la care s-au adăugat aprecierea monedei naționale, menținerea presiunii exercitate de cereerea de consum și de investiții, dar și efectul statistic asociat schimbării manierei de înregistrare a importurilor din UE – la trecerea frontierei, și nu la punerea în libera circulație (cum se proceda anterior aderării).

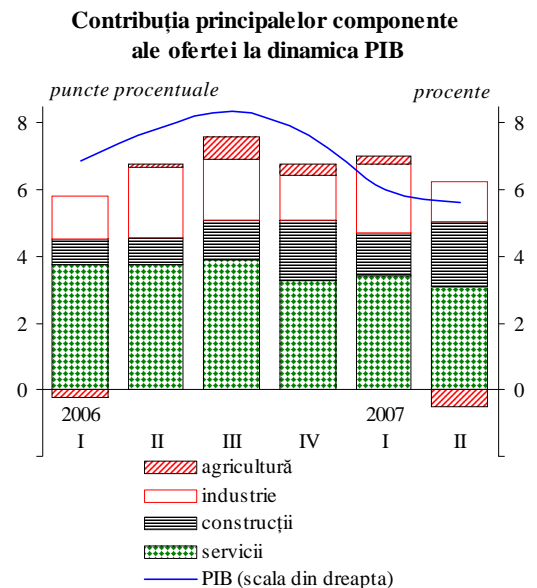
## 1.2. Oferta

Pe partea ofertei, pierderea de 0,4 puncte procentuale înregistrată de dinamica anuală a PIB real în trimestrul II a fost atribuită majorității sectoarelor economice. Excepție a făcut activitatea de construcții, a cărei valoare adăugată brută și-a intensificat ritmul anual de creștere cu încă 1,5 puncte procentuale, marcând un nou record pentru perioada 1999-2007 (32,2 la sută), susținut de toate segmentele (construcții rezidențiale, nerezidențiale și ingineresti).

La polul opus s-a situat agricultura, pentru care 2007 constituie un an modest, în contextul secetei prelungite; în trimestrul II, volumul activității s-a restrâns cu 10,9 la sută.

În industrie, dinamica anuală a valorii adăugate brute a pierdut 3,4 puncte procentuale față de trimestrul I (4,4 la sută). Evoluția a fost indusă în exclusivitate de segmentul prelucrător, rezultate inferioare trimestrului anterior fiind mai vizibile în (i) industria ușoară – pe fondul pierderilor de competitivitate pe piețele externe; (ii) industria chimică și cea de prelucrare a țițeiului, afectate de stoparea pentru șase săptămâni a activității uneia dintre cele mai mari rafinării, dar și de conjunctura externă nefavorabilă, în cazul celei de-a doua ramuri; (iii) ramurile producătoare de mașini, echipamente și aparate electrice, unde subperformanța ar putea fi atribuită acumulării de stocuri, dar și unei stări de expectativă a producătorilor de bunuri de folosință îndelungată, pentru a analiza reacția pieței la intensificarea importurilor după aderarea la UE. Tendința a fost parțial contrabalansată de intensificările de ritm consemnate de unele ramuri industriale, notabilă fiind dublarea ratei de creștere a producției în industria mijloacelor de transport rutier (pe seama expansiunii comenzilor din exterior, adresate cu prioritate celor mai noi modele lansate pe piață).

Și sectorul „servicii” a consemnat o decelerare a dinamicii valorii adăugate brute, însă de intensitate mult mai scăzută comparativ cu industria (cu 0,2 puncte procentuale, până la 6,2 la sută în trimestrul II). Temperări ale ritmului de creștere a cifrei de afaceri au fost înregistrate mai ales pe următoarele segmente: (i) comerț cu amănuntul de autovehicule, evoluție atribuită vânzărilor modeste de autoturisme de fabricație



Sursa: INS, calcule BNR

autohtonă, (ii) comerț cu ridicata, o posibilă explicație fiind frânarea dinamicii producției industriale, (iii) servicii de transport (îndeosebi pe seama restrângerii în continuare a încasărilor pe subsegmentul feroviar) și (iv) tranzacții imobiliare, caz în care volumul cifrei de afaceri a depășit însă și în trimestrul II dublul nivelului din perioada similară a anului anterior.

## 2. Piața muncii

*Extinderea deficitelor de forță de muncă semnalate în diverse domenii de agenții economici și relaxarea suplimentară a politicii veniturilor (prin acordarea de prime substanțiale în sectorul bugetar și accelerarea creșterii anuale a veniturilor bugetare și extrabugetare) au alimentat, în trimestrele II-III 2007, riscurile inflaționiste asociate evoluțiilor salariale. Acumularea presiunilor în acest sens a fost vizibilă atât pe partea ofertei, cât și a cererii, fiind reflectată de o dinamică anuală a câștigurilor salariale de circa două ori mai ridicată decât cea a productivității muncii (în industrie) și de intensificarea ritmului anual de creștere a achizițiilor de bunuri și servicii de către populație.*

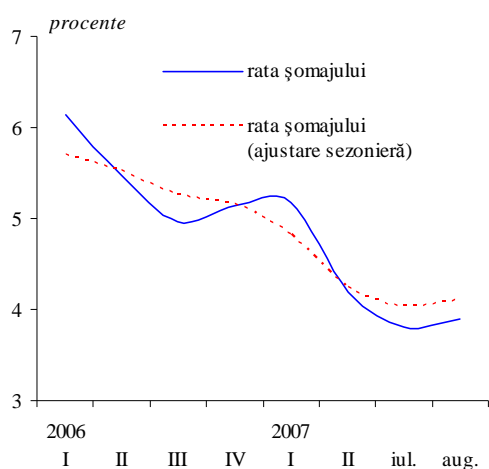
### 2.1. Forța de muncă

În trimestrele II-III 2007<sup>24</sup> a continuat tendința de tensionare a pieței muncii, ca urmare a restrângerii suplimentare a ofertei excedentare (rata șomajului înregistrat a coborât până la 3,9 la sută în perioada iulie-august 2007), dar și a persistenței cererii ridicate din partea angajatorilor. Astfel, raportul dintre numărul șomerilor și numărul locurilor de muncă vacante<sup>25</sup> s-a redus semnificativ (16,9:1, comparativ cu 23:1 în aprilie-august 2006), iar lărgirea decalajului pozitiv între numărul posturilor vacante nou înregistrate și numărul angajărilor (la peste 48 la sută, față de doar 27 la sută în intervalul corespunzător din anul anterior) sugerează neconcordanțe tot mai pronunțate între oferta excedentară și cererea de forță de muncă.

Deși nu există date oficiale privind distribuția deficitului de forță de muncă pe sectoare sau ocupații, aprecierile formulate de ANOFM, dar și cele venite din partea agențiilor de recrutare sau a angajatorilor indică faptul că sectoarele cu cele mai mari probleme sunt:

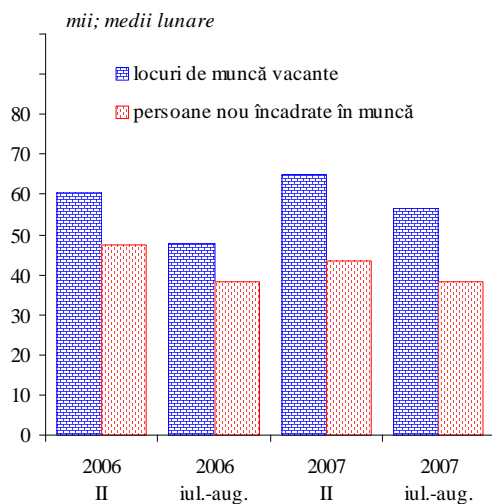
- (i) construcțiile, care s-au confruntat în ultimii ani cu fluctuații importante de personal din cauza migrației, astfel că dificultățile de angajare vizibile inițial în cazul persoanelor cu calificare s-au extins și în cazul muncitorilor

Rata șomajului



Sursa ANOFM, calcule BNR

Locuri de muncă vacante și ocuparea acestora



Sursa ANOFM

<sup>24</sup> Date statistice furnizate de ANOFM până în luna august inclusiv.

<sup>25</sup> Stocuri lunare.

necalificați; suplimentar, deficitul de forță de muncă este amplificat de cererea mare de personal datorată expansiunii activității<sup>26</sup>;

- (ii) comerț și industria hotelieră și a restaurantelor, pe fondul extinderii rapide a rețelelor naționale ale marilor operatori străini și al pătrunderii pe piața românească a noi companii (în principal în primul caz) și, respectiv, al migrației forței de muncă în străinătate (în cel de-al doilea);
- (iii) industria ușoară, industria farmaceutică, mijloace de transport, mijloace ale tehnicii de calcul; deficitul de personal din sectorul industrial vizează în principal angajații cu înaltă calificare (cu excepția industriei ușoare) și poate fi asociat unui complex de factori: migrația forței de muncă, oferta insuficientă de absolvenți ai instituțiilor de învățământ și politicile de dezvoltare a afacerii promovate de companii, care au acordat prioritate dezvoltării rețelelor de vânzare/distribuție și mai puțin programelor de recrutare și formare a personalului.

Problemele asociate deficitului de pe piața muncii sunt amplificate de:

- (i) mobilitatea scăzută a forței de muncă. Legislația prevede posibilitatea acordării de beneficii șomerilor indemnizați care acceptă să se angajeze într-un alt oraș<sup>27</sup>, însă experiența companiilor mari care au dispus relocarea activității demonstrează faptul că angajații sunt în general reticenti în a accepta o astfel de schimbare, motivarea acestora presupunând un efort financiar substanțial;
- (ii) insuficienta adaptare a programelor de școlarizare din sistemul de învățământ la cerințele pieței muncii (fenomen vizibil mai ales în cazul învățământului superior cu profil tehnic) sau calitatea slabă a pregătirii oferite pe anumite segmente (industria hotelieră).

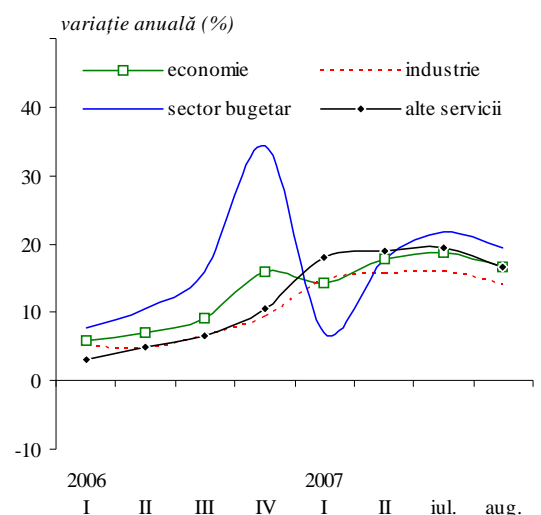
## 2.2. Venituri

Conform așteptărilor, în perioada iunie-august 2007 persistența presiunilor pe piața muncii a contribuit la menținerea ritmului anual de creștere a câștigurilor salariale nete pe ansamblul economiei la nivelurile de peste 20 la sută înregistrate începând cu luna februarie. În același sens a acționat și acordarea de

<sup>26</sup> Potrivit AMIGO, în trimestrul I 2007 numărul persoanelor ocupate în construcții era cu 25 la sută mai mare decât în perioada similară din anul anterior.

<sup>27</sup> Prime de încadrare reprezentând echivalentul a 2 salarii minime brute pe țară pentru încadrarea în muncă într-o localitate aflată la peste 50 km de domiciliu și respectiv prime de instalare reprezentând echivalentul a 7 salarii minime brute pe economie pentru schimbarea domiciliului.

**Salariul net real\***



\*) deflatat cu IPC

Sursa: INS, calcule BNR



**Salariile în sectorul privat**

ianuarie-august 2007

	% din media pe economie	variație anuală, %
Turism	61,9	17,4
Comerț	82,0	28,2
Construcții	85,0	22,1
Industria prelucrătoare	85,0	19,5
Comunicații	155,0	17,4
Intermediere financiară	295,0	23,5

Sursa INS, calcule BNR

**Productivitatea muncii și salariul brut real în industrie**

variație anuală (%)

	2006				2007			
	I	II	III	IV	I	II	iul.	aug.
Productivitatea muncii	8,6	13,2	11,1	10,0	12,8	8,9	11,3	9,0
Salariul mediu brut real*	4,4	2,0	1,9	4,8	9,4	12,4	14,2	14,2
Salariul mediu brut real**	7,8	4,0	3,0	6,9	14,3	16,5	20,6	18,6

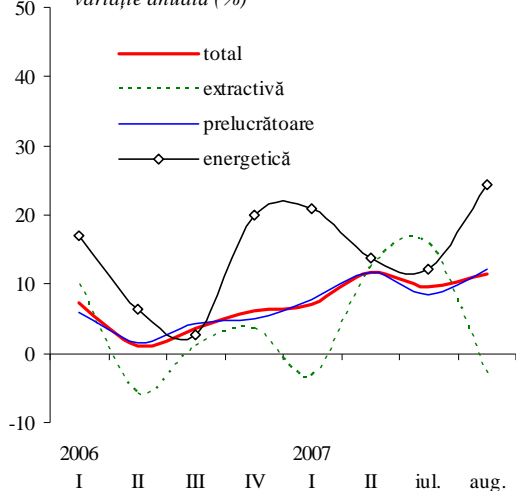
\*) deflatat cu indicele prețurilor producției industriale pentru piața internă

\*\*) deflatat cu indicele prețurilor producției industriale pentru piața externă

Sursa INS, calcule BNR

**Costul unitar cu forța de muncă în industrie**

variație anuală (%)



Sursa INS, calcule BNR

prime<sup>28</sup> în sectorul bugetar, în care dinamica anuală a salariilor a urcat la 25,3 la sută, depășind valoarea medie consemnată în sectoarele majoritar private cu circa 3 puncte procentuale.

Analiza sectorială relevă că, la nivelul trimestrului II 2007, ritmuri anuale de creștere peste medie (22,1 la sută) au consemnat salariile nete din construcții, comerț, dar mai ales cele din administrația publică (cu peste 15 puncte procentuale). În plus, în lunile iulie-august, dinamica anuală a salariului net din administrația publică a urcat la o medie de 42,4 la sută, reprezentând mișcarea cu cea mai mare amplitudine și până la valoarea maximă între toate evoluțiile sectoriale monitorizate. Politica salarială laxă creează premise pentru alimentarea revendicărilor salariale într-o perioadă de negociere a contractelor colective de muncă, generând presiuni suplimentare celor provenite din deficitul de forță de muncă în sectoarele mai sus-menționate și, implicit, contribuind la majorarea riscurilor inflaționiste.

În industrie, ritmul anual de creștere a câștigurilor salariale brute (21,7 la sută atât în trimestrul II 2007, cât și în lunile iulie-august) a depășit în continuare dinamica anuală a productivității muncii, deși aceasta din urmă a revenit la niveluri substanțiale, după reducerea din luna aprilie (scăderea la circa jumătate din media trimestrului I 2007 fiind determinată de efectul nefavorabil pe care intrarea în revizie tehnică a unei importante rafinării l-a produs asupra volumului producției mai multor industrii conexe). Pe ansamblul sectorului, trimestrul II a consemnat o accelerare de 4,7 puncte procentuale a vitezei anuale de creștere a costului unitar cu forța de muncă comparativ cu perioada precedentă, fiind probabil ca tendința să se inverseze în trimestrul III, fără însă ca nivelurile atinse să conducă la o ameliorare semnificativă a riscurilor inflaționiste asociate (decelerare de 1,4 puncte procentuale în perioada iulie-august, până la 10,3 la sută). De altfel, în unele ramuri producătoare de bunuri de consum (printre care industria alimentară, confecții, pielărie și încălțăminte, mobilă, care au o pondere notabilă în coșul de consum), indicii anuali de creștere a costurilor cu forța de muncă s-au plasat în întregul interval analizat peste media industriei prelucrătoare. Totuși, au existat ramuri importante ca aport la volumul producției industriale (industria chimică, metalurgia, industria mijloacelor de transport) care, în perioada mai-iulie 2007, nu au consemnat presiuni din partea acestor costuri, însă în luna august s-a observat o deteriorare pronunțată și în acest caz, cel mai probabil ca urmare a impactului mai puternic al concediilor asupra producției, comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent.

<sup>28</sup> Inclusiv a celor de vacanță.



Din perspectiva cererii, cele mai recente date privind venitul disponibil real au confirmat menținerea dinamicii anuale alerte a acestuia (16 la sută în trimestrul II 2007, egală cu cea din trimestrul anterior). Atât veniturile reale din salarii (+21 la sută), cât și veniturile bugetare și extrabugetare (+13,1 la sută) și-au accelerat ritmul anual cu 4 puncte procentuale, în timp ce transferurile din străinătate (7,9 la sută) și-au temperat vizibil creșterea, pe fondul accentuării aprecierii monedei naționale față de principalele valute. Conform primelor estimări referitoare la trimestrul III 2007, în pofida unei majorări mai lente a ultimelor două componente ale indicatorului analizat, acesta va continua să înregistreze o dinamică ridicată. Astfel, se poate afirma că evoluția veniturilor, îndeosebi a celor salariale, continuă să reprezinte o sursă de riscuri inflaționiste, în condițiile în care, deși se observă o orientare mai pregnantă a populației spre economisire, cererea de consum excedentară ar putea fi alimentată atât în mod direct, prin achiziții imediate de bunuri și servicii, cât și indirect, prin creșterea potențialului de angajare de credite de consum.

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

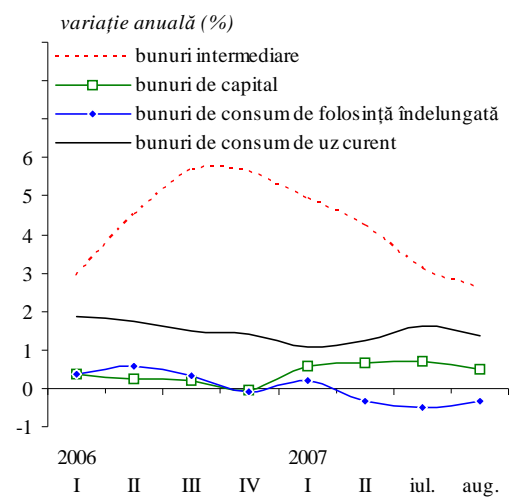
În trimestrul II 2007, presiunile inflaționiste au continuat să se diminueze, tendință observată atât în cazul bunurilor importate, cât și al celor industriale și agricole de proveniență internă, chiar dacă în acest ultim caz, și pe seama unor efecte de bază favorabile. Pentru trimestrul III 2007, aceste influențe se vor atenua sensibil, date fiind evoluțiile de pe piețele internaționale de materii prime energetice și agricole și recoltele interne slabe de produse vegetale.

#### 3.1. Prețurile de import

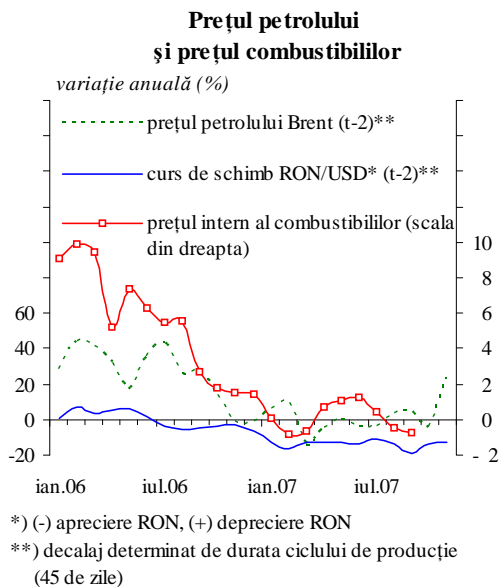
În trimestrul II 2007, inflația importată a continuat să aibă un impact favorabil asupra dinamicii prețurilor interne, în condițiile în care indicele valorii unitare de import s-a menținut subunitar (98,2 la sută, față de 96,9 la sută în trimestrul I 2007), iar aprecierea leului în raport cu euro s-a accentuat (7,1 la sută comparativ cu 5,4 la sută în primele trei luni ale anului 2007). Pe relația cu Uniunea Europeană, indicele valorii unitare a importurilor a consemnat o diminuare marginală comparativ cu intervalul anterior (la 98,13 la sută, față de 98,54 la sută în trimestrul I).

Din perspectiva bunurilor de consum evoluțiile au fost neuniforme, intensificările importante de ritm observate la majoritatea grupelor de bunuri alimentare (în special carne,

Prețurile producției industriale pentru export în UE-25



Sursa: EUROSTAT



Sursa: INS, AIE

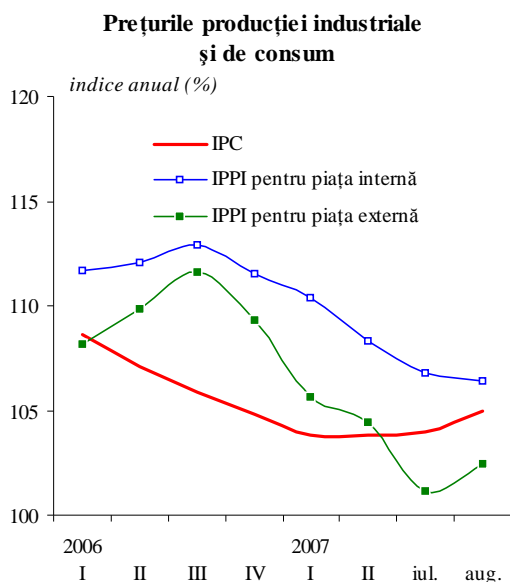
fructe comestibile și produse ale industriei de profil) fiind atenuate de mișcări contrare în cazul produselor farmaceutice, al combustibililor, îmbrăcăminte și aparatelor și echipamentelor electrice.

Pentru trimestrul III 2007, datele disponibile indică presiuni tot mai puternice asupra prețului intern al carburanților, în condițiile în care cotațiile petrolului pe piețele internaționale s-au majorat de la un nivel mediu de 68,7 dolari SUA/baril în trimestrul II 2007 la 75 dolari SUA/baril, cu perspective scăzute de detensionare pe termen scurt. Mișcări similare sunt previzibile și în cazul materiilor prime agricole, ale căror prețuri au intrat pe un trend ascendent odată cu formularea primelor estimări privind pierderile de producție cauzate de condițiile meteo dezavantajoase.

Efecte favorabile ar putea exercita însă aprecierea monedei naționale față de euro și dolarul SUA (+9,5 la sută și respectiv +18,1 la sută, ritmuri anuale) și menținerea pe trend descrescător a dinamicii anuale a prețurilor producției industriale pentru export în UE-25 (exclusiv construcții și energie), care s-a diminuat de la 1,98 la sută în trimestrul II 2007 la 1,47 la sută în intervalul iulie-august.

### 3.2. Prețurile de producție

#### 3.2.1. Prețurile producției industriale



Sursa: INS

În trimestrul II 2007, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a continuat să se diminueze comparativ cu intervalul anterior (-2,1 puncte procentuale, până la 8,3 la sută), beneficiind de aportul favorabil al segmentelor cu cea mai largă reprezentare în coșul de consum: bunurile de uz curent (-2,2 puncte procentuale, până la 7,9 la sută) și cele energetice (-4,3 puncte procentuale, până la 8 la sută). Totuși, o contribuție importantă la decelerarea observată în cazul celor două grupe a revenit efectului de bază favorabil manifestat la nivelul unor ramuri componente: (i) industria de prelucrare a tutunului, datorită introducerii în trimestrul II 2006 a taxei pe viciu; (ii) industria pielăriei, ramură care a traversat în 2006 un proces de restructurare orientat către impunerea mărcilor proprii și extinderea rețelelor de desfacere (atât în țară, cât și în străinătate), cu costurile aferente; (iii) industria de prelucrare a țigărilor, confruntată cu majorări puternice ale prețului materiei prime pe piețele internaționale în lunile aprilie-mai 2006.

Pierderi de ritm s-au înregistrat și în cazul prețurilor de producție ale bunurilor intermediare (-0,9 puncte procentuale, până la 9 la sută), dar cauzele par a fi în principal de natura cererii, volumul cifrei de afaceri pentru piața internă

diminuându-și dinamica anuală de peste trei ori comparativ cu trimestrul I 2007 (de la 48,6 la sută la 14,2 la sută).

O traiectorie diferită a descris ritmul de creștere a prețurilor de producție pentru bunurile de capital (+2 puncte procentuale, până la 9 la sută) și respectiv de folosință îndelungată (+0,8 puncte procentuale, până la 4,9 la sută); o posibilă explicație constă în costurile încă ridicate cu materia primă, în condițiile aplatizării trendului descrescător al dinamicii prețului metalelor pe piața externă.

Pentru trimestrul III 2007, este de așteptat ca procesul dezinflaționist la nivelul prețurilor producției industriale să continue, dar contribuția dominantă ar putea reveni ramurilor sensibile la prețurile externe ale metalelor, date fiind evoluțiile recente ale acestora.

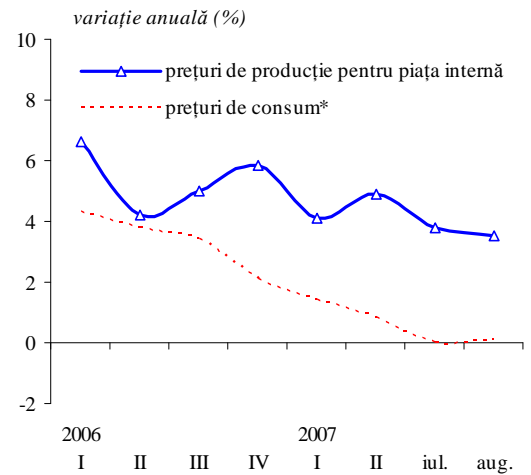
### 3.2.2. Prețurile producției agricole

Dinamica anuală a prețurilor producției agricole a coborât în trimestrul II 2007 până la 0,65 la sută (-2,6 puncte procentuale, față de trimestrul anterior) influențe favorabile exercitând atât segmentul produselor vegetale (-2,2 puncte procentuale, până la 3,2 la sută), cât și cel al produselor animale (-3,7 puncte procentuale, până la -2,9 la sută). În pofida decelerării observate în cazul primei categorii, acumularea presiunilor inflaționiste a continuat și în trimestrul II în condițiile în care: (i) prețurile cerealelor au continuat să crească în ritm susținut atât prin comparație cu aceeași perioadă din anul anterior, cât și cu intervalul precedent; (ii) decelerările de ritm observate în cazul legumelor și fructelor s-au datorat în principal manifestării unui efect de bază favorabil asociat deficitului de ofertă din anul 2005, care a afectat evoluția prețurilor pe acest segment și în prima parte a anului 2006 (până la apariția noii recolte).

O situație mult mai bună s-a consemnat în cazul produselor animale ale căror prețuri au scăzut comparativ cu perioada similară din anul anterior, pe această traiectorie înscriindu-se toate sortimentele de carne.

Pentru intervalul următor, este de așteptat ca rata anuală de creștere a prețurilor producției agricole să revină pe o traiectorie ascendentă, contribuția determinantă revenind produselor vegetale, care pe seama condițiilor meteo neprielnice au consemnat în primele două luni ale intervalului puternice accelerări de ritm.

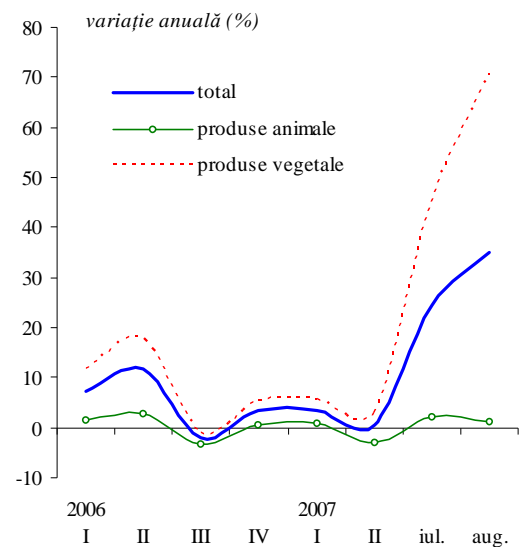
### Prețurile aferente bunurilor de folosință îndelungată



\* s-au luat în considerare grupele: produse de uz casnic, mobilă și produse cultural-sportive

Sursa: INS, calcule BNR

### Prețurile producției agricole



Sursa: INS

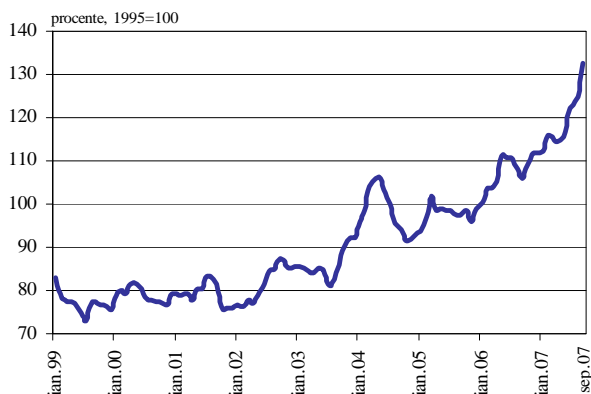
## Casetă: Evoluții recente pe piețele principalelor materii prime

### 1. Materii prime agricole

Pe piața mondială, prețurile materiilor prime agricole s-au plasat pe un trend constant ascendent începând cu anul 2001 și au consemnat o intensificare importantă de ritm în anul 2007.

Potrivit BCE<sup>29</sup>, aceste evoluții au fost determinate în principal de factori de natura ofertei: prețuri ridicate la energie și implicit îngrășăminte, nivel în scădere al stocurilor și recolte afectate de condiții meteorologice nefavorabile. Presiuni importante există însă și din partea cererii, fiind determinate de două categorii de factori: (i) modificarea comportamentului de consum observată la nivelul unor țări emergente (ex. China, India) prin orientarea către produse alimentare cu valoare adăugată mare (lactate și preparate din carne), ceea ce a condus indirect la un consum mai mare de furaje; (ii) utilizarea pe scară tot mai largă a unor materii prime agricole pentru producția de biocombustibili (în principal etanol), realizată în baza unor programe guvernamentale și cu acordarea de facilități, care a avut ca rezultat orientarea producătorilor agricoli spre astfel de plante (ex. porumb), în dauna altor categorii, cu impact indirect asupra prețurilor acestora din urmă.

**Indicele prețurilor mărfurilor alimentare\***



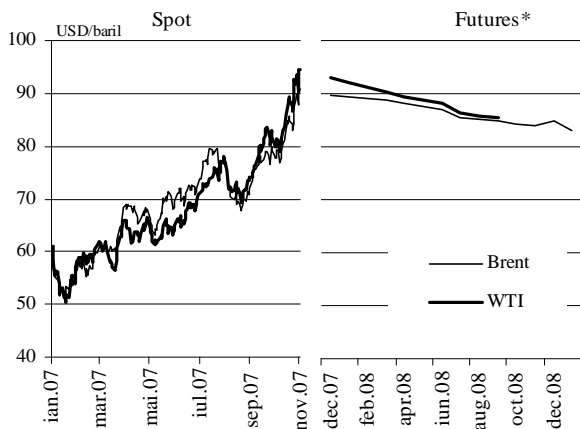
\* include prețurile la cereale, ulciuri vegetale, carne, zahăr, banane și portocale  
Sursa: FMI

Pe fondul producției scăzute de cereale obținute în acest an, prețul grâului tranzacționat pe principalele burse internaționale a atins în perioada iulie-octombrie 2007 maxime istorice. Pe bursele europene, acesta a ajuns la 280 euro/tonă (comparativ cu un preț de intervenție<sup>30</sup> stabilit la nivelul țărilor UE de 101,3 euro/tonă), iar prețul porumbului a urcat în luna septembrie 2007 la 246,7 euro/tonă (comparativ cu 141,3 euro/tonă la finele anului 2006). În aceste condiții, furnizorii tradiționali de grâu, inclusiv pentru România (ex. Serbia, Ucraina), au decis

sistarea sau limitarea livrărilor pentru a tempera creșterea prețurilor pe piața internă, iar Comisia Europeană a dispus eliminarea taxelor vamale la importurile de grâu realizate din țări terțe până la 30 iunie 2008.

### 2. Petrol

**Cotațiile petrolului**



Sursa: Bloomberg

\* 31 octombrie 2007

Prețul petrolului a atins noi recorduri în luna octombrie 2007, media corespunzătoare fițeiului Brent urcând la 82,9 dolari SUA/baril (comparativ cu o valoare de 70,8 dolari SUA/baril în luna august, înregistrată pe fondul temerilor privind o încetinire a creșterii economice, în urma crizei de pe piața creditelor ipotecare din SUA). Deși OPEC a hotărât pe 11 septembrie 2007 majorarea producției de petrol cu 500 000 barili pe zi începând cu luna noiembrie, decizia a fost insuficientă pentru a calma temerile legate de nivelul redus al stocurilor pentru această iarnă, în contextul previzionării unor temperaturi mai joase decât cele din iarna trecută și al escaladării tensiunilor existente între Turcia și kurzii din nordul Irakului.

Conform analizelor Departamentului pentru Energie al SUA, recenta creștere a prețurilor petrolului a fost imprimată de factori economici fundamentali: (i) nivelurile reduse ale stocurilor<sup>31</sup>, (ii) scăderea capacității de producție excedentare, (iii) creșterea riscurilor geopolitice. Astfel, operatorii pe piața petrolului au devenit tot mai preocupați de acumularea unui nivel mai ridicat de stocuri prudențiale, în condițiile reducerii capacităților de

producție excedentare, care ar fi putut fi utilizate în cazul întreruperii activității unor platforme, și ale creșterii riscurilor geopolitice. Totuși, se precizează că aceste concluzii nu exclud rolul speculatorilor în explicarea tendinței ascendente a prețurilor. De altfel, OPEC a acuzat speculatorii de exacerbarea acestei tendințe, analiștii explicând prezența acestora prin investiții tehnice, care se realizează automat atunci când prețurile fițeiului ating anumite niveluri, dar și prin atractivitatea mai mare a acestui activ, ca urmare a deprecierei dolarului SUA.

<sup>29</sup> Buletin lunar septembrie 2007.

<sup>30</sup> Prețul de intervenție este prețul minim garantat pe care agricultorii din statele membre îl pot obține pentru producția comercializată pe piața internă.

<sup>31</sup> Agenția Internațională pentru Energie a anunțat în octombrie o scădere a stocurilor de petrol deținute de principalele țări dezvoltate sub media ultimilor 5 ani.

## IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

---

### 1. Politica monetară

*În trimestrul III, rata dobânzii de politică monetară a fost menținută la nivelul de 7,0 la sută, iar valoarea medie trimestrială<sup>32</sup> a cursului de schimb real efectiv al leului a continuat să se reducă comparativ cu intervalul precedent, în pofida schimbării de traiectorie pe care a consemnat-o raportul leu/euro în luna august. Accentuarea ușoară a restrictivității condițiilor monetare în sens larg produsă în acest context a fost susținută și de creșterea fermității controlului exercitat de banca centrală asupra lichidității de pe piața monetară, precum și de menținerea caracterului auster al mecanismului rezervelor minime obligatorii.*

Decizia de întrerupere a trendului descendent al ratei dobânzii de politică monetară adoptată de Consiliul de administrație al BNR în luna iulie a avut ca argument major relativa amplificare a riscurilor la adresa sustenabilității dezinflației induse de continuarea creșterii alerte a salariilor – insuficient susținută de sporuri de productivitate – de preconizata majorare a cheltuielilor bugetare, precum și de prelungirea trendului de înrăutățire a poziției externe a economiei. Prudența imprimată politicii ratei dobânzii în acest trimestru a fost justificată și de înrăutățirea perspectivelor pe termen scurt ale inflației – decurgând în principal din creșterea potențialului inflaționist al unor factori ai ofertei (dominant fiind impactul secetei asupra producției agricole și a prețurilor produselor alimentare) și din efectele adverse exercitate de corecția ascendentă suferită în a doua parte a trimestrului III de cursul de schimb al leului, dar și de sporirea incertitudinii privind evoluția viitoare a acestor factori inflaționiști. Pentru a potența impactul deciziilor referitoare la rata dobânzii, BNR a operat în acest interval o serie de modificări la nivelul cadrului operațional al politicii monetare, urmărind astfel să întărească rolul de semnal al ratei dobânzii cheie a politicii monetare, precum și rolul ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară în cadrul mecanismului de transmisie monetară. Totodată, pentru a asigura plasarea dobânzii reale la un nivel de natură să stimuleze economisirea – premisă a atenuării treptate a dezechilibrului extern al economiei – politica ratei dobânzii a

---

<sup>32</sup> Cursul efectiv de schimb al leului este construit pe baza cursurilor de schimb leu/euro, respectiv leu/dolar, utilizând un sistem de ponderare ce reflectă importanța celor două monede în comerțul exterior al României (a se vedea capitolul V. *Perspectivile inflației*).

fost întărită preemptiv în a doua parte a trimestrului, prin sporirea fermității controlului exercitat de banca centrală asupra lichidității de pe piața monetară; ca urmare, nivelul mediu al randamentului tranzacțiilor de pe segmentul interbancar s-a plasat la finele lunii septembrie cu aproape 2 puncte procentuale deasupra valorii consemnate la sfârșitul lunii precedente. În plus, având în vedere persistența dinamicii alerte a creditului neguvernamental<sup>33</sup> – susținută și de accelerarea vitezei de creștere a componentei în valută – banca centrală a decis menținerea ratelor rezervelor minime obligatorii la nivelul de 20 la sută pentru pasivele constituite în moneda națională<sup>34</sup> și, respectiv, la 40 la sută pentru pasivele denumite în valută.

Decizia de menținere a ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,0 la sută – și implicit de stopare a seriei de ajustări descendente operate asupra acesteia pe parcursul primei jumătăți a anului – a fost fundamentată în contextul actualizării în luna iulie a proiecției evoluției indicatorilor macroeconomici pe termen mediu, care a pus în evidență creșterea probabilității de materializare a unor riscuri majore la adresa sustenabilității dezinflației. Cel mai semnificativ risc identificat în cadrul analizelor efectuate l-a constituit potențiala creștere a excedentului de cerere față de nivelul prognozat, ca efect, pe de o parte, al amplei relaxări aplicate politicii veniturilor în acest an și al manifestării caracterului prociclic al politicii fiscale în trimestrele următoare și, pe de altă parte, al scăderii temporare a nivelului potențial al PIB ca urmare a șocului negativ de ofertă produs de reculul producției agricole.

Rata dobânzii de politică monetară a fost menținută la nivelul de 7,0 la sută și în ședința Consiliului de administrație al BNR din 26 septembrie, balanța riscurilor identificate în contextul analizei efectuate pe baza noilor informații disponibile determinând banca centrală să opteze pentru o tactică de monitorizare atentă a mișcării principalelor variabile macroeconomice și financiare pe plan intern și internațional, care să permită o evaluare cât mai realistă a impactului exercitat de acestea asupra traiectoriei viitoare a inflației, în condițiile dobânzilor interbancare crescute și aliniate nivelului ratei dobânzii de politică monetară, drept consecință a continuării controlului ferm al lichidității inițiat preemptiv anterior, cât și în contextul menținerii unor incertitudini substanțiale în mediul economic internațional.

În acest context, s-a constatat confirmarea în mare parte a așteptărilor privind evoluția PIB în trimestrul II. Astfel, creșterea economică s-a încetinit, dar mai lent decât se

---

<sup>33</sup> În condițiile unei ponderi a acestuia în PIB semnificativ mărite.

<sup>34</sup> Cu scadență reziduală mai mică de 2 ani.

anticipase (5,6 la sută, față de 5,2 la sută – a se vedea *Capitolul III. Evoluții ale activității economice*), în condițiile în care ritmul anual de creștere a formării brute de capital fix s-a amplificat (la 19,4 la sută, față de 17,2 la sută în trimestrul I), iar cel al consumului privat a înregistrat doar o scădere ușoară (cu 0,7 puncte procentuale, până la 10,7 la sută); ca urmare, creșterea absorbției interne s-a reaccelerat în acest interval (la 13,2 la sută, cu 1,4 puncte procentuale peste ritmul anual de creștere din trimestrul I), reducerea dinamicii anuale a PIB datorându-se astfel exclusiv amplificării soldului negativ al exportului net<sup>35</sup>.

Totodată, s-a pus în evidență efectul de potențare a presiunilor cererii interne pe care a început să-l exercite șocul suferit de producția agricolă în acest an; în trimestrul II, efectul a fost reflectat de puternica revigorare a cererii de produse alimentare – ca reacție la restrângerea autoconsumului –, evoluție care a contribuit decisiv la accelerarea ritmului de creștere a volumului cumpărărilor de mărfuri și servicii, principala componentă a consumului populației (acesta a atins 15,2 la sută, față de 12,4 la sută în trimestrul I). Deși a fost receptată cu prioritate la nivelul dezechilibrului extern, această dinamizare a fost de natură să amplifice presiunile inflaționiste ale cererii – potențial materializabile în majorarea prețurilor produselor autohtone, dar și în accelerarea inflației importate pe fondul creșterii prețurilor unor produse vegetale pe piața internațională și al manifestării efectelor deprecierei leului în raport cu principalele monede. În plus, s-a relevat faptul că probabilitatea menținerii acestui tipar al evoluției consumului populației în trimestrul III era ridicată, în condițiile în care indicatorii statistici aferenți perioadei iulie-august au confirmat tendința de reconfigurare a structurii cererii de consum al populației în favoarea creșterii contribuției aduse de componenta cererii de produse alimentare; astfel, rata medie anuală de creștere a achizițiilor de produse alimentare a înregistrat în acest interval o majorare de proporții<sup>36</sup>, constituind determinantul exclusiv al accelerării sensibile a creșterii volumului cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul. Aceste evoluții s-au corelat cu menținerea pe un trend ascendent a dinamicii venitului disponibil (alimentată în special de salarii, precum și de remiterile din străinătate), dar și cu conturarea unei tendințe de înrăutățire a economisirii financiare nete a populației, de natură să justifice prudența politicii monetare.

<sup>35</sup> Contribuția acestuia la dinamica PIB a atins în trimestrul II valoarea record de -9,2 puncte procentuale.

<sup>36</sup> Rata medie anuală de creștere a cifrei de afaceri din sectorul comerțului cu amănuntul de produse alimentare consemnată în lunile iulie-august a depășit de peste 4 ori media aferentă trimestrului II.

Această tendință a fost consecința reaccelerării pe parcursul lunilor iulie și august a ritmului anual de creștere a creditelor acordate populației<sup>37</sup>, posibil determinată și de avansarea procesului de validare a normelor prudențiale interne ale băncilor referitoare la creditarea persoanelor fizice. Revigo-rarea creditării s-a datorat însă aproape în exclusivitate dinamizării creditelor pentru locuințe, în condițiile în care rata anuală de creștere a creditelor pentru consum s-a menținut relativ constantă. În același timp, s-a evidențiat accelerarea mișcării de modificare a structurii pe monede a creditului în favoarea componentei în valută; astfel, aceasta și-a mărit viteza de creștere anuală (116 la sută în august, exprimată în euro), în timp ce rata anuală de creștere a creditului în lei și-a prelungit în acest interval traiectoria descendentă pe care s-a plasat în ultimele 11 luni (ajungând în august la 39,2 la sută), în condițiile în care ratele dobânzilor aferente noilor credite s-au menținut la valori similare mediei trimestrului II. Evoluția primei categorii a reflectat accentuarea preferinței populației pentru creditele pe termen lung în devize, susținută de prelungirea declinului ratelor dobânzilor la împrumuturile noi în euro acordate acestui segment, dar și de ofertele atractive de creditare în valute netradiționale<sup>38</sup>. În aceste condiții, BNR a luat în considerare faptul că în actualul context o eventuală majorare a ratei dobânzii de politică monetară ar putea potența cererea de împrumuturi în valută, acționând împotriva efectului de sens opus ce se anticipa a fi exercitat (inclusiv prin intermediul modificării așteptărilor) de schimbarea recentă de traiectorie consemnată de cursul de schimb al leului, dar și de probabila sporire a costului finanțării obținute de instituțiile de credit de pe piața internațională (posibil ca reflexie a majorării primei de risc).

În ceea ce privește evoluția depozitelor bancare ale populației din prima parte a trimestrului III, aceasta pare a sugera menținerea înclinației mai accentuate spre economisire (rata anuală de creștere a depozitelor la termen cu scadența sub doi ani în lei s-a amplificat în iulie, diminuându-se însă ușor în august), precum și a fenomenului de realocare a plasamentelor bancare pe termen de până la doi ani ale acestor investitori în favoarea instrumentelor în monedă națională (creșterea plasamentelor în devize continuând să decelereze); astfel, ritmul mediu anual de creștere a depozitelor bancare ale persoanelor fizice a urcat în acest interval la 40,3 la sută (cu 1,8 la sută peste media trimestrului II). O sporire sensibilă a ritmului anual de creștere au consemnat depozitele ON ale populației (109,6 la sută în

<sup>37</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ratele anuale de creștere exprimate în termeni reali.

<sup>38</sup> Ponderea creditelor în franci elvețieni în total credite în devize acordate populației s-a mărit de la 10,1 la sută în luna iunie la 12,2 la sută în august.



august, cu 15,7 puncte procentuale peste valoarea de la finele trimestrului II), contribuția principală revenind creșterii anuale substanțiale pe care a înregistrat-o componenta în lei (135,6 la sută), care a reflectat politica băncilor de menținere a caracteristicilor atractive ale produselor de acest tip (inclusiv a nivelului ridicat al randamentelor).

Spre finele trimestrului preocuparea băncii centrale pentru susținabilitatea dezinflației a fost amplificată de accelerarea puternică a inflației în luna august<sup>39</sup> și de înrăutățirea perspectivei pe termen scurt a evoluției indicelui general al prețurilor de consum. Principalii determinanți ai reînflamării inflației i-au constituit creșterea neașteptată de amplă a prețurilor unor produse alimentare și revenirea pe un trend crescător a cursului de schimb al leului produsă în contextul turbulențelor manifestate pe piețele internaționale. Astfel, la finele lunii iulie moneda națională a intrat într-un episod de depreciere nominală, la originea căruia s-au aflat efectele, mai cu seamă de natura anticipațiilor, produse de reducerea apetitului pentru risc al investitorilor financiari, în contextul propagării impactului crizei de pe piața creditelor ipotecare din SUA. Relativa detensionare a piețelor internaționale a stopat doar temporar traiectoria ascendentă a raportului leu/euro, aceasta fiind reluată în prima decadă a lunii septembrie, în condițiile în care anticipațiile operatorilor au fost negativ influențate de publicarea unor indicatori statistici care au infirmat așteptările pieței (evoluția PIB în trimestrul II) sau care i-au confirmat temerile (deficitul de cont curent pe primele 7 luni); ulterior, leul a reintrat însă pe un trend de apreciere.

În acest context, decizia de menținere a *status-quo*-ului ratei dobânzii de politică monetară a mai luat în considerare incertitudinile majore legate de impactul exercitat de recente turbulențe de pe piețele financiare internaționale asupra creșterii economice globale, dar mai ales asupra volumului și costului finanțării externe de care va dispune pe viitor economia românească, de natură să influențeze ritmul creșterii acesteia.

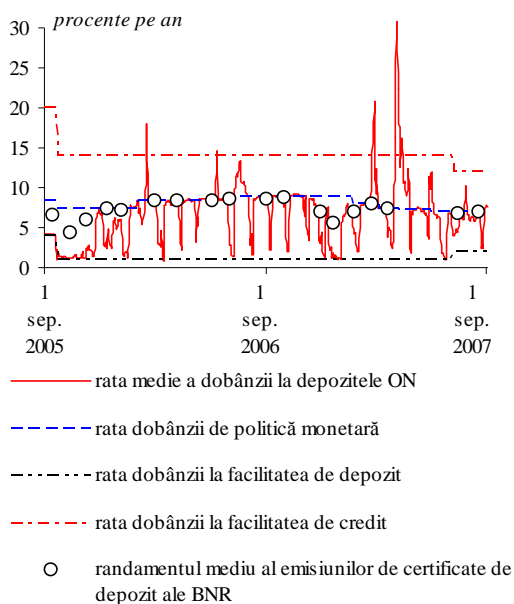
În scopul potențării impactului deciziilor referitoare la rata dobânzii, BNR a operat o serie de modificări la nivelul cadrului operațional al politicii monetare. Astfel, pentru a reduce amplitudinea fluctuațiilor ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și pentru a consolida astfel rolul acestora în cadrul mecanismului de transmisie monetară, dar și rolul de semnal al ratelor dobânzilor cheie ale politicii monetare, BNR a restrâns amplitudinea coridorului format în jurul ratei dobânzii de

<sup>39</sup> Rata anuală a inflației a urcat la 4,96 la sută, plasându-se cu 1,16 puncte procentuale peste nivelul din iunie.

politică monetară de ratele dobânzilor facilităților permanente, majorând rata dobânzii pentru facilitatea de depozit de la 1 la sută la 2 la sută și reducând-o pe cea aferentă facilității de creditare de la 14 la sută la 12 la sută. Totodată, pentru a armoniza mai bine scadența principalului instrument de politică monetară (cărui îi este asociată rata dobânzii de politică monetară), pe de o parte, cu durata perioadei de menținere a rezervelor minime obligatorii (o lună) și, pe de altă parte, cu maturitatea preponderentă a tranzacțiilor derulate pe piața monetară interbancară și, implicit, pentru a reduce volatilitatea ratelor dobânzilor pe termen scurt de pe această piață, BNR a redus în luna iulie scadența depozitelor atrase de la o lună la două săptămâni.

Pentru a consolida restrictivitatea condițiilor monetare, banca centrală a întărit sensibil controlul asupra lichidității de pe piața monetară începând din august, după ce în prima parte a trimestrului operațiunile de piață au neutralizat doar parțial injecțiile de lichiditate generate de factorii autonomi. Drenarea excedentului de lichiditate s-a realizat preponderent prin intermediul licitațiilor de depozite organizate la rată variabilă a dobânzii, în cadrul cărora sumele acceptate au fost identice celor anunțate; persistența incertitudinilor băncilor privind evoluția factorilor autonomi ai lichidității a avut ca rezultat formarea unui ecart între randamentul mediu al depozitelor pe două săptămâni atrase de BNR și rata dobânzii de politică monetară. Pentru a elimina acest decalaj, începând cu ultima săptămână a lunii septembrie banca centrală a trecut la atragerea de depozite la rată fixă a dobânzii, sumele oferite de bănci fiind acceptate integral. În aceste condiții, la finele lunii septembrie soldul mediu al operațiunilor *open market* ale BNR a atins un nivel superior cu 27,5 la sută celui din luna iunie, depozitele pe scadența de 2 săptămâni reprezentând 81,9 la sută din acesta (75,3 la sută în iunie).

**Ratele dobânzilor pe piața monetară interbancară**



## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

*Randamentele interbancare și-au normalizat valorile zilnice în trimestrul III și s-au apropiat treptat de rata dobânzii de politică monetară, sub influența schimbărilor aduse cadrului operațional al politicii monetare și a celei exercitate de sporirea fermității controlului băncii centrale asupra lichidității. Traectoria cursului leu/euro s-a inversat, moneda națională receptând, alături de alte monede de pe piețele emergente, impactul reducerii drastice a apetitului pentru risc al investitorilor în contextul turbulențelor manifestate pe piețele financiare internaționale. Lichiditatea din economie și-a încetinit creșterea, în timp ce dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat s-a reamplificat în ultima parte a*

intervalului, impulsionată de accelerarea creșterii componentei în valută a acestuia.

## 2.1. Ratele dobânzilor

Modificările aduse de banca centrală cadrului operațional al politicii monetare și întărirea politicii de control al lichidității au contribuit la reducerea apreciabilă a volatilității ratelor dobânzilor de pe piața interbancară în trimestrul III și la reapropierea treptată a acestora de rata dobânzii de politică monetară; randamentul mediu al tranzacțiilor interbancare s-a diminuat cu 3,7 puncte procentuale comparativ cu trimestrul precedent, ajungând la 5,9 la sută.

Amplitudinea acestei coborâri a reflectat preponderent normalizarea valorii ratelor medii zilnice ale dobânzilor în raport cu nivelurile deosebit de înalte consemnate în intervalul anterior. Un alt determinant al acestei scăderi l-a constituit însă tendința descendentă pe care au urmat-o în prima parte a lunii iulie randamentele depozitelor interbancare, în contextul amplificării temporare a excedentului de rezerve. Injecțiile de lichiditate generate de evoluția factorilor autonomi au fost doar parțial neutralizate de operațiunile *open market* ale băncii centrale, astfel încât valorile medii zilnice ale ratelor dobânzilor ON s-au distanțat de rata dobânzii de politică monetară – apropiindu-se în ultima săptămână a perioadei de constituire a RMO de randamentul oferit de facilitatea de depozit.

Redresarea ulterioară a fost urmată de o nouă scădere – mai puțin amplă însă – consemnată în prima decadă a lunii august, ratele medii zilnice ale dobânzilor interbancare înregistrând în acest interval valori inferioare cu 2-3 puncte procentuale ratei dobânzii de politică monetară, în pofida menținerii într-un relativ echilibru a condițiilor lichidității. Această evoluție a fost efectul supraestimării de către unele instituții de credit a volumului de rezerve din sistem (inclusiv prin anticiparea aplicării de către BNR a unei maniere de gestionare a lichidității similare celei din luna anterioară). Intensificarea operațiunilor de sterilizare a condus la remodelarea ulterioară a acestor așteptări, astfel încât randamentele interbancare s-au juxtapus din nou în a doua parte a lunii ratei dobânzii băncii centrale. În ultimele două zile ale perioadei de constituire a RMO, situația lichidității a suferit chiar o relativă tensionare, în condițiile în care surplusul de rezerve existent în sistem nu a fost redistribuit eficient între bănci<sup>40</sup>, iar unii operatori au supraestimat cererea de resurse pe termen scurt; randamentele interbancare au urcat

<sup>40</sup> Ineficiența funcționare a pieței – posibil indusă și de unele reglementări interne ale băncilor – este ilustrată inclusiv de apelarea pe 23 august a ambelor facilități permanente oferite de banca centrală.

pe 23 august până la o medie zilnică de 10,1 la sută, amploarea creșterii acestora fiind limitată de injecția de lichiditate efectuată în acest context de BNR prin intermediul unei operațiuni *repo*. Începând cu ultima săptămână a lunii august, ratele dobânzilor s-au plasat sistematic în jurul nivelului de 6,0 la sută, cu excepția declinului temporar pe care l-au consemnat la finele perioadei de constituire a RMO din luna septembrie. În ultima parte a trimestrului acestea au urcat însă pe un palier ușor superior ratei dobânzii de politică monetară, în condițiile în care banca centrală a revenit la maniera tradițională de derulare a licitațiilor pentru atragerea de depozite (metoda ratei fixe de dobândă), iar băncile au manifestat un interes sporit pentru acest tip de plasamente.

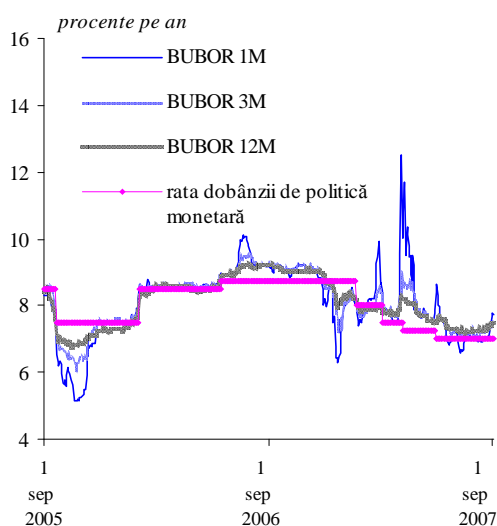
În acest context, plaja de variație a randamentelor interbancare s-a restrâns semnificativ față de trimestrul precedent, valorile medii zilnice ale ratelor dobânzilor ON fluctuând în intervalul 1,1-10,1 la sută. În același timp, *spread*-ul mediu dintre cotațiile *bid* și *ask* pe această scadență s-a redus progresiv pe parcursul intervalului analizat, media sa trimestrială atingând un minim istoric.

Curba randamentelor BUBOR (1M-12M) a urmat o mișcare descendentă în prima parte a intervalului analizat, media acestor cotații acumulând pe parcursul lunilor iulie-august o scădere de 0,50 puncte procentuale comparativ cu sfârșitul trimestrului anterior. Coborârea a fost mai accentuată pe scadențele inferioare (ca efect al relaxării temporare a condițiilor lichidității), astfel încât *spread*-ul dintre mediile lunare ale ratelor BUBOR 12M și BUBOR 1M a devenit pozitiv. În luna septembrie, cotațiile și-au întrerupt însă declinul, urcând pe întreg spectrul de scadențe față de luna precedentă – în medie cu aproximativ 0,15 puncte procentuale. Evoluția a reflectat întărirea de către BNR a controlului monetar și recalibrarea implicită a anticipațiilor operatorilor privind traiectoria randamentelor în următoarele trimestre.

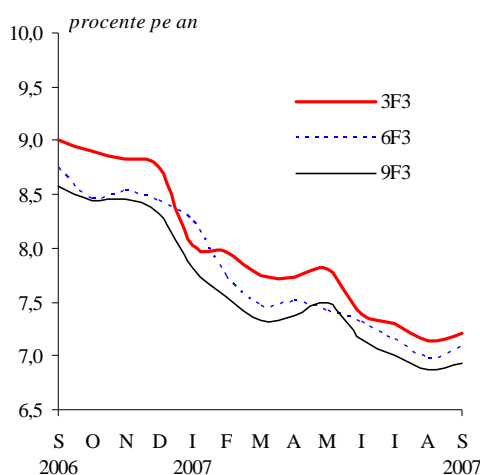
O dinamică similară a așteptărilor este evidențiată și de evoluția ratelor *forward* implicite. Astfel, calculat pornind de la cotațiile medii din luna septembrie, nivelul așteptat al ratei BUBOR 3M pentru finele anului este de 7,2 la sută, acesta urmând să coboare treptat până la 6,9 la sută la jumătatea anului viitor. În schimb, potrivit cotațiilor înregistrate la sfârșitul aceleiași luni, valoarea anticipată a ratei BUBOR 3M ar urma să se situeze la 7,3 la sută în luna decembrie 2007, reducându-se apoi numai marginal în primele două trimestre ale anului viitor, până la 7,2 la sută.

În contrast cu evoluția randamentelor depozitelor interbancare, ratele dobânzilor titlurilor de stat au scăzut aproape continuu pe

**Rata dobânzii de politică monetară și ratele BUBOR**



**Rate forward implicite**

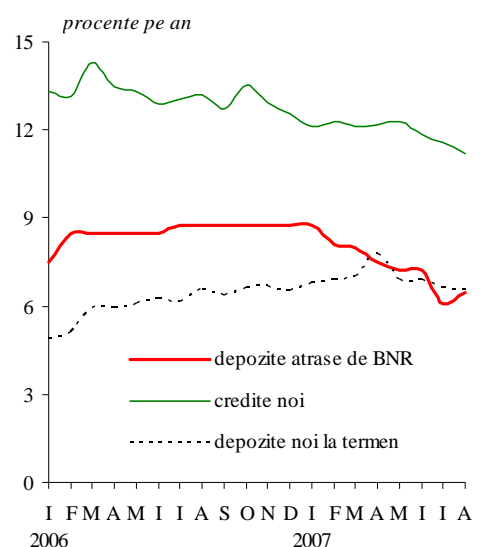


parcursul trimestrului III, politica MEF de reducere a costurilor împrumuturilor publice având ca efect izolarea tot mai vizibilă a pieței primare a titlurilor de stat de influența evoluțiilor de pe piața monetară. Disponând de confortul oferit de existența unui volum consistent de resurse în contul Trezoreriei, autoritatea publică a diminuat aproape sistematic ratele dobânzilor maxime acceptate la licitațiile desfășurate (cu valori cuprinse între 0,03 și 0,17 puncte procentuale), acestea ajungând la niveluri situate între 6,71 la sută (pentru titlurile cu scadența de 10 ani) și 7,15 la sută (pentru cele cu scadența de 3 ani); în plus, în cadrul a 3 din cele 12 licitații de titluri de stat organizate în intervalul iulie-septembrie, MEF a respins integral ofertele de cumpărare, considerând ratele dobânzilor solicitate ca fiind excesiv de ridicate. În aceste condiții, randamentele medii ale certificatelor de trezorerie au coborât până la 6,71 la sută (6 luni), respectiv 7 la sută (1 an), iar cele ale obligațiunilor de stat de tip *benchmark* până la nivelul de 7,05 la sută (3 ani), respectiv 6,7 la sută (10 ani)<sup>41</sup>. Totodată, valoarea înscrisurilor publice puse în circulație în cel de-al treilea trimestru (1 007 milioane lei) a reprezentat jumătate din volumul anunțat, dar și din cel emis în trimestrul precedent.

Și rulajul pieței secundare a titlurilor de stat s-a înjumătățit comparativ cu cel din trimestrul precedent, exclusiv datorită reducerii prezenței băncii centrale pe această piață. Astfel, tranzacțiile totale (definitive+reversibile) s-au cifrat la circa 5 495 milioane RON (față de 10 253 milioane RON în intervalul aprilie-iunie), din care doar 8 la sută au avut drept contrapartidă banca centrală (față de 66 la sută anterior). Aproape 68 la sută din totalul tranzacțiilor au fost operațiuni ireversibile, din care cea mai mare parte (76 la sută) s-a efectuat cu înscrisuri având scadența reziduală de 3 și 5 ani. Randamentele medii corespunzătoare acestor maturități au avut evoluții diferite față de cele consemnate în trimestrul II: primul a crescut de la 6,74 la 6,86 la sută, iar cel de-al doilea s-a diminuat de la 7,1 la 6,93 la sută. Operațiunile reversibile<sup>42</sup> s-au concentrat în special pe scadențele de o lună și 2 luni, ratele *repo* medii aferente situându-se la 6,61, respectiv 6,68 la sută.

O tendință descendentă au manifestat în perioada iunie – august 2007 și ratele medii ale dobânzilor practicate de instituțiile de credit la depozitele la termen noi și la creditele noi. Aceasta a fost însă abia perceptibilă pe segmentul împrumuturilor acordate populației, rata medie aferentă acestuia diminuându-se

**Ratele dobânzilor în sistemul bancar**



<sup>41</sup> În lunile august și septembrie, randamentele medii ale obligațiunilor de stat de tip *benchmark* cu scadența de 10 ani s-au plasat sub valoarea ratei cuponului stabilite de MEF (6,75 la sută).

<sup>42</sup> Exclusiv cele având drept contrapartidă BNR.

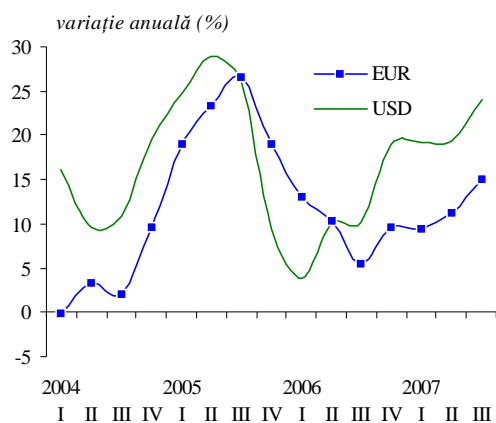
pe ansamblul perioadei cu doar 0,11 puncte procentuale<sup>43</sup> (12,16 la sută în august). În schimb, o ajustare semnificativă a înregistrat rata medie a dobânzii la creditele noi acordate societăților nefinanciare; aceasta s-a redus cu 1,75 puncte procentuale (până la 10,54 la sută), reflectând scăderea amplă (de circa 4 puncte procentuale) operată asupra ratelor dobânzilor variabile asociate împrumuturilor de valoare ridicată (echivalentul a peste 1 milion euro). O repartizare similară din perspectiva sectoarelor a avut și mișcarea descendentă a ratelor medii ale dobânzilor la creditele *overdraft* (-0,37 puncte procentuale, până la 21,99 la sută în cazul populației, respectiv -2,14 puncte procentuale, până la 11,47 la sută în cazul companiilor).

Evoluția randamentelor medii bonificate pentru depozitele noi la termen a fost însă aproape uniformă, acestea fiind coborâte pe ansamblul perioadei analizate cu 0,36 puncte procentuale pe segmentul persoanelor fizice (până la 6,38 la sută) și respectiv cu 0,33 puncte procentuale pe cel al companiilor nefinanciare (până la 6,66 la sută). În aceste condiții, *spread*-ul dintre rata medie a dobânzii la creditele noi și cea aferentă plasamentelor nou constituite a continuat să se reducă, valoarea medie înregistrată în intervalul iunie-august constituind un minim istoric.

## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

În trimestrul III, cursul de schimb al monedei naționale a receptat, alături de cel al altor monede de pe piețele emergente, impactul reducerii drastice a apetitului pentru risc al investitorilor financiari produse ca urmare a declanșării crizei de pe piața creditelor ipotecare din SUA și a propagării efectelor acesteia pe piețele financiare internaționale; astfel, în ultima parte a lunii iulie, cursul leu/euro și-a modificat brusc traiectoria, leul consemnând în august prima depreciere nominală în raport cu moneda europeană din ultimele treisprezece luni. Moderarea ulterioară a reverberațiilor acestei crize a întrerupt pentru scurt timp mișcarea ascendentă a cursului de schimb leu/euro, aceasta înregistrând ulterior o reacelerare temporară, și implicit, o decuplare de traiectoria principalelor monede din regiune, ca efect al deteriorării așteptărilor operatorilor privind evoluțiile macroeconomice interne. Corecția ascendentă pe care a suferit-o cursul de schimb al leului în trimestrul III a confirmat caracterul nesustenabil din punctul de vedere al modificării condițiilor fundamentale ale economiei românești al aprecierii rapide în termeni nominali pe care a cunoscut-o în perioada anterioară moneda națională.

**Evoluția în termeni reali  
a cursului de schimb al leului\***



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

Sursa: INS, BNR

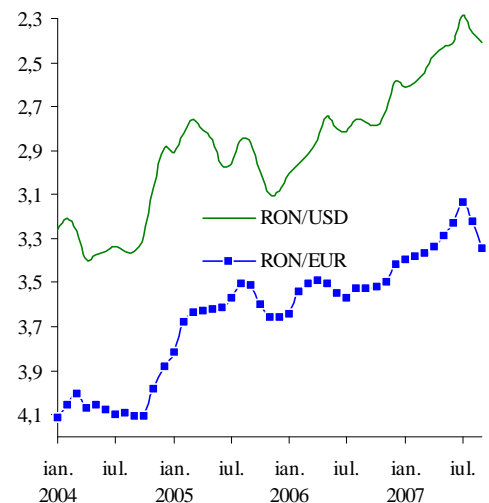
<sup>43</sup> În această perioadă însă, rata medie a dobânzii la creditele noi în euro acordate populației a fost coborâtă cu 0,36 puncte procentuale, ajungând la finele lunii august la 7,78 la sută.

În aceste condiții, aprecierea nominală acumulată de leu în raport cu euro pe primele nouă luni ale anului a fost net inferioară celei consemnate în primul semestru (2,0 la sută și, respectiv, 6,0 la sută în termeni reali); în raport cu dolarul însă, în condițiile în care valoarea acestuia a scăzut față de moneda europeană, leul și-a redus doar marginal aprecierea nominală (7,2 la sută), sporind-o însă pe cea reală (11,4 la sută). Totuși, din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb înregistrate pe ansamblul lunilor iulie-septembrie, moneda națională a continuat să-și consolideze aprecierea atât față de euro (9,6 la sută în termeni nominali și 15,0 la sută în termeni reali), cât și față de dolarul SUA (18,2 la sută în termeni nominali și 24,1 la sută în termeni reali).

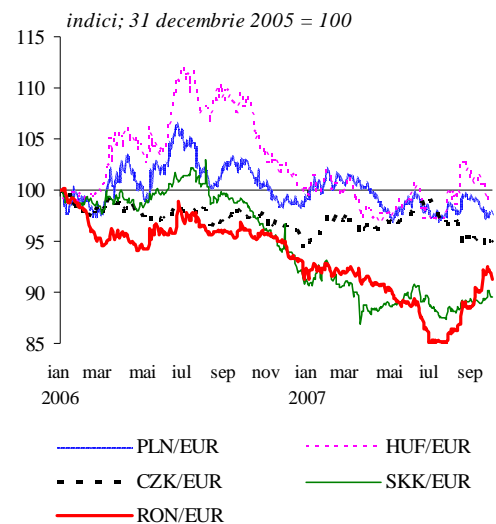
Presiunile în direcția întăririi monedei naționale au continuat să se manifeste de-a lungul celei mai mari părți a lunii iulie, ele fiind potențate de menținerea unui relativ optimism privind evoluțiile economice din regiune, dar și de: (i) prezervarea unui nivel relativ ridicat al intrărilor de capital de natura împrumuturilor financiare, a depozitelor pe termen lung și a investițiilor de portofoliu, precum și a celor directe, (ii) consolidarea așteptărilor privind accentuarea trendului descrescător al cursului de schimb leu/euro și de (iii) creșterea volumului remiterilor din străinătate. În acest context, pentru prima dată în ultimele 23 de luni oferta de devize a pieței valutare interbancare a redevenit excedentară. Turbulența declanșată pe piețele financiare internaționale – pe fondul conturării temerilor privind perspectivele pieței imobiliare și a creditului ipotecar din SUA – a avut un impact major asupra evoluției cursurilor din regiune, inclusiv a raportului leu/euro, acesta inversându-și brusc traiectoria în data de 27 iulie. Cu toate acestea, aprecierea consemnată de moneda națională în raport cu euro pe ansamblul lunii a atins maximum ultimelor șaptesprezece luni<sup>44</sup> (3,0 la sută), fiind totodată superioară celei consemnate de celelalte monede din Europa Centrală și de Est.

Mișcarea ascendentă a cursului de schimb leu/euro s-a accentuat pe parcursul lunii august datorită efectului, mai cu seamă de natura anticipațiilor, produs de reducerea drastică a apetitului pentru risc al investitorilor financiari, în contextul confirmării și chiar al înrăutățirii temerilor acestora privind amploarea și implicațiile crizei de pe piața creditelor din SUA<sup>45</sup>. Pe acest fond și în strânsă corelație cu evoluțiile din regiune, cursul leu/euro s-a plasat începând cu a doua decadă a lunii august pe

Cursul de schimb nominal



Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Sursa BNR. BCE

<sup>44</sup> Cursul mediu de schimb leu/euro din luna iulie (3,1337) a fost cel mai mic din ultimii cinci ani.

<sup>45</sup> Deși criza de pe piața creditelor din SUA a izbucnit la mijlocul lunii iulie (în data de 17), temerile privind propagarea acesteia s-au amplificat considerabil începând cu data de 9 august, când BNP-Paribas a blocat retragerea sumelor din cele trei fonduri cu expunere pe piața creditelor ipotecare riscante din SUA aflate în administrarea sa.

un trend cvasiconstant de creștere, valoarea sa atingând în data de 21 august vârful ultimelor trei luni (3,2772). Traectoria crescătoare a ratei de schimb leu/euro a mai reflectat efectul înrăutățirii anticipațiilor operatorilor ca urmare a reconsiderării fundamentelor economice interne. Volumul tranzacțiilor cu caracter speculativ derulate de nerezidenți a resimțit doar într-o mică măsură această schimbare de sentiment<sup>46</sup>, vânzările nete de devize ale acestora consemnând în luna august un nivel record. Măsurile implementate de principalele bănci centrale în vederea prevenirii apariției unei crize majore de lichiditate, dar și modificarea anticipațiilor referitoare la deciziile privind ratele dobânzilor cheie ale FED și BCE au detensionat temporar piețele financiare internaționale, efectele fiind resimțite și la nivelul celei regionale. În pofida relativei temperaturi pe care a consemnat-o pe acest fond creșterea cursului de schimb leu/euro în ultima decadă a lunii august, pierderea nominală înregistrată de leu pe ansamblul lunii în raport cu euro a atins 2,8 la sută – nivel devansat pe piața regională doar de cel al cursului de schimb al forintului (3,3 la sută).

#### Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2006	2007
	8 luni	8 luni
<b>Contul financiar</b>	<b>6 260</b>	<b>8 812</b>
<b>Investiții directe</b>	<b>4 642</b>	<b>4 059</b>
rezidenți în străinătate	2	-80
nerezidenți în România	4 640	4 139
<b>Investiții de portofoliu și derivate financiare</b>	<b>111</b>	<b>117</b>
rezidenți în străinătate	88	-159
nerezidenți în România	23	276
<b>Alte investiții de capital</b>	<b>3 724</b>	<b>8 161</b>
<i>din care</i>		
pe termen mediu și lung	1 104	2 126
pe termen scurt	1 988	-609
numerar și depozite pe termen scurt	861	4 040
<b>Active de rezervă ale BNR (net)</b>		
("-" creștere/"+" scădere)	-2 217	-3 525

Deprecierea monedei naționale s-a reaccelerat însă în prima parte a lunii septembrie, iar evoluția leului s-a decuplat de cea a monedelor regionale, în condițiile în care anticipațiile nefavorabile ale operatorilor au fost reinflamate de (i) publicarea unor indicatori statistici care au infirmat așteptările mai optimiste ale pieței (evoluția producției industriale în luna iulie, creșterea PIB în trimestrul II și rata inflației în august) sau care i-au confirmat temerile (deficitul de cont curent pe primele 7 luni), precum și de (ii) conturarea unei posibile instabilități politice interne<sup>47</sup>. Deteriorarea așteptărilor a fost probabil principalul determinant al amplificării cererii de devize a rezidenților<sup>48</sup>, care, asociată restrângerii în acest interval a expunerii investitorilor externi pe piața financiară locală<sup>49</sup>, a avut ca efect o accelerare temporară a ritmului de depreciere a leului; în aceste condiții, cursul de schimb leu/euro a atins în data de 21 septembrie cel mai ridicat nivel din ianuarie 2007 (3,4026). Ulterior, sub impactul relativei relaxări a condițiilor lichidității pe piețele financiare externe – inclusiv datorită operării de către FED a unei reduceri peste așteptări a ratei dobânzii de politică monetară – dar și al sporirii fermității controlului exercitat de BNR asupra lichidității de pe piața

<sup>46</sup> Volumul tranzacțiilor derulate de nerezidenți s-a restrâns în această lună.

<sup>47</sup> În data de 14 septembrie, PSD, principalul partid de opoziție a anunțat că va prezenta în Parlament o moțiune de cenzură împotriva guvernului.

<sup>48</sup> Cererea netă de devize a persoanelor juridice și fizice rezidente a reprezentat al doilea vârf istoric (694 milioane euro).

<sup>49</sup> Vânzările nete de devize ale nerezidenților au scăzut la aproximativ o treime din nivelul lunii precedente. Totodată, conform datelor publicate de BVB, cumpărările de înscrisuri ale nerezidenților din luna septembrie s-au plasat la aproximativ jumătate din valoarea lunii august.



monetară<sup>50</sup> și al anticipării menținerii acestei politici în perioada următoare, leul a recuperat parțial din pierderea înregistrată anterior în raport cu euro. Pe ansamblul perioadei leul și-a sporit însă la 3,7 la sută deprecierea nominală față de euro, iar volatilitatea cursului de schimb s-a amplificat.

Pe fondul potențialei extinderi a ariei implicațiilor crizei pieței creditului din SUA este posibil ca piața financiară internațională să traverseze și în perioada următoare momente de tensiune și volatilitate ridicată, care vor continua să influențeze evoluția cursului de schimb al leului. În acest timp este de așteptat ca atitudinea investitorilor financiari față de piețele emergente, inclusiv față de piața financiară românească, să devină tot mai sensibilă față de evoluția fundamentelor economice.

## 2.3. Moneda și creditul

### Moneda

Dinamica<sup>51</sup> masei monetare (M3) s-a redus în intervalul iunie-august 2007 (cu 2,3 puncte procentuale, până la 19,9 la sută), atingând astfel cel mai mic nivel din acest an. Temperarea de ritm a reflectat predominanța influențelor exercitate de (i) relativa încetinire a creșterii economice, (ii) atenuarea ușoară a variației ascendente a cheltuielilor bugetare, (iii) adâncirea deficitului balanței comerciale și (iv) efectul statistic al evoluției cursului de schimb al leului; în sens opus a acționat continuarea intensificării creșterii veniturilor populației (mult mai lentă însă comparativ cu intervalul precedent)<sup>52</sup>. Din perspectiva contrapartidelor, efectul de scădere a dinamicii M3 a fost imprimat de (i) continuarea declinului ratei medii anuale de creștere a activelor externe nete ale sistemului bancar, (ii) plasarea variației anuale medii a creditului privat pe un trend descendent<sup>53</sup>, precum și de (iii) prelungirea ascensiunii dinamicii pasivelor financiare pe termen lung (exclusiv conturile de capital); în schimb, evoluția creditului acordat sectorului public a continuat să reprezinte un factor de potențare a creșterii M3.

Ambele componente majore ale M3 au acționat în direcția restrângerii ritmului de creștere a acesteia. Rolul principal a

<sup>50</sup> În ședința din 26 septembrie CA al BNR a hotărât exercitarea unui control ferm asupra lichidității de pe piața monetară.

<sup>51</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor anuale de creștere din perioada iunie-august 2007, exprimată în termeni reali.

<sup>52</sup> Rata anuală medie de creștere în termeni reali a salariului mediu net a atins un nivel de 17,8 la sută, trendul ascendent consemnând însă o relativă încetinire în raport cu intervalul precedent (de la +1,5 puncte procentuale la +0,1 puncte procentuale).

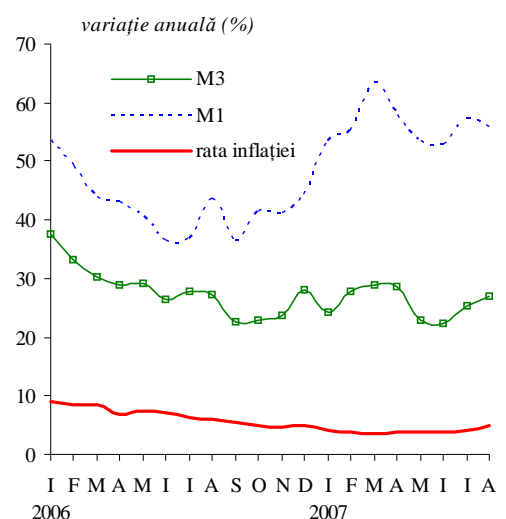
<sup>53</sup> Declinul ratei anuale de creștere a creditului privat s-a prelungit însă doar până în luna iunie (a se vedea subsecțiunea privind creditul).

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

	variație procentuală în termeni reali					
	2006		2007		iul.	aug.
	III	IV	I	II		
	<i>medii lunare</i>					
M3	18,9	19,2	22,2	20,1	20,6	21,0
M1	31,2	35,8	51,7	49,1	51,2	48,6
Numerar în circulație	32,7	28,4	22,1	21,4	24,4	25,3
Depozite overnight	30,5	39,5	66,5	63,9	65,4	60,3
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	11,2	9,0	3,5	0,7	-1,2	0,9

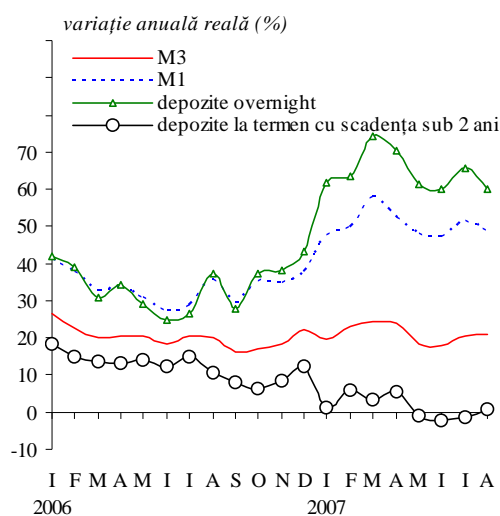
Sursa: INS, BNR

**Masa monetară și rata inflației**



Sursa: INS, BNR

### Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

aparținut masei monetare în sens restrâns, a cărei pondere în M3 a ajuns să reprezinte, în premieră în perioada pentru care sunt disponibile serii de date comparabile, mai mult de jumătate<sup>54</sup> din totalul lichidității din economie; în contrast cu evoluția perioadelor anterioare, M1 a înregistrat în acest interval o diminuare a ratei de creștere, exclusiv pe seama scăderii sensibile pe care a consemnat-o variația depozitelor *overnight* ale companiilor<sup>55</sup> (probabil și ca urmare a majorării volumului plăților către buget). În schimb, dinamica numerarului în circulație s-a mărit pentru prima oară în ultimul an și jumătate, posibil pe seama exercitării unor efecte mai pregnante<sup>56</sup> de către factorii sezonieri.

Depozitele la termen cu scadența sub doi ani au continuat să înregistreze o scădere a variației anuale (aceasta devenind astfel negativă), reflectând, pe de o parte, reducerea dinamicii depozitelor companiilor și ale celor aparținând administrațiilor locale și de asigurări sociale și, pe de altă parte, temperarea creșterii plasamentelor de acest tip ale populației<sup>57</sup>. Printre determinanții evoluției depozitelor companiilor s-au numărat creșterea mai puternică decât de obicei a volumului viramentelor cu caracter sezonier către bugetul de stat<sup>58</sup>, amplificarea plăților externe, precum și, într-o măsură mai mică, sporirea interesului acestor entități pentru plasamente în titluri de stat, respectiv pentru depozitele cu scadența mai mare de doi ani. În cazul populației, încetinirea creșterii s-a regăsit doar la nivelul componentei în valută, depozitele la termen în lei cu scadența sub 2 ani accelerându-și în continuare viteza de creștere; pe lângă accentuarea preferinței pentru plasamentele în lei, evoluția celor din urmă a reflectat și posibilă realocare dinspre plasamentele pe termen lung (peste doi ani) ale persoanelor fizice – deși randamentele asociate acestora au rămas mai avantajoase –, precum și dinspre depozitele constituite la Trezoreria statului.

Pe ansamblul intervalului analizat, structura pe monede a M3 s-a ameliorat, ponderea depozitelor în valută (26,1 la sută) înregistrând o nouă reducere, îndeosebi pe seama decelerării creșterii plasamentelor în devize ale companiilor.

<sup>54</sup> 52,2 la sută ca medie a intervalului analizat.

<sup>55</sup> Sectorul companiilor cuprinde societățile nefinanciare și societățile financiare nemonetare, iar sectorul populației include gospodăriile populației și instituțiile fără scop lucrativ în serviciul gospodăriilor populației.

<sup>56</sup> Inclusiv pe seama majorării mai puternice pe care au înregistrat-o sumele acordate în perioada iunie-iulie personalului din învățământ.

<sup>57</sup> Mișcarea fiind o premieră la nivelul evoluțiilor caracteristice perioadei iunie 2006-august 2007.

<sup>58</sup> În perioada analizată, soldul Trezoreriei statului a consemnat cel mai mare ritm mediu de creștere anuală în termeni reali din ultimul an.

## Creditul

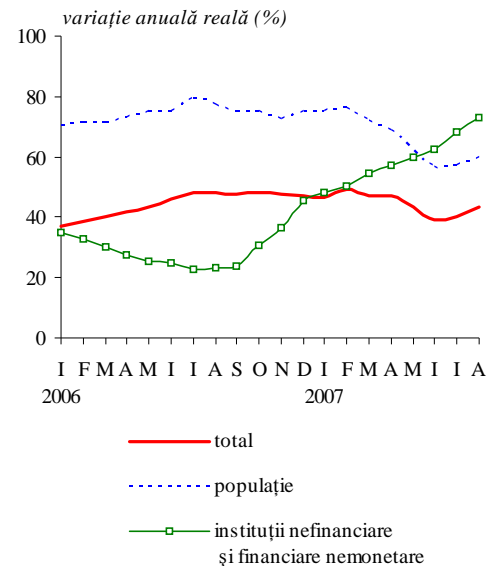
Viteza de creștere<sup>59</sup> a creditului acordat sectorului privat (40,9 la sută) a consemnat pe ansamblul perioadei iunie-august 2007 o reducere de 5,1 puncte procentuale, coborând astfel la cea mai mică valoare din ultimul an și jumătate. Traectoria lunară a ratelor anuale de creștere relevă însă o reacelerare în intervalul iulie-august a creșterii acestui indicator (survenită după patru luni consecutive de reducere), determinată exclusiv de ascensiunea tot mai rapidă a componente în valută.

În aceste condiții, ponderea celei din urmă în totalul împrumuturilor sectorului privat (49,0 la sută, ca medie a perioadei) a atins cel mai înalt nivel înregistrat în perioada iulie 2006-august 2007; lărgirea decalajului de ritm dintre cele două componente a continuat să reflecte în principal efectul aprecierii leului, precum și prelungirea influenței exercitate de (i) eliminarea limitelor impuse instituțiilor de credit pentru expunerile rezultate din acordarea de împrumuturi în valută<sup>60</sup> și de (ii) majorarea în anul 2006 a ratei RMO pentru pasivele în lei<sup>61</sup>.

Deși este posibil ca în această perioadă costurile accesării de către instituțiile de credit a resurselor din străinătate să fi suferit o relativă înrăutățire, ca urmare a efectelor crizei ce a afectat sistemul financiar internațional<sup>62</sup>, resursele atrase și, implicit, oferta de credite în valută au fost consistente, datorită unor factori precum (i) menținerea concurenței puternice din sistemul bancar și a anticipațiilor favorabile ale acestui sector privind perspectivele economiei românești, precum și (ii) progresul procesului de validare a normelor prudențiale interne ale băncilor referitoare la creditarea persoanelor fizice

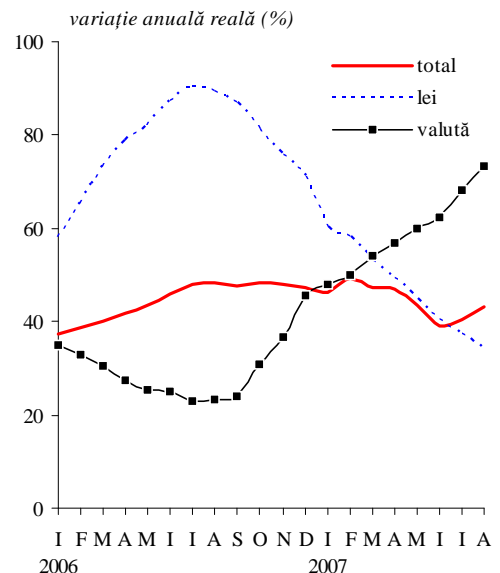
Prin ameliorarea accesibilității împrumuturilor, cel de-al doilea factor a devenit un stimulent tot mai important al cererii de credite a populației; în sensul inhibării acesteia au acționat însă posibila plafonare a nivelului de îndatorare a persoanelor cu venituri reduse, precum și relativa cvasistabilizare a vitezei de creștere a veniturilor populației (deși aceasta a rămas la un nivel foarte înalt). În aceste condiții, traectoria descendentă a variației anuale a creditelor populației a înregistrat în luna iulie 2007 un punct de inflexiune, ca urmare a replasării pe un trend

**Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale**



Sursa: INS, BNR

**Creditul acordat sectorului privat pe monede**



Sursa: INS, BNR

<sup>59</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor anuale de creștere din perioada iunie-august 2007, exprimate în termeni reali.

<sup>60</sup> Începând din ianuarie 2007 a fost abrogată Norma nr.11/2005 privind limitarea gradului de concentrare a expunerilor din credite în valută.

<sup>61</sup> Începând cu perioada de aplicare 24 iulie-23 august 2006, rata rezervelor minime obligatorii în lei s-a majorat de la 16 la sută la 20 la sută.

<sup>62</sup> Cu toate acestea, ritmul de creștere a pasivelor externe în valută ale instituțiilor de credit s-a reacelerat.

crescător a dinamicii anuale a creditelor pentru locuințe<sup>63</sup>; în schimb, ritmul de creștere anuală a creditelor pentru consum a consemnat o relativă stagnare în jurul uneia dintre cele mai mici valori înregistrate din luna mai 2005 până în prezent. Aceste evoluții, corelate cu majorarea în continuare a ponderii creditelor pe termen lung (care au ajuns să reprezinte aproape trei sferturi din totalul creditelor persoanelor fizice), confirmă creșterea interesului populației pentru domeniul imobiliar. Sub influența (i) prelungirii în acest interval a declinului costurilor medii asociate creditelor noi în valută (inclusiv a celor cu dobânda), precum și a celei exercitate de (ii) promovarea agresivă de către bănci a produselor de creditare în monede netradiționale (în special franci elvețieni), viteza anuală de creștere a creditelor în valută ale populației s-a accelerat sensibil, atingând în luna august 2007 maximul ultimelor 21 de luni; în schimb, cererea de credite în lei a persoanelor fizice a continuat să se tempereze, în condițiile în care ratele medii ale dobânzilor la creditele noi în monedă națională ale acestui segment s-au menținut relativ stabile.

O relativă majorare a consemnat în ultimele două luni ale intervalului analizat și dinamica anuală a creditelor acordate companiilor; și în acest caz tendința a fost imprimată de componenta în valută, prelungirea trendului ascendent al variației anuale a acesteia (în pofida majorării ratelor dobânzilor aferente împrumuturilor noi în euro) fiind susținută în special de creșterea volumului plăților aferente importurilor<sup>64</sup>. În același timp, dinamica împrumuturilor în lei ale companiilor a continuat să se restrângă, în pofida operării de către bănci a unor reduceri semnificative asupra ratelor de dobândă asociate acestor împrumuturi.

Ritmul de creștere a creditului acordat sectorului public a înregistrat un nou maxim al seriei de date disponibile, îndeosebi ca urmare a prelungirii creșterii abrupte a stocului de titluri de stat deținute de instituțiile de credit (mișcarea continuând însă să reflecte efectul de bază indus de absența emisiunilor de titluri de stat în anul anterior).

---

<sup>63</sup> Până în luna decembrie 2006, conform datelor din *Situația comportamentului financiar al populației și agenților economici în profil teritorial* (exclusiv Creditcoop), iar din ianuarie 2007 pe baza raportărilor instituțiilor de credit conform Normei BNR nr. 13/2006.

<sup>64</sup> Orientarea preponderentă a creditelor în această direcție este sugerată de faptul că accelerarea creditării în devize a segmentului pare să se fi concentrat la nivelul împrumuturilor cu maturitatea sub cinci ani acordate societăților nefinanciare; în același sens pot fi interpretate datele disponibile la nivelul CRB.

## V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

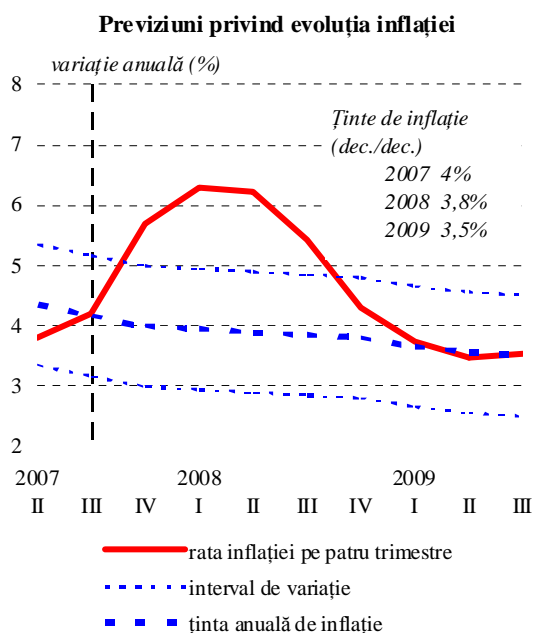
---

*Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației la sfârșitul anului 2007 la nivelul de 5,7 la sută, cu 1,8 puncte procentuale peste cel prognozat în Raportul asupra inflației din luna august. Pentru anul 2008, inflația proiectată la finele anului se situează cu 0,6 puncte procentuale peste cea prognoțată anterior (4,3 la sută față de 3,7 la sută).*

*Revizuirea prognozei este rezultatul unor evoluții recente care marchează abateri substanțiale față de coordonatele proiecției precedente. Aceste abateri provin de la efectele mult mai severe decât cele anticipate anterior ale secetei din acest an asupra prețurilor produselor alimentare (efecte intervenite mai ales la finele trimestrului III) și de la impactul re poziționării cursului de schimb al leului, cu începere din trimestrul III 2007, la niveluri semnificativ peste cele din proiecția anterioară. În aceste condiții, nu a mai fost posibilă atenuarea creșterii prețurilor interne prin consumul de produse importate mai ieftine, dinamica prețurilor de import fiind influențată nefavorabil, pe lângă reflectarea creșterii prețurilor produselor agricole pe piețele specifice la nivel internațional, și de evoluția cursului de schimb. În plus, atât corecția în termeni nominali a leului, cât și deteriorarea anticipațiilor privind inflația au indus o reducere a restrictivității condițiilor monetare în termeni reali, slăbind presiunea exercitată de acestea asupra cererii agregate în prima parte a intervalului de prognoză.*

*Pentru anul 2008, scenariul de bază prevede o dezinflație mult mai puternică (inflația anuală scăzând de la 5,7 la sută în 2007 la 4,3 la sută în 2008) decât cea proiectată anterior (de la 3,9 la sută la 3,7 la sută), urmând ca în cursul anului 2009 inflația să revină la niveluri apropiate de valoarea centrală a țintei. Proiecția scăderii inflației în a doua jumătate a intervalului de prognoză se bazează pe impactul restrictivității programate a condițiilor monetare asupra cererii agregate, pe prognoza unei dinamici favorabile a prețurilor de import și pe ipoteza epuizării efectelor negative ale secetei din anul 2007 o dată cu obținerea în 2008 a noii recolte agricole. Restrictivitatea necesară a condițiilor monetare reale va fi asigurată prin calibrarea adecvată a politicii monetare, coroborată cu reluarea prognoțată a tendinței de apreciere în termeni reali pe termen mai îndelungat a monedei naționale, sub impactul continuării înregistrării de câștiguri de productivitate în economia românească și al persistenței influxurilor sustenabile de capital productiv.*

În orizontul actual al proiecției, evenimente posibile care generează riscuri semnificative de situare a traiectoriei viitoare a inflației peste cea prognozată includ: creșterea salariilor în exces față de creșterea productivității muncii, reînflamarea anticipărilor privind inflația, modificări în structura cheltuielilor publice în favoarea componentelor cu potențial inflaționist mai ridicat, înregistrarea de deficite bugetare mai mari decât cele preconizate în prezent. Devierea ratei inflației de la traiectoria prognozată poate fi generată și de abateri de la coordonatele scenariului de bază ale evoluțiilor cursului de schimb al monedei naționale, prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare, prețurilor combustibililor și prețurilor administrate. Deși astfel de abateri sunt posibile în ambele sensuri, o probabilitate mai mare este asociată riscurilor unor abateri nefavorabile în cadrul orizontului actual al prognozei.



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

## 1. Scenariul de bază al proiecției

### 1.1. Proiecția inflației

Potrivit scenariului de bază al proiecției, inflația anuală a prețurilor de consum va urca deasupra intervalului de variație din jurul țintei centrale în ultimul trimestru al anului curent, urmând să reentre în interval începând cu trimestrul IV al anului viitor. Rata inflației este prognozată să atingă 5,7 la sută în 2007 și 4,3 la sută în 2008. Comparativ cu prognozele prezentate în raportul din luna august 2007, rata anuală a IPC este mai mare până în trimestrul I 2009.

**Tabelul nr. 5.1.** Rata anuală a inflației (sfârșitul perioadei)

Perioada	procente							
	T4 2007	T1 2008	T2 2008	T3 2008	T4 2008	T1 2009	T2 2009	T3 2009
Țintă	4,0				3,8			
Proiectată	5,7	6,3	6,2	5,4	4,3	3,8	3,5	3,5

La începutul intervalului de proiecție (trimestrul IV 2007) inflația anuală estimată este cu 1,8 puncte procentuale peste cea prognozată în *Raportul asupra inflației* din luna august. Cauzele acestei reevaluări sunt:

- presiunile ofertei agricole puternic reduse de secetă asupra prețurilor volatile ale unor produse alimentare și creșterea semnificativă a prețurilor internaționale ale cerealelor și plantelor tehnice<sup>65</sup>;
- încorporarea presiunilor amintite în prețurile alimentelor procesate incluse în inflația de bază CORE2 și în

<sup>65</sup> A se vedea caseta explicativă de la pagina 28.

anticipațiile privind inflația, având în vedere caracterul inelastic al cererii pentru aceste produse, ponderile lor importante în coșul de consum aflat la baza IPC, precum și validarea presiunilor inflaționiste de natura costurilor prin intermediul cererii excedentare consistente;

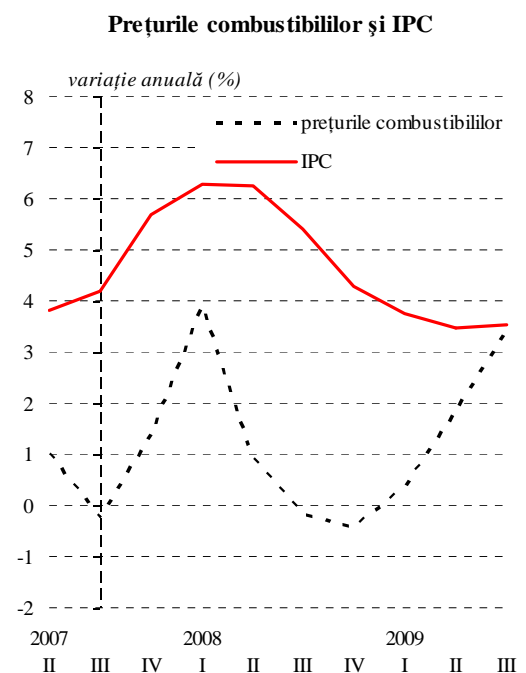
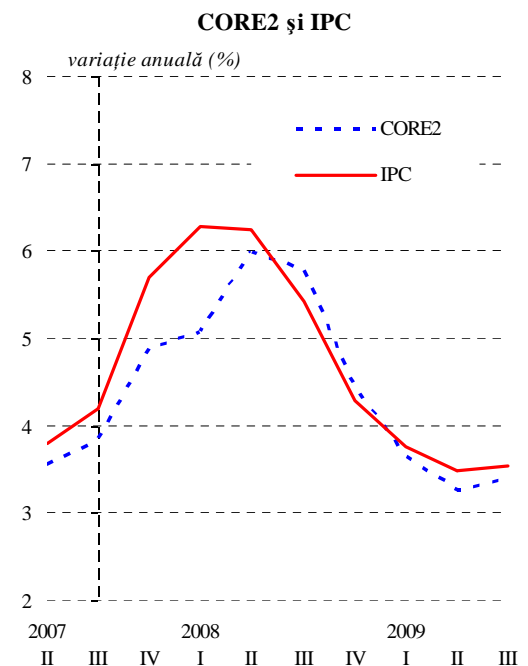
- corecția în termeni nominali a cursului monedei naționale în raport cu euro în lunile august și septembrie.

Rata proiectată a inflației de bază CORE2 este mai redusă decât cea a inflației IPC. Excepție fac trimestrele III și IV 2008, când creșterea indicelui agregat al prețurilor de consum este temperată de efectele unei dinamici favorabile a cursului de schimb al monedei naționale asupra prețurilor combustibililor și ale creșterii sezoniere a ofertei de produse agricole asupra prețurilor volatile ale fructelor și legumelor, rezultând într-un efect de bază prognozat drept pozitiv în raport cu anul 2007. La începutul perioadei de prognoză, rata inflației CORE2 este mai mare față de *Raportul asupra inflației* din luna august ca efect al corecției nominale recente a leului și al creșterii prețurilor produselor alimentare prelucrate. După înregistrarea unui maxim al ratei inflației de bază în trimestrul II 2008, se anticipează reintrarea acesteia în intervalul din jurul țintei la sfârșitul anului viitor. Scăderea prognozată va fi determinată de persistența unui deficit de cerere până la orizontul proiecției și de reducerea anticipată a prețurilor de import pe parcursul anului 2008. Proiecția prevede că influența favorabilă a acestor factori va domina presiunile de sens contrar exercitate asupra prețurilor CORE2 de majorările de accize la produse din tutun în lunile iulie 2008 și 2009 și de anticipațiile privind inflația.

Este de așteptat ca recenta accelerare a creșterii prețurilor de consum și ieșirea temporară a inflației IPC din intervalul din jurul țintei centrale să exercite efecte persistente asupra anticipațiilor privind inflația. Ca urmare, se preconizează menținerea anticipațiilor la niveluri superioare inflației IPC observate pentru întreg intervalul proiecției.

Dinamica prețurilor volatile ale unor produse alimentare (legume, fructe, ouă – LFO) constituie principalul factor inflaționist până în trimestrul III 2008, când efectele negative ale ofertei diminuate de seceta din 2007 vor putea fi complet eliminate de obținerea unei noi producții agricole<sup>66</sup>. Modificările de prețuri administrate anticipate în exercițiul de proiecție curent redevin principala sursă a creșterilor prețurilor de consum începând cu ultimul trimestru al anului 2008.

Evoluția proiectată a prețurilor interne ale combustibililor pornește de la ipoteza menținerii constante pe întreaga perioadă a



<sup>66</sup> Și în proiecția curentă se pornește de la ipoteza obținerii unor producții agricole normale în 2008 și 2009.



prețului internațional al petrolului la nivelul său mediu înregistrat în trimestrul III 2007<sup>67</sup>. La fel ca în proiecția anterioară, au fost luate în calcul ajustările de accize aplicate unor categorii de combustibili și prevăzute de Codul Fiscal pentru începutul anilor 2008, 2009 și 2010. Cu toate acestea, inflația proiectată în cazul prețurilor interne ale combustibililor este inferioară modificării prețurilor de consum, ca urmare a prognozatei continuări a tendinței de apreciere în termeni reali a leului pe un orizont mai îndelungat, în concordanță cu câștigurile de productivitate realizate în continuare în economia românească.

În proiecția curentă, inflația prețurilor de import este mai mică decât inflația prețurilor de consum până la sfârșitul anului viitor. Aprecierea reală a leului determină reducerea preconizată a prețurilor de import pe parcursul anului viitor. Se anticipează eliminarea impactului favorabil al cursului de schimb la începutul anului 2009, în comparație cu proiecția anterioară.

## 1.2. Presiuni exogene asupra inflației

Contribuția cumulată a componentelor exogene ale inflației prețurilor de consum<sup>68</sup> preconizată în scenariul de bază curent este mai mare decât în cel precedent cu 0,7 puncte procentuale în anul 2007 și cu 0,1 puncte procentuale în anul 2008. Pentru primele trei trimestre ale anului 2009, contribuția este similară celei anticipate în *Raportul asupra inflației* din luna august. Evoluția proiectată a prețurilor volatile ale unor produse alimentare (LFO) este principalul generator de presiuni exogene asupra prețurilor de consum.

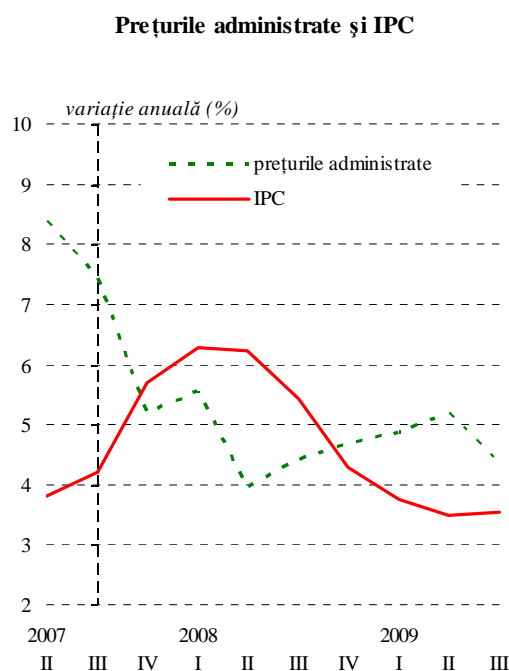
Dinamica prețurilor administrate este inferioară celei a IPC până în trimestrul III 2008. Creșterile așteptate sunt mai mici decât cele din proiecția anterioară pe întreaga perioadă de proiecție, valorile anualizate fiind prezentate în tabelul 5.2.

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

	procente					
	Prețuri administrate			Prețuri volatile ale alimentelor		
	2007	2008	T1-T3 2009	2007	2008	T1-T3 2009
Proiecția curentă	5,2	4,7	4,3	26,2	5,6	3,8
Proiecția anterioară	6,4	5,6	5,2	7,3	3,7	2,2

<sup>67</sup> Aceasta este o ipoteză standard utilizată consecvent de BNR și alte bănci centrale în condițiile incertitudinii ridicate cu privire la evoluțiile viitoare ale prețurilor petrolului.

<sup>68</sup> Prețuri administrate, prețuri volatile ale unor produse alimentare, acciza la țigarete și produse din tutun.





Diferența negativă din anul curent este atribuită, în principal, preconizatei reduceri cu 12 la sută a prețurilor medicamentelor în lunile noiembrie și decembrie. Scenariul curent este comparabil cu cel anterior în ceea ce privește evoluția prețurilor energetice. Singura diferență este dată de o creștere mai mare a prețurilor gazelor naturale în luna octombrie a anului curent față de cea luată în calcul în proiecția precedentă. Tabelul 5.3 sintetizează evoluția prețurilor energetice, principala componentă a prețurilor administrate.

**Tabelul nr. 5.3** Scenariul privind evoluția prețurilor energetice

procente

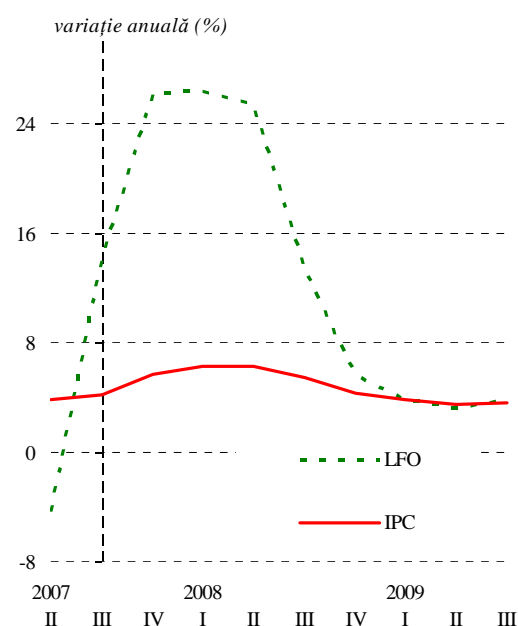
	Energie electrică			Energie termică			Gaze naturale		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Proiecția curentă	4,2	4,2	3,5	12,3	11,4	6,0	0,1	12,5	8,2
Proiecția anterioară	4,2	4,2	3,5	12,3	11,4	6,0	-0,6	12,5	8,2

Scenariul referitor la prețurile LFO preconizează o dinamică superioară celei din *Raportul asupra inflației* anterior pentru întreaga perioadă de proiecție, după cum se observă din tabelul 5.2. Presiunile asupra prețurilor, generate de oferta slabă de produse agricole din acest an, alimentează rata anticipată a inflației LFO atât în 2007, cât și în prima parte a anului 2008 (până la obținerea unei noi recolte). Presiunile sunt amplificate de creșterea accentuată a prețurilor internaționale ale cerealelor și plantelor tehnice ca urmare a creșterii cererii mondiale pentru consum și pentru producerea de biocarburanți.

Scenariul privind modificarea prețurilor la țigarete și produse din tutun este construit în funcție de calendarul de aliniere a nivelului accizelor la cel stabilit de Uniunea Europeană<sup>69</sup>. Creșterile de preț preconizate sunt mai mari în anii 2008 și 2009 față de scenariul de bază anterior, ca urmare a reconsiderării cursului de schimb folosit în calculul valorii în lei a accizei. Acesta influențează prețurile produselor din tutun în principal prin intermediul componentei specifice a accizei, calculată în euro.

Conform prognozei publicate în luna septembrie de *Consensus Forecasts*, rata anticipată a inflației pentru zona euro este comparabilă cu cea din proiecția trecută atât pentru anul curent (constantă la 2,2 la sută), cât și pentru anul viitor (1,9 la sută față de 2,0 la sută). În Buletinul Lunar publicat în luna

**Prețurile LFO și IPC**



<sup>69</sup> Prevăzută de Directiva CE nr. 59/1995 completată ulterior cu Directiva CE nr. 10/2002 și implementată în legislația națională prin intermediul Legii nr. 343 din 17/07/2006 care aduce modificări Codului Fiscal.

septembrie 2007, Banca Centrală Europeană nominalizează ca principale riscuri inflaționiste creșterea impozitelor indirecte, a salariilor și a transmisiei inflației prețurilor de producție în inflația prețurilor de consum.

### 1.3. Presiuni din partea cererii agregate

#### 1.3.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

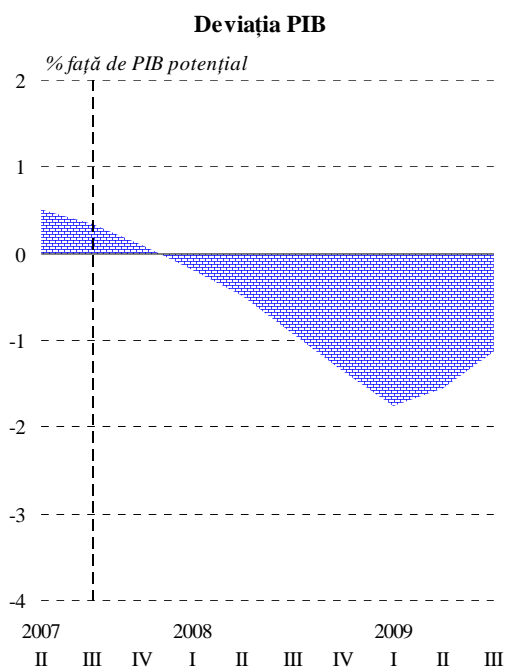
Datele comunicate de Institutul Național de Statistică referitoare la PIB real<sup>70</sup> pentru trimestrul II indică reducerea ratei anuale de creștere a acestuia comparativ cu trimestrele anterioare. Deoarece efectul modificării legislative referitoare la colectarea TVA asupra veniturilor bugetare<sup>71</sup> este temporar, se menține ipoteza din runda anterioară de proiecție cu privire la efectul neutru al acestei schimbări asupra evaluării excesului de cerere din trimestrul I. În plus, seceta care se manifestă cu începere din trimestrul II reprezintă un șoc de ofertă care conduce la reducerea temporară a ritmului de creștere a PIB real datorită contribuției nefavorabile a agriculturii. Ca urmare a diminuării potențialului agricol, excesul de cerere nu se reduce corespunzător scăderii producției agricole. Excesul de cerere pentru trimestrul II este evaluat la un nivel apropiat de cel de la runda anterioară de proiecție.

În trimestrul III 2007 se estimează continuarea reducerii dinamicii PIB real față de valorile ridicate înregistrate pe parcursul anului 2006. Excesul de cerere din trimestrul III este evaluat la un nivel în ușoară scădere față de cel din trimestrul precedent, fiind influențat de impulsul cumulat restrictiv transmis de cursul real de schimb al monedei naționale și de ratele reale ale dobânzilor bancare din perioadele anterioare.

Consumul final efectiv al populației se menține în trimestrul III la ratele ridicate de creștere observate în trimestrele anterioare, chiar dacă, sub impactul efectelor secetei, se anticipează o decelerare ușoară comparativ cu trimestrul II. Dinamica acestuia este susținută de majorările semnificative ale salariilor, de continuarea reducerii ratei șomajului, precum și de creșterea alertă a creditului de consum. Bugetul general consolidat al statului înregistrează la sfârșitul lunii septembrie un excedent de 0,19 la sută, care are pe termen scurt o influență de sens opus consumului final efectiv al populației asupra cererii agregate. Cumulat, cele două componente de consum transmit un impuls stimulativ excesului de cerere.

<sup>70</sup> A se vedea *Capitolul III. Evoluții ale activității economice*.

<sup>71</sup> Pentru detalii referitoare la modificarea legislației referitoare la colectarea TVA odată cu aderarea la Uniunea Europeană a se vedea Casetă explicativă din *Raportul asupra inflației – august 2007*.



Formarea brută a capitalului fix se situează peste tendința pe termen mediu. Proiecția pentru trimestrul III indică o menținere a ritmului ridicat de creștere din trimestrul II, când formarea brută de capital fix a constituit componenta cea mai dinamică a cererii agregate; meritul pentru această dinamică revine în principal investițiilor în construcții, în timp ce efortul în direcția re tehnologizării a înregistrat o creștere modestă. Datele aferente ritmului real de creștere a creditului pe termen mediu și lung destinat agenților economici, una din principalele surse de finanțare a investițiilor, indică menținerea sa la valori ridicate și pe parcursul acestui trimestru. Ritmul alert de creștere a importurilor, în cadrul cărora componenta importuri de bunuri de capital și-a mărit ponderea în perioadele recente, sugerează de asemenea situarea formării brute a capitalului fix peste valoarea corespunzătoare tendinței pe termen mediu.

Importurile își mențin în trimestrul III ritmul ridicat de creștere observat în trimestrele anterioare, situându-se în continuare peste trend, dinamica acestora fiind alimentată de evoluțiile favorabile ale surselor de finanțare și ale venitului disponibil. Astfel, în termeni reali, creditul acordat sectorului privat se menține în acest trimestru la ritmurile anterioare ridicate, iar pe piața muncii persistă dinamica alertă a salariilor reale, cu efect pozitiv asupra venitului disponibil. Scăderea accentuată resimțită de exporturi în trimestrul II le plasează și în trimestrul următor sub tendința pe termen mediu. În ansamblu, decalajul persistent de ritm dintre creșterea importurilor și cea a exporturilor determină o adâncire a exportului net negativ, cu impact nefavorabil asupra excesului de cerere agregată.

### **1.3.2. Implicații ale evoluțiilor recente ale cursului leului și ale ratelor dobânzilor asupra activității economice**

În cea de-a doua parte a trimestrului III cursul de schimb a revenit, printr-o corecție rapidă în termeni nominali, la nivele similare celor înregistrate la începutul anului. Cu toate acestea, media trimestrială a cursului indică o apreciere atât în termeni reali cât și nominali față de trimestrul anterior.

Criza de pe piața creditelor ipotecare din SUA începută în luna iulie a determinat o reconsiderare a atitudinii față de risc a investitorilor financiari. Reducerea drastică a apetitului pentru risc a determinat deprecierea valutelor din țările emergente și creșterea volatilității cotațiilor activelor din aceste țări. În corelație cu evoluțiile din regiune, leul s-a depreciat în termeni nominali în lunile august și septembrie comparativ cu perioadele anterioare. Această depreciere a monedei naționale ar putea fi pusă în parte și pe seama unei percepții mai puțin favorabile decât în prima parte a anului cu privire la situația

macroeconomică internă și perspectivele acesteia, în special în ceea ce privește evoluția deficitului de cont curent.

Deși aprecierea reală înregistrată de moneda națională ca medie pe trimestrul III implică accentuarea impulsului restrictiv transmis asupra economiei reale, evoluția ascendentă a cursului leu/euro din ultima parte a perioadei implică o atenuare temporară a acestei restrictivități pentru trimestrul următor. Prin intermediul canalului exportului net, aprecierea determină o scădere a cererii externe nete și implicit, a cererii agregate. Pe de altă parte, întrucât aproximativ jumătate din creditul neguvernamental este denominat în valută, impactul restrictiv al cursului de schimb asupra cererii agregate este parțial contrabalansat de influența stimulativă exercitată prin intermediul efectelor de avuție și de bilanț, aprecierea fiind un factor de reducere a costului creditelor în valută, respectiv de stimulare a cererii agregate. Cursul nominal de schimb al monedei naționale exercită și o influență directă asupra inflației prin intermediul ajustării prețurilor de import la evoluțiile acestuia, o apreciere având astfel un efect de reducere a inflației.

Dincolo de evoluțiile pe termen scurt influențate de factorii conjuncturali, cursul de schimb urmează o traiectorie pe termen mediu determinată de factorii fundamentali (cum ar fi intrările de capital pe termen mediu sau diferențialul de productivitate față de partenerii externi). Astfel, procesul de convergență reală a economiei României către economia zonei euro susține o tendință normală de apreciere în termeni reali a monedei naționale pe termen mai îndelungat. Pe termen scurt, cursul de schimb al monedei naționale se poate abate de la această tendință pe termen mediu, spre care tinde să revină după epuizarea efectului factorilor cu acțiune temporară.

Pe parcursul trimestrului III BNR nu a efectuat modificări ale ratei dobânzii de politică monetară, aceasta fiind menținută la nivelul de 7 la sută stabilit la sfârșitul trimestrului anterior. La începutul perioadei analizate a avut loc o redeschidere a decalajului dintre rata nominală a dobânzii de politică monetară și rata medie a dobânzii aferente plasamentelor băncilor comerciale la BNR, dar acesta s-a redus pe parcursul trimestrului, la sfârșitul acestuia dobânzile interbancare fiind aliniate ratei dobânzii de politică monetară ca urmare a majorării volumului de lichiditate sterilizat de către banca centrală prin intermediul operațiunilor de piață. Deteriorarea așteptărilor inflaționiste și reducerea ratei nominale medii a dobânzii plasamentelor la BNR comparativ cu trimestrul anterior conduc la scăderea corespondentului real al acesteia. Ca urmare, nivelul mediu pe ansamblul trimestrului III al ratei reale a dobânzii BNR acționează în sensul atenuării influenței restrictive a cursului de schimb asupra activității economice din perioada următoare, cu

toate că acest nivel a crescut la sfârșitul trimestrului de referință.

Impactul ratei dobânzii BNR asupra economiei reale se realizează indirect, prin intermediul ratelor dobânzilor practice de către băncile comerciale în relațiile cu clienții lor. Acesta se transmite, de regulă, cu o întârziere datorată procesului de ajustare treptată a dobânzilor băncilor comerciale la rata dobânzii BNR. Încorporând dinamica acesteia, în trimestrul III, atât ratele dobânzilor la depozite, cât și cele la credite, consemnează reduceri în termeni nominali. Deteriorarea așteptărilor inflaționiste implică o erodare a ratelor reale de dobândă practicate de băncile comerciale. În aceste condiții, impactul ratelor reale ale dobânzilor bancare asupra economiei reale devine, *caeteris paribus*, stimulat.

Pe ansamblu, în trimestrul III, influența cumulată exercitată de ratele dobânzilor bancare și de cursul de schimb intensifică presiunea restrictivă a ansamblului condițiilor monetare reale. Impactul propagat al evoluțiilor anterioare ale ratelor reale ale dobânzilor și, mai ales, al deprecierei nominale a leului în lunile august și septembrie se va resimți în cursul trimestrului IV printr-o diminuare temporară a acestei restrictivități. Cu toate acestea, se preconizează ca, începând din trimestrul I 2008, ajustarea conduitei politicii monetare și reluarea aprecierii în termeni reali a monedei naționale să re poziționeze restrictivitatea condițiilor monetare reale pe coordonatele compatibile cu readucerea treptată a ratei inflației în apropierea țintei centrale până la sfârșitul intervalului de prognoză.

### **1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție**

Scenariul de bază al proiecției curente prevede o evoluție descendentă a deviației PIB până în trimestrul I al anului 2009. Resortul principal al eliminării excesului de cerere la începutul anului 2008 și al menținerii unui deficit de cerere pe întregul interval de prognoză este reprezentat de efectul restrictiv al ansamblului condițiilor monetare reale, rolul preponderent revenindu-i nivelului cursului real efectiv.

Comparativ cu proiecția precedentă, efectele dezinflaționiste ale comprimării cererii agregate sunt prevăzute a fi mai mici începând cu primul trimestru al anului viitor. Deficitul de cerere se manifestă începând cu primul trimestru al anului 2008, dar magnitudinea sa este mai redusă decât în *Raportul asupra inflației* anterior, condițiile monetare reale fiind mai puțin restrictive. După înregistrarea unei valori negative minime în

trimestrul I 2009, deviația PIB începe să se închidă ca urmare a diminuării influenței restrictive a cursului de schimb.

Revizuirea gradului de restrictivitate proiectat al condițiilor monetare reale pornește de la modificări ale impactului cursului real și al ratelor reale ale dobânzilor asupra cererii agregate. Deprecierea nominală a leului în lunile august și septembrie ale anului curent a determinat reducerea restrictivității cursului de schimb real. Proiecția curentă preconizează însă reluarea aprecierii în termeni reali a monedei naționale, ritmul acesteia fiind mai alert în prima parte a intervalului de prognoză.

Creșterea neanticipată a ratei inflației a erodat restrictivitatea ratelor reale ale dobânzilor bancare la începutul intervalului de prognoză. Scenariul curent prevede însă re poziționarea lor la niveluri restrictive până la orizontul proiecției. Caracterul restrictiv al dobânzilor se va reduce pe măsură ce efectele propagate ale șocurilor inflaționiste din 2007 vor fi eliminate iar rata inflației va reveni în jurul valorii centrale a țintei în a doua parte a intervalului de prognoză.

Deficitele bugetare preconizate pentru perioada 2007-2009 au fost reevaluate după metodologia SEC95 utilizată de Uniunea Europeană. Conform acestei metodologii, deficitele bugetare pentru anii 2008 și 2009 vor depăși 3 la sută din PIB. Aceste valori sunt compatibile cu proiecțiile deficitelor bugetare stabilite de Guvern folosind metodologia cash<sup>72</sup> (2,8 la sută în 2008 și 2,7 la sută în 2009). Ca urmare, efectele anticipate ale unei politici fiscale mai laxe asupra cererii agregate sunt relativ mai mari decât în proiecția anterioară. Efectele expansioniste ale deficitelor în creștere sunt corectate cu o prognoză a creșterii treptate a nivelului absorbției fondurilor europene în anii următori, având în vedere nivelurile scăzute realizate până în prezent, ca urmare a operaționalizării în timp a instituțiilor și mecanismelor de utilizare eficientă a fondurilor comunitare disponibile.

Conform scenariului de bază, cererea internă va continua să fie principalul motor al creșterii economice pe tot parcursul intervalului de prognoză. Totodată, se preconizează continuarea tendinței de schimbare, vizibile în ultimii ani, a structurii cererii interne, contribuția investițiilor la activitatea economică urmând să câștige în importanță comparativ cu cea a consumului. Ritmul de creștere preconizat pentru formarea brută a capitalului fix se menține la peste 10 la sută în perioada

---

<sup>72</sup> În metodologia SEC95, veniturile și cheltuielile sunt înregistrate în momentul în care apar drepturile de încasare, respectiv obligațiile de plată, chiar dacă transferul efectiv al sumelor cuvenite/datorate nu se realizează integral în acel moment. În metodologia cash, veniturile și cheltuielile sunt înregistrate în momentul transferului lor.

2007-2009, susținut de expansiunea activității în construcții, servicii și industrie. În același timp, creșterea consumului privat va rămâne robustă, depășind ritmul de creștere a PIB, chiar dacă se anticipează o decelerare a ritmului său pe intervalul de proiecție. Este de așteptat ca această evoluție să fie susținută, în principal, de creșterea puternică a veniturilor disponibile ale agenților economici și de o dinamică viitoare în continuare alertă a creditării din partea sectorului bancar și a celui nonbancar. Continuarea anticipată a tendinței de apreciere reală a monedei naționale în prima jumătate a intervalului de prognoză implică o ieftinire relativă a importurilor în comparație cu bunurile și serviciile din producția internă. Se preconizează astfel creșterea deficitului comercial până la sfârșitul anului viitor, având ca efect atenuarea impactului creșterii rapide a cererii interne asupra dinamicii PIB. La orizontul proiecției se anticipează o reducere a decalajului dintre exporturi și importuri ca urmare a diminuării treptate a caracterului restrictiv al cursului real de schimb.

#### **1.4. Riscuri și incertitudini asociate proiecției**

Principalele riscuri a căror materializare ar putea determina abaterea ratei inflației de la traiectoria din scenariul de bază al proiecției sunt generate de:

1. creșterea salariilor în exces față de creșterea productivității muncii;
2. deteriorarea anticipațiilor privind inflația;
3. modificări în structura cheltuielilor publice în favoarea componentelor cu potențial inflaționist mai ridicat;
4. înregistrarea de deficite bugetare și mai mari decât cele preconizate în prezent;
5. abaterea semnificativă a dinamicii cursului de schimb al monedei naționale de la cea implicată de scenariul de bază.

Probabilitatea ca riscurile amintite să se materializeze concomitent a crescut față de ciclurile de proiecție anterioare. Ca urmare, riscul global de creștere a ratei inflației peste cea proiectată în scenariul de bază este mai mare decât până acum.

Creșterile salariale mai rapide decât cele ale productivității muncii pot conduce la presiuni asupra costurilor firmelor și asupra cererii agregate. În sectorul privat, ele reflectă existența unui deficit de forță de muncă, în special în construcții și servicii, sectoarele cele mai dinamice ale economiei. Aceste presiuni asupra salariilor sunt potențate de „efectul de

demonstrație”<sup>73</sup> al creșterilor importante ale veniturilor angajaților din sectorul public și de emigrația forței de muncă.

Presiunile salariale determinate de factorii specifici pieței muncii ar putea fi amplificate sub impactul reînflamării anticipărilor privind inflația. Accelerarea semnificativă a ritmului de creștere a prețurilor de consum în lunile august și septembrie, posibilitatea manifestării în continuare a efectelor secetei asupra prețurilor produselor alimentare și incertitudinile cu privire la evoluția viitoare a cursului de schimb al leului ar putea conduce la slăbirea ancorării eficiente a anticipărilor furnizate în cursul ultimilor ani de țintele descrescătoare ale inflației și de continuitatea dezinflației.

Creșterile pensiilor, ale salariilor din sectorul public, precum și plata primelor datorate retroactiv cadrelor didactice reprezintă cheltuieli bugetare cu potențial inflaționist ridicat, întrucât nu sunt însoțite de creșteri corespunzătoare ale ofertei de bunuri și servicii. Ele sporesc venitul disponibil al populației, intensificând presiunile inflaționiste din partea cererii agregate. Mai mult, nerealizarea veniturilor bugetare planificate ar putea determina finanțarea măsurilor amintite din sume destinate inițial proiectelor de investiții publice.

Politica fiscală laxă anunțată pentru următorii trei ani poate fi afectată de înregistrarea unor deficite bugetare și mai mari pe seama:

- nerealizării previziunilor optimiste privind dinamica veniturilor bugetare;
- angajării de cheltuieli publice suplimentare în anii electorali 2008 și 2009.

Dinamica mai degrabă optimistă preconizată pentru veniturile bugetare poate fi afectată de reducerea unor impozite și taxe (contribuții sociale), de impactul mai slab decât cel așteptat al unor măsuri de creștere a veniturilor (eliminarea plafonului maxim de impozitare<sup>74</sup> pentru contribuțiile de asigurări sociale) și de mărirea sub așteptări a bazei de impunere în situația înregistrării unei creșteri economice mai mici decât cea anticipată.

---

<sup>73</sup> “Efectul de demonstrație (*demonstration effect*)” se referă în general la influența exercitată asupra comportamentului unor persoane/grupuri sociale de acțiunile altor persoane/grupuri sociale și de consecințele acestor acțiuni. În cazul de față, ne referim la efectele creșterilor salariale obținute de angajații din sectorul public, manifestate prin revendicări ulterioare de majorare a salariilor în sectorul privat.

<sup>74</sup> Până la eliminarea sa, plafonul maxim de impozitare era stabilit la 5 salarii medii pe economie.



Tendențele observate recent în dinamica salariilor și în configurarea coordonatelor fiscale pe termen scurt și mediu sugerează că aceste surse generează un risc de depășire a ratei inflației proiectate în cadrul orizontului actual de prognoză. În schimb, direcția posibilă a abaterii a dinamicii cursului de schimb al leului de la cea proiectată și, ca urmare, a abaterii ratei inflației de la cea prognozată este mai degrabă incertă. Cu toate acestea, cele două grupuri de riscuri nu sunt independente, manifestarea celor legate de politica de venituri și cea fiscală măbind probabilitatea riscurilor unei inflații mai mari decât cea proiectată pe seama unui leu comparativ mai depreciat.

Continuarea deprecierei leului semnificativ peste nivelurile atinse la sfârșitul trimestrului III ar putea fi alimentată de scăderea încrederii investitorilor străini în piețele emergente, dată fiind recenta criză a piețelor internaționale ale creditului, și de potențiala deteriorare a percepției asupra situației macroeconomice a României, mai ales în cazul unor derapaje ale politicilor economice precum cea fiscală și cea a veniturilor. O altă sursă de risc este alimentată de magnitudinea ridicată a deficitului de cont curent și de posibilitatea scăderii gradului de finanțare a acestuia prin investiții străine directe. Decelerarea finanțării externe autonome, cu consecințe asupra sustenabilității deficitului extern, ar putea fi influențată de competiția dintre piețele emergente și de turbulențele socio-politice interne.

Pe de altă parte, evitarea politicilor macroeconomice imprudente într-o perioadă cu calendar electoral încărcat ar avea potențialul de consolidare a încrederii investitorilor străini în perspectivele economiei românești. Aceasta ar avea drept consecință continuitatea influxurilor de capital cu potențial productiv și o întărire sustenabilă pe termen mai îndelungat a monedei naționale, putând genera ca efect, *ceteris paribus*, o dezinflație mai accentuată decât cea proiectată.

Un risc comun tuturor proiecțiilor de până acum este cel referitor la evoluția prețurilor administrate, dată fiind modificarea repetată a calendarului de ajustare a acestora. Amânarea unor modificări de prețuri prevăzute anterior pentru anii electorali 2007 și 2008 și necesitatea alinierii prețurilor la nivelurile convenite cu Uniunea Europeană creează perspectiva unor modificări importante după derularea principalelor runde de alegeri. Ca urmare, aceste riscuri de manifestare a unor șocuri inflaționiste devin relevante cu precădere pentru partea finală a intervalului de proiecție și dincolo de orizontul acesteia. Alte riscuri prezente în mod obișnuit pentru fiecare proiecție și care pot abate inflația de la traiectoria proiectată sunt legate de dinamica prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare și de cea a prețurilor combustibililor. Deși sunt posibile abateri în ambele sensuri ale acestor prețuri de la coordonatele scenariului

de bază, o probabilitate mai mare este asociată riscurilor unor abateri nefavorabile în cadrul orizontului actual al prognozei.

## 2. Evaluarea de politică monetară

În trimestrul III, contextul economic a devenit total nefavorabil continuării pe termen scurt a procesului dezinflației, șocurile produse pe plan intern și pe piețele externe în această perioadă determinând creșterea în luna septembrie a ratei anuale a inflației până la nivelul de 6,03 la sută – incompatibilă cu atingerea țintei de inflație stabilite pentru acest an. Resortul major al reaccelerării în acest interval a creșterii indicelui prețurilor de consum l-a constituit efectul inflaționist al secetei, a cărei amplitudine a depășit substanțial previziunile, în condițiile în care acesta s-a concretizat nu doar în creșterea peste așteptări a prețurilor volatile ale unor produse agricole, dar și în majorarea consistentă a prețurilor unor produse alimentare procesate, cu cerere inelastică și care dețin ponderi însemnate în coșul de consum, inclusiv în definiția CORE2 ajustat a acestuia. Fenomenului menționat anterior i s-a alăturat impactul corecției pe care a suferit-o cursul monedei naționale în raport cu euro în contextul turbulențelor produse pe piețele financiare internaționale, momentul declanșării acestor tensiuni, precum și implicațiile lor imediate luând prin surprindere chiar și autoritățile monetare din economiile dezvoltate.

Preluând aceste influențe, prognoza trimestrială actualizată a evoluțiilor indicatorilor macroeconomici relevă o evidentă înrăutățire, comparativ cu exercițiul anterior, a perspectivelor inflației pe aproape întreg orizontul de proiecție; glisarea ascendentă a traiectoriei ratei anuale prognozate a inflației atinge amplitudinea maximă în 2008, când aceasta se ridică pe parcursul a trei trimestre deasupra limitei superioare a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație. La originea creșterii valorilor proiectate ale ratei anuale a inflației se află și alte premise ale prognozei, principalele fiind: (i) reaccelerarea creșterii cererii interne în trimestrul II 2007 și anticiparea menținerii în proximitatea aceleiași valori a dinamicii acesteia în trimestrul III 2007; (ii) prelungirea în următoarele luni a procesului de ajustare crescătoare a prețurilor produselor alimentare, potențat și de majorarea prețurilor similare pe piața externă; (iii) relativa reducere a restrictivității condițiilor monetare produsă recent ca urmare a scăderii marjei reale a ratei dobânzii de politică monetară, dar și a corecției cursului leului în raport cu euro.

Deteriorarea sensibilă a *pattern*-ului ratei anuale proiectate a inflației pe orizontul de transmisie a politicii monetare pare a se datora cu preponderență factorilor de natura ofertei. O

contribuție semnificativă este adusă însă și de presiunile inflaționiste ale cererii, dimensiunea acestora profilându-se a fi chiar mai amplă decât cea sugerată de evoluția de-a lungul orizontului prognozei a deviației proiectate a PIB de la nivelul său potențial. Pe termen scurt, riscul ca aceste presiuni să fie mai intense decurge nu doar din perspectiva persistenței efervescenței cererii interne – inclusiv a cererii de consum al populației –, cât mai cu seamă din foarte probabila creștere a *gap*-ului dintre cererea și oferta internă de produse agricole și alimentare. Indiciile majore ale unei asemenea evoluții sunt, pe de o parte, creșterea fără precedent consemnată de dinamica consumului de produse alimentare în luna august<sup>75</sup> – reflectând restrângerea drastică a autoconsumului ca efect al secetei – și, pe de altă parte, scăderea severă ce se prefigurează a fi înregistrată în acest an<sup>76</sup> de producția agricolă. Pe deasupra, posibilitatea ca presiunile inflaționiste ale cererii excedentare de produse agricole și alimentare să fie atenuate în actualul context prin creșterea importurilor este relativ epuizată, în condițiile în care tendința de creștere a prețurilor acestor bunuri este cvasi-generalizată pe plan mondial, iar moneda națională a consemnat recent o corecție în plan nominal în raport cu euro; în schimb, apelarea la importuri în perioada următoare în vederea compensării deficitului de ofertă internă nu va face decât să amplifice deficitul de cont curent, care a atins deja un nivel dificil de susținut la nivelul unui orizont de timp mai larg și care prezintă riscuri cu privire la sustenabilitatea pe termen mediu a dezinflației.

Preocupant este faptul că se conturează cu tot mai multă claritate riscul ca presiunile inflaționiste ale cererii să rămână ridicate chiar pe un termen mai îndelungat. Acesta decurge, în primul rând, din perspectiva prelungirii dinamicii deosebit de înalte a câștigurilor salariale din sectorul public, dar și din cel privat – menținerea unui ritm de creștere sensibil superior dinamicii productivității muncii al acestora din urmă fiind potențată de prefigurarea conservării caracterului lax al politicii veniturilor implementate de autorități, precum și de sporirea previzibilă a gradului de încordare a pieței muncii. Riscul persistenței presiunilor ridicate ale cererii este amplificat de creșterea probabilității majorării peste nivelul programat, cel puțin în 2008<sup>77</sup>, atât a deficitului fiscal, cât și a ponderii deținute în totalul cheltuielilor bugetare de componenta ce alimentează consumul public, dar și cel privat, fără a ignora rezultatele favorabile ale execuției bugetare înregistrate pe

<sup>75</sup> Rata medie anuală de creștere a cifrei de afaceri din sectorul comerțului cu amănuntul de produse alimentare consemnată în lunile iulie-august a depășit de peste 4 ori media aferentă trimestrului II.

<sup>76</sup> Potrivit celei mai recente prognoze publicate de CNP.

<sup>77</sup> Pentru anul 2008 s-a avut în vedere proiectul de buget aprobat în ședința Guvernului din 10 octombrie 2007.

parcursul primelor 10 luni ale anului în curs. O supraaccentuare în raport cu programul bugetar a caracterului expansionist al politicii fiscale ar decurge în principal dintr-o potențială depășire a nivelului proiectat al cheltuielilor bugetare produsă ca efect al implementării măsurii privind majorarea pensiilor, dar și a altor decizii ce s-ar putea adopta în contextul derulării celor patru evenimente electorale succesive ce sunt programate de-a lungul orizontului de prognoză. De asemenea, relaxarea politicii fiscale ar mai putea fi consecința unei supraevaluări a volumului proiectat al veniturilor bugetare, având printre cauze posibila subdimensionare a impactului pe care-l vor avea în 2008 reducerea CAS plătită de angajator, precum și introducerea pilonului II al sistemului de pensii. Adoptarea unei asemenea conduite a politicii veniturilor și a politicii fiscale ar putea alimenta suplimentar riscul de exacerbare a cererii interne și implicit pe cel de creștere a presiunilor inflaționiste, prin imprimarea unui caracter excesiv de optimist așteptărilor privind veniturile viitoare ale populației.

La rândul lor, aceste anticipații optimiste ar putea stimula cererea de credite a anumitor categorii de persoane fizice, care, coroborată cu posibila creștere – pe fondul majorării veniturilor – a gradului și a sferei de eligibilitate a împrumutaților, ar fi de natură să dinamizeze creditul, cu consecința accelerării creșterii cererii de consum. Din perspectiva evoluțiilor recente, acest risc pare a fi însă estompat, cel puțin temporar, în condițiile în care dinamica anuală reală a creditului de consum a consemnat o cvasistagnare. În schimb, în ultimele luni s-a produs o redinamizare a creditului pentru locuințe – atribuibilă, cel puțin parțial, avansului înregistrat de procesul de validare de către BNR a normelor prudențiale interne ale instituțiilor de credit referitoare la creditarea persoanelor fizice; totodată, ritmul anual de creștere a depozitelor bancare ale populației și-a reluat trendul ascendent, ambele evoluții reflectând menținerea interesului ridicat al populației pentru achiziționarea de locuințe și pentru realizarea de investiții financiare.

În aceste condiții, cel mai preocupant aspect legat de evoluția din ultima perioadă a creditului acordat sectorului privat îl reprezintă persistența trendului accentuat ascendent al dinamicii anuale a creditului denominat în valută, precum și creșterea recentă a ponderii acestei componente în totalul creditelor sectorului privat – evoluții ce reflectă intensificarea efectului de substituție pe fondul menținerii unui diferențial înalt de costuri în defavoarea creditului în lei. În perspectivă, creșterea creditului în valută ar putea fi însă descurajată atât de corecția suferită recent de cursul de schimb al leului și de anticiparea accentuării volatilității acestuia, cât și de potențiala înăsprire de către băncile mamă a condițiilor și termenelor atașate furnizării de fonduri instituțiilor de credit autohtone, deja reflectate într-o

anumită creștere a costului fondurilor furnizate prin intermediul liniilor de credit puse la dispoziția instituțiilor de credit locale; continuarea și intensificarea unei asemenea reacții a băncilor europene ar fi justificată în principal de constrângerile de lichiditate cu care acestea s-ar putea confrunta în viitor ca efect al crizei de pe piața creditelor ipotecare din SUA și într-o măsură mai mică de o eventuală reconsiderare a riscului asociat plasamentelor efectuate în sistemul bancar românesc.

Data fiind creșterea alertă din ultimele trimestre a datoriei externe pe termen scurt a sectorului nebanca, un alt canal indirect prin care economia românească ar putea recepta pe un orizont scurt de timp efectele turbulențelor produse pe piața internațională ar fi cel al potențialei înăsprii a condițiilor de accesare directă de către companii a împrumuturilor externe pe termen scurt; impactul probabil al unei asemenea evoluții l-ar constitui o ușoară și temporară slăbire a cererii de importuri. Pe termen mai îndelungat, activitatea economică internă ar putea resimți și efectele previzibilei scăderi a ritmului creșterii economice din SUA, antrenată de extinderea implicațiilor crizei de pe piața creditului ipotecar. Se apreciază că acestea ar fi sesizabile doar în ipoteza materializării pe acest fond a riscului de încetinire a creșterii PIB în zona euro, aceasta putând să frâneze într-o oarecare măsură ritmul creșterii exporturilor românești. Impactul total asupra creșterii economice interne ar fi însă scăzut, în condițiile în care determinantul major al dinamicii PIB l-a constituit în perioada recentă și se prefigurează a continua să-l reprezinte cererea internă.

Preocuparea pentru perspectivele pe termen mediu ale inflației este amplificată în actualul context de creșterea amplă a potențialului inflaționist al factorilor de natura costurilor și a ofertei. Un motiv serios de îngrijorare îl constituie dimensiunea impactului inflaționist pe care-l va exercita previzibilă continuare a creșterii prețurilor produselor alimentare, precum și riscul manifestării efectelor secundare ale acesteia, inclusiv prin intermediul anticipațiilor inflaționiste. Impactul direct se așteaptă a fi considerabil date fiind: (i) ponderea foarte mare pe care o deține componenta prețurilor alimentare în coșul de consum pe baza căruia se calculează indicele prețurilor de consum, inclusiv în definiția CORE2 ajustat a acestuia, precum și caracterul relativ inelastic al cererii pentru aceste produse; (ii) tendința de extindere – atât a ariei de cuprindere, cât și a perioadei de manifestare – a creșterii prețurilor agroalimentare pe plan mondial; (iii) magnitudinea și caracterul etapizat al ajustărilor de prețuri anunțate a fi operate în lunile următoare pe piața internă. În acest context se remarcă faptul că ampla dimensiune a majorării consemnate recent de prețurile unor produse alimentare procesate pare a fi doar parțial consecința creșterii costurilor producătorilor cu materia primă, un rol

important revenind probabil atât persistenței efervescenței cererii de consum – coroborată cu elasticitatea foarte redusă față de preț a cererii de bunuri alimentare –, cât și creșterii consistente acumulate în acest an de costul unitar cu forța de muncă în industria alimentară. Un pericol major indus de amplitudinea așteptată a impactului inflaționist al majorării acestei categorii de prețuri este cel de exacerbare a revendicărilor salariale în toate sectoarele, a căror eventuală acceptare va alimenta inflația prin intermediul creșterii excesive a costurilor unitare cu forța de muncă.

Un impact nefavorabil asupra anticipațiilor inflaționiste ar putea să-l exercite pe termen scurt și recenta corecție în termeni nominali consemnată de leu în raport cu euro, precum și creșterea volatilității și impredictibilității cursului de schimb al monedei naționale. Acest comportament al ratei de schimb va fi potențat de persistența, cel puțin pe termen scurt, a incertitudinilor majore privind implicațiile la nivel mondial ale crizei de pe piața creditului ipotecar din SUA, dar și de eventualele schimbări de atitudine a investitorilor financiari față de piața românească ca reacție la evoluția unor fundamente interne, în contextul mai larg al evaluărilor în schimbare față de clasa de active reprezentată de piețele emergente în ansamblu.

Având în vedere înrăutățirea, comparativ cu proiecția anterioară, a perspectivei inflației pe aproape întregul orizont de transmisie a politicii monetare, precum și predominanța riscurilor în sensul accelerării inflației, Consiliul de administrație al BNR a decis majorarea cu 0,5 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 7,5 la sută, precum și continuarea gestionării prudente a lichidității de pe piața monetară prin intermediul operațiunilor de piață. Totodată, pentru a consolida restrictivitatea condițiilor monetare în sens larg și având în vedere creșterea rapidă a creditului neguvernamental sub raportul tuturor componentelor sale, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea nivelului actual al ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, celor în valută ale instituțiilor de credit.

Consiliul de administrație al BNR a reafirmat în acest context necesitatea orientării politicii monetare, alături de celelalte componente ale mix-ului de politici macroeconomice, în direcția ancorării ferme și sustenabile a anticipațiilor inflaționiste la nivelurile scăzute de inflație atinse până în prezent, în vederea încadrării creșterii anuale a prețurilor în traiectoria de dezinflație pe termen mediu stabilită împreună cu guvernul și, la un orizont mai larg, a asigurării convergenței nivelului agregat al prețurilor din România către stabilitatea prețurilor în definiția sa din UE. Această orientare a

ansamblului de politici macroeconomice este cu atât mai necesară cu cât deficitul extern se plasează la niveluri dificil de susținut pe termen îndelungat, în contextul incertitudinilor crescute ce afectează mediul economic internațional. De asemenea, orientarea politicii monetare urmărește asigurarea unui nivel corespunzător al dobânzii reale, de natură să stimuleze economisirea și să îmbunătățească raportul acesteia cu investițiile, cu efect asupra reducerii treptate în viitor a deficitului extern.