



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

Noiembrie 2006

anul II, nr. 6

Serie nouă

ISSN 1582-2923

NOTĂ

*Datele statistice au fost furnizate de Institutul Național de Statistică,
Ministerul Finanțelor Publice,
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 aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 10 noiembrie 2006.

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

Lista abrevierilor

AIE	Administrația pentru Informații privind Energia (din cadrul Departamentului Energiei din Administrația SUA)
AMIGO	Ancheta asupra forței de muncă în gospodării
ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei
ANRGN	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Gazelor Naturale
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BVB	Bursa de Valori București
CNVM	Comisia Națională a Valorilor Mobiliare
EUROSTAT	Biroul de Statistică al Comunităților Europene
FBC	Formarea brută de capital
FED	Sistemul Rezervelor Federale ale SUA
FMI	Fondul Monetar Internațional
HICP	Indicele armonizat al prețurilor de consum
IFS	Buletin lunar/anual de statistică financiară internațională editat de Fondul Monetar Internațional
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	Indicele prețurilor de consum
IPPI	Indicele prețurilor producției industriale
MAPDR	Ministerul Agriculturii, Pădurilor și Dezvoltării Rurale
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
MMSSF	Ministerul Muncii, Solidarității Sociale și Familiei
ON	<i>Overnight</i>
OPC	Organism de Plasament Colectiv
OPEC	Organizația țărilor exportatoare de petrol
RMO	Rezerve minime obligatorii
UNOPC	Uniunea Națională a Organismelor de Plasament Colectiv
1W	o săptămână
12M	12 luni

Cuprins

I. SINTEZĂ.....	7
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI.....	9
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	12
1. Cererea și oferta	12
1.1. Cererea.....	12
1.2. Oferta.....	18
2. Piața muncii.....	19
2.1. Forța de muncă	19
2.2. Venituri.....	20
3. Prețurile de import și prețurile de producție.....	22
3.1. Prețurile de import.....	22
3.2. Prețurile de producție	23
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	26
1. Politica monetară	26
2. Piețe financiare și evoluții monetare.....	30
2.1. Ratele dobânzilor.....	30
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital.....	33
2.3. Moneda și creditul	35
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	39
1. Scenariul de bază al proiecției	40
1.1. Proiecția inflației	40
1.2. Presiuni exogene asupra inflației	42
1.3. Presiuni din partea cererii agregate.....	45
1.4. Riscuri și incertitudini asociate proiecției.....	52
2. Evaluarea de politică monetară	56

I. SINTEZĂ

În trimestrul III 2006 ritmul dezinflației s-a accelerat sensibil, rata anuală a inflației coborând în luna septembrie la 5,48 la sută. Scăderea ratei anuale a inflației cu 1,63 puncte procentuale sub nivelul din luna iunie și cu un punct procentual sub valoarea proiectată anterior (*Raportul asupra inflației* din august 2006) s-a datorat în principal încetinerii peste așteptări a creșterii prețurilor volatile, precum și relativei reduceri a dinamicii prețurilor administrate. La decelerarea inflației a contribuit și componenta sa de bază (corectată cu influența taxelor indirecte), a cărei rată anuală s-a redus datorită manifestării efectelor favorabile induse de caracterul restrictiv al politicilor monetară și fiscală, inclusiv asupra anticipațiilor inflaționiste, dar și pe fondul intensificării concurenței pe piața cu amănuntul asociată începerii manifestării unui răspuns mai elastic al ofertei agregate. Acțiunea acestor factori a fost confirmată de rezultatul înregistrat în luna octombrie 2006, rata anuală a inflației coborând în continuare la nivelul de 4,8 la sută.

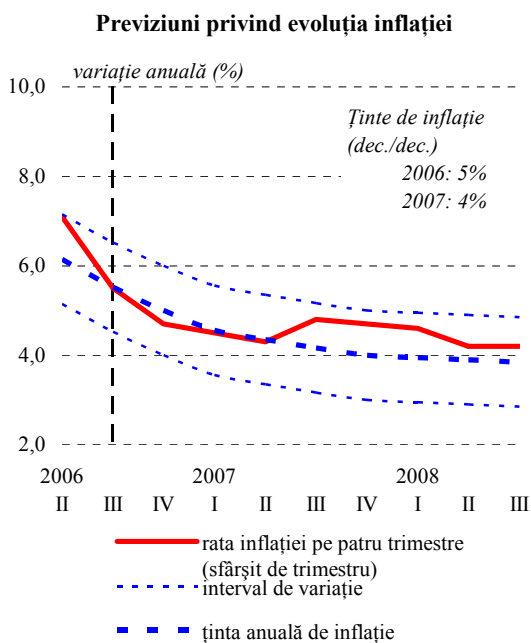
Potențialul inflaționist al cererii a continuat să fie însă ridicat, în condițiile în care în trimestrul II 2006 creșterea economică a continuat să se accelereze (ritm anual de creștere de 7,8 la sută, față de 6,9 la sută în trimestrul I 2006), iar nivelul PIB s-a menținut superior celui potențial, în pofida revizuirii ascendente a nivelului celui din urmă. Deși motorul expansiunii economice a fost consumul populației (+12,7 la sută) – alimentat în special de ritmul înalt de creștere a salariilor și a împrumuturilor bancare și nebancale – acesta a început să fie suplimentat de o manieră sustenabilă de creșterea similară ca ritm a formării brute de capital fix (+12,2 la sută), de natură să sporească nivelul ofertei agregate în viitor.

În acest context, la începutul trimestrului III restrictivitatea politicii monetare a fost accentuată prin implementarea tandemului de măsuri adoptate de CA al BNR la finele lunii iunie, constând în creșterea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară și majorarea cu 4 puncte procentuale a ratei rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în lei cu scadență de până la doi ani. Pe parcursul lunilor iulie-septembrie, rata dobânzii de politică monetară a fost menținută la nivelul de 8,75 la sută, această decizie proactivă a CA al BNR fiind justificată în primul rând de anticiparea unei scăderi a ratei anuale a inflației sub nivelul proiectat pentru sfârșitul anului curent; gradul de restrictivitate a condițiilor monetare imprimat de creșterea în termeni reali a ratei dobânzii de politică monetară a BNR – produsă pe fondul accelerării în acest interval a dezinflației – a sporit sensibil, fiind doar temporar atenuat de ușoara depreciere în termeni reali, față de trimestrul anterior, înregistrată de leu în raport cu euro. Un alt argument al deciziei privind politica ratei dobânzii l-a constituit decalajul de timp necesar transmiterii depline în economie a efectului măsurilor de politică monetară adoptate anterior, CA al BNR considerând necesară realizarea unei monitorizări atente a tuturor evoluțiilor economice, implicit a efectelor acțiunilor sale recente, care să-i permită să sesizeze prompt indiciile unei eventuale creșteri sensibile a presiunilor inflaționiste ale cererii, de natură să reclame o recalibrare a parametrilor politicii monetare. De-a lungul perioadei de referință, BNR a continuat să exercite un control ferm asupra lichidității de pe piața monetară, sterilizând consecvent excedentul de lichiditate prin intermediul operațiunilor sale de piață.

Scenariul de bază al actualei prognoze a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu pune în evidență o ameliorare a perspectivelor inflației în prima parte a orizontului de proiecție, rata anuală proiectată a inflației coborând în decembrie 2006 sub punctul central al țintei de inflație, respectiv în jurul nivelului de 4,7 la sută; revizuirea substanțială în sens descendent (cu aproximativ 1,4 puncte procentuale) față de proiecția precedentă a nivelului prognozat al ratei inflației pentru finele acestui an se datorează în principal încorporării efectului favorabil al scăderii ample înregistrate de dinamica prețurilor volatile ale produselor alimentare la mijlocul anului 2006. Relativa ameliorare pe parcursul semestrului II 2006 a anticipațiilor inflaționiste va contribui la plasarea traiectoriei dezinflației de-a lungul primelor trei trimestre ale anului 2007 sub nivelul proiectat anterior. În schimb, în a doua parte a orizontului de proiecție rata anuală a inflației va înregistra valori superioare celor din prognoza precedentă, în condițiile manifestării acțiunii unor factori adversi. Aceștia includ presiuni mai mari și mai durabile exercitate de creșterea relativă a excedentului de cerere în primele trei trimestre ale orizontului de proiecție – inclusiv ca urmare a relaxării politicii

fiscale – dar și un impact amplificat al ajustării de prețuri administrate și a unor impozite indirecte. În condițiile ameliorării anticipațiilor inflaționiste, rata anuală a inflației CORE2 va înregistra de-a lungul celei mai mari părți a orizontului de proiecție valori mai scăzute față de cele prognozate în *Raportul asupra inflației* din august 2006. Decelerarea inflației CORE2 va fi susținută și de scăderea treptată a deviației PIB sub impactul unor condiții monetare ce rămân restrictive, aceasta urmând să devină negativă începând cu trimestrul III 2007. Rata anuală a inflației de bază va resimți, la rândul ei, influența majorării accizelor aplicate produselor din tutun, traiectoria sa descendentă urmând să consemneze o inversare temporară la mijlocul anului 2008.

Balanța riscurilor și incertitudinilor asociate actualei proiecții a evoluțiilor macroeconomice continuă să fie dominată de factorii care ar putea încetini dezinflația. În consecvență cu Raportul precedent, unul din riscurile majore îl constituie posibila atingere în 2007 a unui grad de relaxare a politicii fiscale superior celui previzionat, care ar genera presiuni inflaționiste mai mari din partea cererii agregate. Accentuarea caracterului expansionist al politicii fiscale ar putea decurge atât dintr-o depășire a nivelului proiectat al deficitului fiscal ca urmare a nerealizării volumului programat de venituri bugetare, cât și dintr-o reorientare către consum a unor cheltuieli destinate prin program realizării de investiții publice. Presiunile inflaționiste ale cererii, dar și cele antrenate prin intermediul costurilor, ar putea fi alimentate suplimentar în 2007 de potențiala creștere – peste ritmurile proiectate – a câștigurilor salariale, atât în sectorul public, cât și în cel privat. Acest risc este amplificat de tendința de sporire a gradului de încordare a pieței muncii, manifestată recent, în special pe segmentul forței de muncă calificate. Magnitudinea cu care s-ar materializa aceste două scenarii de risc ar putea crește în eventualitatea organizării de alegeri anticipate în cadrul orizontului de proiecție. Pe lângă amplificarea presiunilor inflaționiste, dinamizarea excesivă a cererii interne ar putea provoca o creștere la niveluri nesustenabile a deficitului de cont curent, a cărui eventuală corectare ar reinflama ritmul de creștere a prețurilor și/sau ar crește pe termen mediu costul dezinflației exprimat în termenii creșterii economice. Riscul abaterii evoluției ratei inflației de la traiectoria proiectată este sporit de incertitudinile privind magnitudinea și calendarul ajustărilor de prețuri administrate, procesul de aliniere a impozitelor indirecte la nivelurile prevăzute în acordurile încheiate cu UE, precum și evoluția prețurilor volatile ale mărfurilor alimentare.



Notă: Lățimea intervalului de variație este de ± 1 puncte procentuale.

BNR a considerat că este necesară continuarea monitorizării atente a evoluției creditului guvernamental și a prețurilor unor categorii largi de active, astfel încât să poată fi sesizate și contracarate prompt prin acțiuni de politică monetară potențialele evoluții ce ar genera riscuri din perspectiva dezinflației.

Analizarea ipotezelor și rezultatelor proiecției actualizate a evoluțiilor macroeconomice a pus în evidență intensificarea în trimestrele următoare a acțiunii unor factori potențial generatori de inflație, atât pe partea cererii, cât și a ofertei; aceasta sporește gradul de dificultate a atingerii țintelor de inflație pe termen mediu asumate de BNR. Din această perspectivă, CA al BNR este preocupat de riscurile inflaționiste majore induse atât de creșterea pe termen scurt a nivelului proiectat al excedentului de cerere – în principal ca efect al relaxării preconizate a politicii fiscale – cât și de continuarea operării de-a lungul orizontului proiecției a unor ample ajustări de prețuri administrate și creșteri ale unor impozite indirecte. În acest context, CA al BNR a decis să mențină rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 8,75 la sută și să continue să exercite un control ferm asupra lichidității de pe piața monetară. De asemenea, CA al BNR a hotărât să mențină pe o durată mai îndelungată caracterul restrictiv al politicii monetare, inclusiv în perspectiva contracarării unor relaxări neprogramate ale politicilor fiscală și salarială. Totodată, CA al

II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

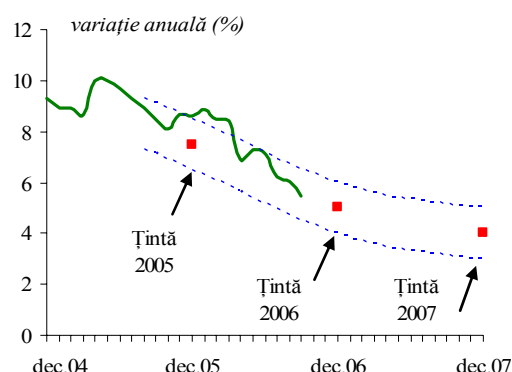
Pe parcursul trimestrului III 2006, procesul dezinflaționist a continuat într-un ritm mult mai accelerat decât se anticipase în proiecția BNR prezentată în Raportul asupra inflației din luna august: rata anuală a inflației s-a situat la finele intervalului la 5,48 la sută, cu 1,63 puncte procentuale sub nivelul înregistrat la sfârșitul trimestrului II și cu 1 punct procentual sub valoarea prognozată. La nivelul prețurilor administrate și al inflației de bază CORE2, calculată prin eliminarea influenței taxării indirecte, s-au consemnat scăderi ușoare ale ritmurilor anuale, însă determinantă pentru progresul dezinflației a fost deflația peste așteptări și persistentă înregistrată pe segmentul legumelor și fructelor, favorizată de producția abundentă din acest sezon.

În trimestrul III 2006 s-a înregistrat o reducere substanțială a ratei anuale a inflației, aceasta evoluând în intervalul-țintă pe întreg parcursul perioadei analizate, după ce în lunile mai și iunie se situase la niveluri superioare acestuia. În luna septembrie, s-a consemnat plasarea pentru prima oară a ratei anuale a inflației în jumătatea inferioară a intervalului-țintă.

Principalul element de susținere a dezinflației a fost oferit de evoluția prețurilor volatile, al căror ritm anual a cunoscut o diminuare importantă (7,93 puncte procentuale, până la 3,07 la sută). De altfel, trimestrul III 2006 este primul de la adoptarea țintirii directe a inflației la sfârșitul căruia ritmul anual al prețurilor volatile se situează sub cel mediu. La această evoluție au contribuit în special scăderile de prețuri consemnate de produsele vegetale (cu 17,48 la sută în intervalul iulie-septembrie), pe fondul unui an agricol bun. O influență pozitivă au exercitat și nivelurile moderate ale creșterilor lunare pe segmentul combustibililor (între 0,4 și 0,7 la sută), favorizate de declinul cotațiilor pe piața internațională a petrolului; în condițiile manifestării unui efect de bază semnificativ (asociat creșterii puternice a prețului petrolului în aceeași perioadă a anului 2005), acestea au condus la un ritm anual de 2,64 la sută în septembrie 2006 (cu 3,67 puncte procentuale sub nivelul din iunie).

Prețurile administrate, care au avut contribuția principală la accelerarea dezinflației în trimestrul II 2006, au înregistrat în trimestrul III o reducere mult mai lentă a variației anuale (-0,64 puncte procentuale, septembrie/iunie 2006), creșterile de tarife aplicate abonamentelor Romtelecom (cu 8,56 la sută începând cu jumătatea lunii august) anulând în mare parte influențele pozitive induse de grupele energie, transport urban și feroviar,

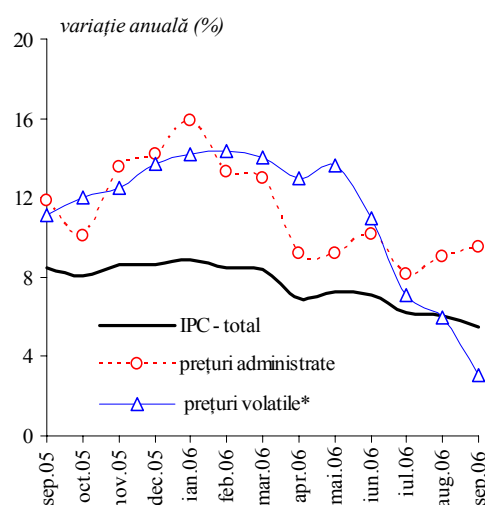
Evoluția inflației



Notă: Lățimea intervalului de variație este de ± 1 puncte procentuale.

Sursa: INS, calcule BNR

Rata inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

Prețuri administrate versus prețuri libere

variație anuală (%); sfârșitul perioadei

	2005		2006		
	III	IV	I	II	III
Rata inflației	8,5	8,6	8,4	7,1	5,5
Prețuri administrate*	11,9	14,2	13,0	10,1	9,5
1. Mărfuri nealimentare*:	14,4	14,1	15,9	11,4	8,4
energie electrică	9,6	9,6	7,0	7,0	1,9
energie termică	12,0	20,0	20,0	20,0	20,0
gaze naturale	45,3	36,4	52,2	28,5	21,4
medicamente	-2,4	-5,1	-5,5	-5,3	-4,0
2. Servicii*, din care:	8,1	14,1	8,2	8,0	11,3
apă, canal, salubritate	25,6	25,8	24,8	24,9	20,3
telefonie fixă	-3,7	8,5	-3,4	-2,0	10,5
transport de călători pe calea ferată	14,9	8,7	8,7	11,6	5,1
transport urban (de călători)	23,2	23,2	20,5	12,1	7,1
Prețuri libere (CORE1)	6,7	6,7	6,6	5,8	4,3
CORE2**	5,5	5,4	5,2	4,7	4,9

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

Sursa: INS (cifrele pentru CORE1 publicate în edițiile anterioare ale Raportului asupra inflației reprezentau estimări ale BNR)

Prețurile de consum pe categorii de produse

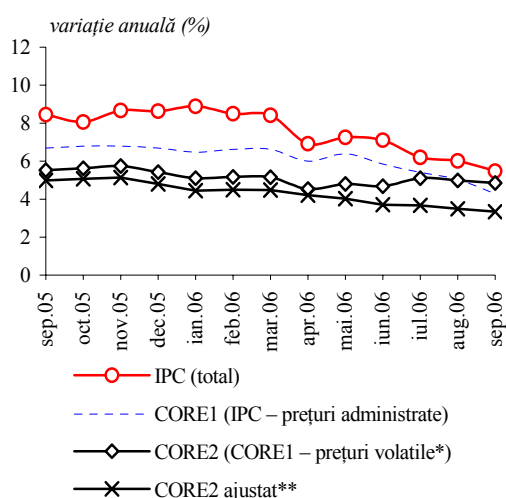
variație anuală (%): sfârșitul perioadei

	2005		2006		
	III	IV	I	II	III
Alimente, băuturi, tutun	6,4	7,6	6,9	6,3	4,7
Îmbrăcăminte și încălțăminte	4,1	3,9	3,8	3,8	3,8
Produse de uz casnic și menaj, mobilă	4,5	3,6	2,8	2,1	1,9
Combustibili	16,2	9,0	9,4	6,3	2,6
Întreținerea locuințelor*	21,5	20,8	23,0	17,9	13,4
Igienă, sănătate	2,4	0,9	0,1	-0,2	0,0
Transport	20,9	19,8	16,6	11,7	7,0
Poștă și telecomunicații	-3,1	6,8	0,6	-2,1	4,2
Recreere și cultură	7,4	7,8	7,0	7,1	5,8
Bunuri și servicii diverse	4,9	4,0	6,3	6,6	5,7

*chirie, apă, canal, salubritate, energie electrică, energie termică, gaze naturale

Sursa: INS, calcule BNR

Inflația totală și inflația de bază (CORE)



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

***) se elimină influența taxei pe viciu

Sursa: INS, calcule BNR

apă canal, salubritate – chiar dacă acestea din urmă au fost net inferioare atât celor din aceeași perioadă a anului precedent, cât și celor consemnate în trimestrul anterior.

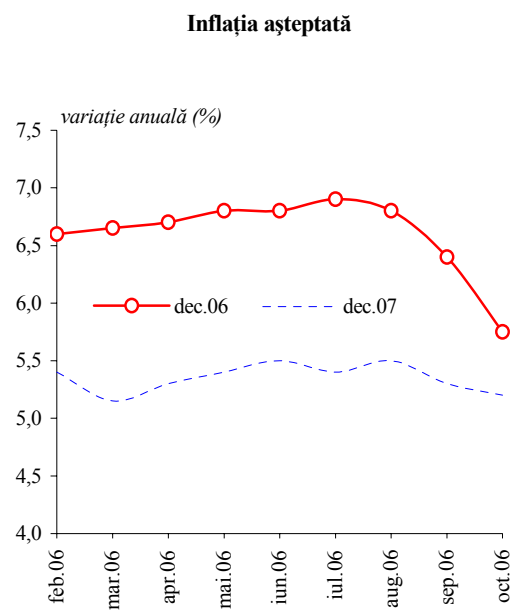
În ceea ce privește inflația de bază, evoluția ușor ascendentă a CORE2 (ritm anual de 4,85 la sută în septembrie față de 4,69 la sută în iunie) nu reflectă o accentuare a presiunilor inflaționiste datorate cererii de consum, creșterea datorându-se exclusiv implementării ultimei etape a introducerii taxei pe viciu, realizate în luna iulie, odată cu majorarea accizelor, ceea ce a condus la o accelerare a ritmului anual de creștere a prețurilor la tutun și băuturi alcoolice până la 22,86 la sută la finele trimestrului III. Prin eliminarea influenței taxării indirecte, se remarcă o scădere continuă a inflației de bază pe parcursul trimestrului analizat, de la 3,72 la sută în iunie la 3,34 la sută în septembrie. În condițiile persistenței excesului de cerere, evidențiate de valoarea pozitivă a deviației PIB de la nivelul său potențial, scăderea nivelului CORE2 ajustat poate fi atribuită în principal, similar trimestrelor anterioare, accentuării concurenței existente pe piața de *retail*, a cărei structură se schimbă rapid, ca urmare a creșterii continue a ponderii formelor moderne de comercializare a bunurilor de consum (conform unui studiu publicat de GfK România în septembrie 2006, aceasta reprezenta 27 la sută în 2005, cu perspective de extindere la circa 50 la sută în 2010).

Dacă în intervalele precedente anticipațiile inflaționiste au acționat ca un factor de frânare a dezinflației, sondajul realizat de BNR pe piața bancară indică faptul că în cursul trimestrului III 2006 a avut loc o inversare de trend în evoluția acestora, de natură să ofere susținere reducerii inflației. Astfel, așteptările privind nivelul ratei inflației anuale în decembrie 2006 formulate de operatorii bancari participanți la acest sondaj, care au înregistrat o tendință de deteriorare progresivă până în iulie 2006, au devenit începând din luna august mai optimiste, ajungând în septembrie la 6,4 la sută (față de 6,9 la sută în iulie).

La sfârșitul lunii septembrie 2006, rata anuală efectivă a inflației s-a situat cu 1 punct procentual sub proiecția prezentată în *Raportul asupra inflației* publicat în luna august¹. Ecartul a fost generat în principal de supraestimarea dinamicii prețurilor volatile, scăderile de prețuri consemnate de grupele *legume* și *fructe* în lunile de vară fiind mult mai pronunțate decât cele anticipate. Deviația de la nivelul prognozat a fost susținută de asemenea de evoluția mai favorabilă a cursului de schimb leu-euro, traiectoriei relativ stabile anticipate opunându-i-se o

¹ Cu date efective până la luna martie, inclusiv.

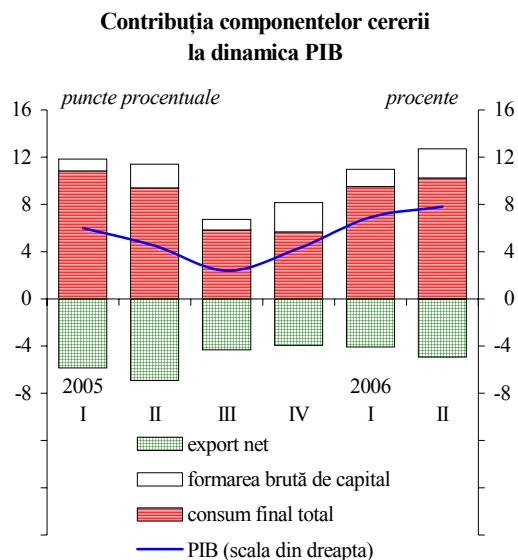
apreciere de 0,6 la sută². Influențe de sens contrar au exercitat celelalte variabile exogene – prețurile administrate, prețul combustibililor, salariile nete –, variațiile trimestriale efective fiind ușor superioare celor luate în calcul la realizarea prognozei (cu un maximum de 0,9 puncte procentuale în cazul prețurilor administrate, indus practic de majorarea neanticipată a abonamentelor Romtelecom).



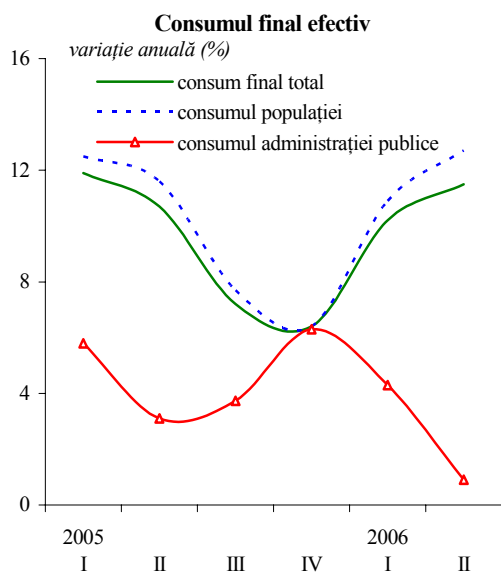
² Septembrie/iunie 2006.

III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS

În trimestrul II 2006, PIB real s-a majorat cu 7,8 la sută³, ritm superior cu 0,9 puncte procentuale atât nivelului din intervalul precedent, cât și proiecției prezentate în Raportul asupra inflației din luna august. Tiparul de creștere economică a revenit la configurația din trimestrele I-IV 2005, exporturile pierzând poziția de cel mai dinamic segment al cererii agregate; locul său a fost preluat de consumul privat, urmat îndeaproape de investiții. În ceea ce privește oferta, evoluții remarcabile s-au consemnat în industrie și în agricultură – consolidare a tendinței ascendente a ratei anuale de creștere și respectiv revigorare după patru trimestre de reduceri succesive.

1.1. Cererea

Acumularea de 0,9 puncte procentuale înregistrată de dinamica anuală a PIB în trimestrul II a fost susținută exclusiv de componentele principale ale cererii interne – consumul final al populației și formarea brută de capital fix. În contrast, rata de creștere a consumului final guvernamental a pierdut din vigoare, stocurile au continuat să se restrângă, iar cererea externă netă și-a accentuat contribuția negativă, pe fondul decelerării de ritm consemnate de exporturile de bunuri și servicii.

1.1.1. Cererea de consum

În trimestrul II consumul final și-a majorat cu încă 1,3 puncte procentuale viteza de creștere (11,5 la sută). Evoluția s-a datorat în principal intensificării achizițiilor de bunuri și servicii din rețeaua comercială, ceea ce induce concluzia persistenței presiunii cererii de consum asupra ratei inflației, fapt confirmat de altfel și de menținerea ritmului alert de creștere a volumului cifrei de afaceri aferente comerțului cu bunuri de uz curent – grupa de produse cu ponderea cea mai ridicată în coșul de consum.

³ În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum.

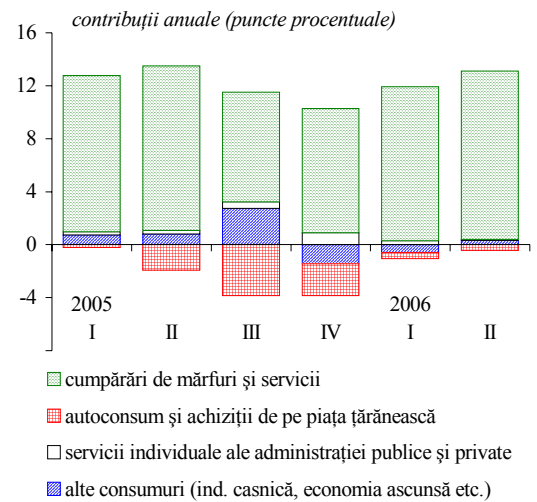
Cererea de consum a populației

Accelerarea până la 12,7 la sută a dinamicii consumului final privat a fost susținută de toate componentele cheltuielilor efectuate de populație, atât sub forma cumpărărilor de bunuri și servicii (+3,8 puncte procentuale), cât și a autoconsumului, achizițiilor de pe piața țărănească (temperare cu 4 puncte procentuale a trendului descrescător, generată îndeosebi de creșterea producției de fructe și legume de sezon, în timp ce consumul de carne și ouă din producția proprie a fost puternic afectat de un nou episod de gripă aviară) și a altor consumuri⁴ (revigorare, după două trimestre de scăderi consecutive). O influență de sens contrar a fost însă exercitată de atenuarea dinamicii cheltuielilor pentru consum individual efectuate de administrația publică și privată, o posibilă explicație constând în manifestarea efectului de bază asociat acordării de ajutoare populației afectate de inundațiile produse în trimestrul II 2005.

În acest context, în perioada analizată potențialul inflaționist al cererii de consum a rămas ridicat, evoluție relevantă de extinderea rapidă a volumului cifrei de afaceri aferente comerțului cu bunuri de uz curent (din nou cu peste 20 la sută) și, în măsură mai mică, de accelerarea cu 7-8 puncte procentuale a ritmului încasărilor din vânzări de produse de folosință îndelungată și din prestări de servicii de piață (impactul asupra ratei inflației este relativ scăzut datorită slabei reprezentări a acestor două categorii în coșul de consum al populației); indici de volum superiori perioadei anterioare au înregistrat și cheltuielile pentru utilități, transport, poștă și telecomunicații efectuate de populație, dar și în acest caz tensiunile inflaționiste antrenate de cererea în creștere sunt nesemnificative, pe segmentele respective mișcările de prețuri fiind în general determinate de ofertă.

În mod aparent surprinzător, intensificarea achizițiilor de bunuri și servicii efectuate de populație în trimestrul II nu a coincis cu un comportament similar al venitului disponibil⁵ (ritm anual în scădere de la 4 la sută în trimestrul I la 2,5 la sută). Explicația constă în faptul că accentuarea declinului real al influxurilor din străinătate (de la -7,5 la -13,4 la sută) – principala cauză a decelerării suferite de venitul disponibil – a fost indusă exclusiv de efectul de bază asociat sumelor trimise de persoanele care lucrează în afara țării, în scopul ajutorării rudelor afectate de inundații (evoluțiile din perioada curentă indică o rată reală de creștere a acestei componente de 14,3 la sută față de trimestrul

Creșterea consumului final al populației



Sursa: INS, calcule BNR

⁴ În principal, industrie casnică, economie ascunsă, chirie imputată.

⁵ 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 rezidenți.

anterior). Fenomenul nu a fost replicat și la nivelul consumului întrucât fondurile respective au fost destinate cu precădere investițiilor, și anume lucrărilor de refacere a gospodăriilor avariate.

În ceea ce privește resursele financiare împrumutate, trimestrul II a consemnat restrângerea în continuare a volumului creditelor noi pe termen scurt și mediu⁶ acordate de băncile comerciale (-11 la sută, variație reală), fenomen care relevă o posibilă saturare a pieței în privința creditului de consum (parțial alimentată și de măsurile restrictive adoptate de BNR). Acestei tendințe i s-au opus însă eforturile consistente depuse de marii distribuitori și de băncile comerciale în direcția îmbunătățirii dimensionale și calitative a ofertei – extinderea rețelelor de desfacere, lansarea de promoții atractive, diversificarea instrumentelor de plată/credit, inclusiv prin *rebranding*, acordarea unor condiții de creditare avantajoase de către instituțiile financiare nebankare (în principal companii specializate de credit de consum și firme de *leasing*) etc.

Înclinația populației pentru consumul de produse din import s-a menținut și în trimestrul II, continuând să se accentueze în detrimentul ofertei autohtone. Pe segmentul bunurilor de uz curent, deși am asistat la dublarea dinamicii anuale a volumului cifrei de afaceri industriale pentru piața internă în comparație cu primele trei luni ale anului, nivelul atins (4,4 la sută) a rămas net inferior celui consemnat de importuri (circa 18 la sută⁷). Un ecart negativ între ritmurile de creștere pe cele două piețe de proveniență s-a înregistrat și în cazul bunurilor durabile⁸. Excepție au făcut achizițiile auto, a căror accelerare de ritm anual comparativ cu trimestrul I a fost generată de stoparea declinului vânzărilor de autoturisme românești⁹, tendință care, corelată cu încetinirea dinamicii comerțului cu produse din import, a permis consolidarea avansului redobândit la începutul acestui an de segmentul intern față de cel al mărcilor străine, din punct de vedere al numărului de unități comercializate.

⁶ Limitarea la termenele scurt și mediu a fost justificată de poziția dominantă a creditelor imobiliare/ipotecare în structura creditelor pe termen lung, în pofida extinderii creditelor pentru nevoi personale cu scadențe de peste 5 ani; de altfel, deși clasificate de către bănci în categoria creditelor de consum, acestea din urmă sunt de regulă destinate unor operațiuni de natura investițiilor (achiziții imobiliare, plata avansului pentru un credit imobiliar/ipotecar, amenajări de locuințe).

⁷ Dinamica volumului fizic al importurilor/exporturilor a fost aproximată folosind ca deflator indicele valorii unitare din comerțul exterior.

⁸ Potrivit informațiilor disponibile, în trimestrele I și II dinamica anuală a volumului cifrei de afaceri aferente producției pentru piața internă de bunuri durabile în afara autovehiculelor (9,7 și respectiv 4,5 la sută) s-a situat la mai puțin de jumătate din ritmurile volumului fizic al importurilor consemnate de trei dintre grupele de mărfuri prezentate în Nomenclatorul Combinat, care includ bunuri de folosință îndelungată, mai puțin autoturisme (mașini și aparate electrice, instrumente și aparate optice, fotografice etc. și respectiv mărfuri diverse, unde mobilierul ocupă poziția dominantă).

⁹ Potrivit Buletinului statistic al Asociației Producătorilor și Importatorilor de Automobile.

Cererea de consum guvernamental

Ritmul anual de creștere a consumului guvernamental s-a atenuat și în trimestrul II, de la 4,3 la 0,9 la sută, pe fondul încetării ritmului angajărilor de personal în aparatul administrativ.

Evoluții bugetare

În trimestrul II, execuția bugetară nu a constituit un factor major de alimentare a dinamicii cererii, surplusul primar al bugetului general consolidat menținându-se la un nivel similar celui din primul trimestru (0,8 la sută din PIB), în pofida unei relative comprimări a excedentului total (de la 0,7 la 0,4 la sută din PIB). Ritmul anual de creștere în termeni reali¹⁰ a veniturilor bugetare s-a menținut relativ constant¹¹ (10,3 la sută) comparativ cu primele trei luni ale anului 2006, în timp ce cheltuielile bugetare primare au înregistrat o relativă intensificare (9,6 la sută), datorată inclusiv unui efect de bază.

Cel din urmă s-a localizat la nivelul cheltuielilor de capital, a căror rată anuală de creștere a fost în trimestrul II 2006 de 49,7 la sută, în condițiile în care în perioada similară a anului precedent acestea suferiseră o reducere drastică. Ritmul de execuție a cheltuielilor destinate investițiilor guvernamentale s-a menținut totuși lent, volumul cumulat aferent primului semestru reprezentând doar un sfert din cel anual (prevăzut în programul bugetar inițial). O majorare semnificativă a consemnat însă rata anuală de creștere a transferurilor de asistență socială (11,9 la sută, față de 1,3 la sută în primul trimestru); cu toate acestea, variația anuală a volumului total al transferurilor a fost ușor descendentă comparativ cu trimestrul anterior (de la 6,3 la 5,2 la sută). În același timp, dinamica cheltuielilor de personal a fost înaltă (18,4 la sută), cu toate că a înregistrat o scădere ușoară față de primul trimestru al anului.

La rândul său, creșterea veniturilor bugetului general consolidat a fost susținută în trimestrul II de sporul substanțial al încasărilor din impozitul pe salarii și venit (+38,9 la sută). O influență favorabilă asupra dinamicii resurselor colectate au continuat să exercite veniturile din contribuțiile de asigurări sociale, al căror ritm anual de creștere (9,5 la sută) a fost superior cu 2,4 puncte procentuale celui din trimestrul precedent, în condițiile în care majorarea câștigurilor salariale și a numărului de angajați au contrabalansat impactul reducerii în acest an a cotelor de

¹⁰ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmul anual de creștere exprimat în termeni reali.

¹¹ Comparația are în vedere variabilele bugetare aferente trimestrelor I și II 2005 retratate conform noii clasificării intrate în vigoare în 2006, furnizate de Ministerul Finanțelor Publice.

contribuție datorate de angajatori. Și veniturile din TVA au sporit cu 11,4 la sută, acest ritm fiind însă inferior celui înregistrat în perioada anterioară (24,1 la sută în trimestrul precedent și 29,0 la sută media ultimelor patru trimestre), în pofida intensificării achizițiilor de bunuri și servicii ale populației în perioada analizată.

La finele lunii august a fost aprobată a treia rectificare bugetară din acest an. Deși volumul programat al veniturilor a fost majorat cu 1 747,3 milioane RON – principala justificare fiind nivelul mai mare al încasărilor din impozite – ținta de deficit fiscal pentru acest an nu a fost redusă, cheltuielile publice fiind la rândul lor suplimentate cu 2 176,5 milioane RON (0,7 la sută din PIB). Nivelul programat al deficitului bugetar a urcat astfel cu aproximativ 430 milioane RON, ponderea sa în PIB menținându-se însă la 2,5 la sută, ca urmare a revizuirii în sens ascendent a valorii nominale previzionate a celui din urmă.

Cea mai mare parte a alocărilor adiționale de resurse bugetare a fost orientată către sectorul educației, în vederea finanțării investițiilor în infrastructură (715,4 milioane RON) și efectuării plăților de salarii ale cadrelor didactice din învățământul preuniversitar (400 milioane RON). Sume suplimentare au mai fost alocate acordării drepturilor de asistență socială (563 milioane RON), programului de dezvoltare a infrastructurii rurale (200 milioane RON), refacerii zonelor afectate de inundații (200 milioane RON), precum și sprijinirii producătorilor agricoli (130 milioane RON).

1.1.2. Cererea de investiții

O contribuție favorabilă la dinamizarea PIB în trimestrul II a revenit și formării brute de capital fix. Accelerarea ratei anuale de creștere a acestui indicator față de intervalul precedent (cu 0,8 puncte procentuale, până la 12,2 la sută) s-a regăsit și în evoluția curentă – revenirea ritmului trimestrial la valori pozitive (8 la sută¹²). În comparație cu perioada anterioară, procesul acumulării de capital a înregistrat ameliorări de ordin calitativ, achizițiile de utilaje intensificându-și ritmul anual de peste 6 ori (+18,1 la sută) și redevenind astfel segmentul cu contribuția cea mai ridicată la dinamica investițiilor. În schimb, volumul lucrărilor de construcții noi și cel al reparațiilor capitale au consemnat ritmuri mult mai scăzute decât în trimestrul I (11,1 la sută și respectiv circa 3 la sută, variații anuale), evoluție atribuită îndeosebi lucrărilor de infrastructură, probabil ca urmare a estompării influenței exercitate anterior de efortul de înlăturare a pagubelor produse de inundațiile din a doua jumătate a anului 2005.

Investiții realizate

	Anii	variație anuală (%)			
		I	II	III	IV
Total	2005	5,8	10,7	13,0	17,5
	2006	10,8	14,2		
- lucrări de construcții noi	2005	2,2	9,4	8,8	15,3
	2006	23,5	11,1		
- utilaje	2005	9,6	12,8	15,7	15,7
	2006	2,9	18,1		
- alte cheltuieli*	2005	-4,9	1,0	27,0	48,2
	2006	2,5	4,3		

* plantații de vii, pomi, împăduriri, cumpărări de animale
Sursa: INS

¹² Date ajustate sezonier.

Amplificarea procesului de re tehnologizare s-a realizat prin mobilizarea, pe de o parte, a resurselor proprii de finanțare – pe fondul revigorării producției industriale și al consolidării sectorului serviciilor –, iar pe de altă parte, a celor împrumutate din sistemul bancar românesc, în sistem *leasing* și de la bănci străine¹³. De asemenea, nu trebuie ignorat aportul tot mai consistent al investițiilor străine directe derulate în ultimii ani, dar și al influxurilor cu caracter nerambursabil (SAPARD, ISPA), un factor stimulator reprezentându-l și apropierea momentului aderării la Uniunea Europeană.

În ceea ce privește investițiile pe piața imobiliară, excesul de cerere a persistat și în trimestrul II, în pofida intensificării până la 11 la sută a ritmului anual de creștere aferent atât construcțiilor de locuințe, cât și executării de proiecte nerezidențiale.

Similar situației înregistrate pe piața bunurilor de consum, cererea de bunuri de capital s-a caracterizat prin accentuarea preferinței pentru produsele din import. Astfel, în timp ce dinamica ofertei autohtone pe acest segment nu s-a redresat nici în perioada analizată¹⁴, achizițiile de pe piața externă și-au menținut ritmul alert de creștere a volumului fizic (30,7 la sută în cazul grupei „mașini și aparate mecanice și electrice”, 27,5 la sută la mijloacele de transport)⁷.

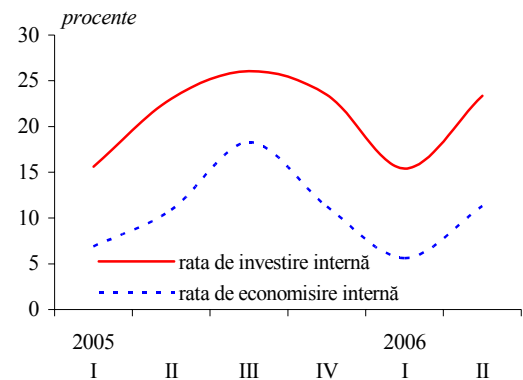
1.1.3. Cererea externă netă

În trimestrul II 2006, contribuția negativă a cererii externe nete la creșterea PIB s-a accentuat cu 0,8 puncte procentuale față de valoarea din trimestrul I (până la -4,9 puncte procentuale), încetinirea ratei anuale de creștere a exporturilor de bunuri și servicii (de la 13 la 10,5 la sută) fiind mult mai pronunțată decât cea consemnată în cazul importurilor (de la 18,7 la 18 la sută).

¹³ În trimestrul II ritmul anual al creditelor pentru echipamente s-a majorat cu peste 10 puncte procentuale comparativ cu intervalul precedent, ajungând la 52,6 la sută (variație reală; date CRB); cu peste 50 la sută au avansat și creditele noi pe termen mediu și lung contractate de persoanele juridice de pe piața bancară autohtonă. Și finanțarea în sistem *leasing* pare să fi câștigat teren, dacă avem în vedere faptul că la finele semestrului I ponderea deținută de segmentul „echipamente industriale” în portofoliul total al contractelor încheiate de companiile membre ASLR s-a majorat la 9,2 la sută, față de 4,7 la sută în trimestrul I. Cât privește finanțarea externă, dinamica anuală a împrumuturilor pe termen mediu și lung acordate sectorului corporatist a înregistrat o inversare de semn față de trimestrul I (+35,2 la sută, în termeni reali).

¹⁴ După ce în trimestrele III-IV 2005 ritmul anual de creștere a slăbit în intensitate, în trimestrul I 2006 volumul cifrei de afaceri aferente producției de bunuri de capital destinate pieței interne a scăzut, pentru prima oară în ultimii trei ani, iar această tendință s-a accentuat în trimestrul II (-3,5 la sută; performanța companiilor autohtone de profil în acoperirea necesarului de re tehnologizare al economiei a fost chiar mai modestă, dacă avem în vedere faptul că dinamica aferentă mijloacelor de transport rutier, ramură inclusă în categoria bunurilor de capital potrivit metodologiei de stabilire a marilor grupe industriale, a fost pozitivă: 4 la sută).

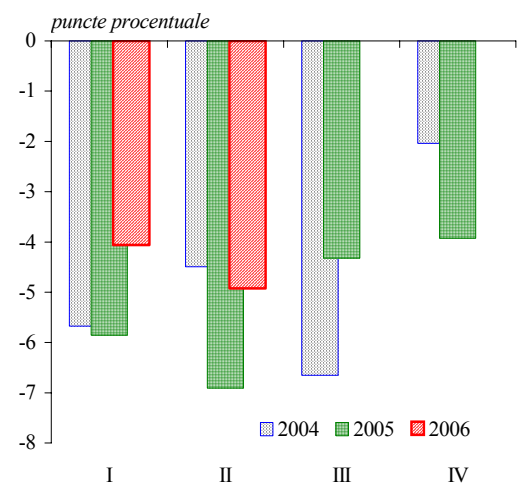
Rata de investire și rata de economisire



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

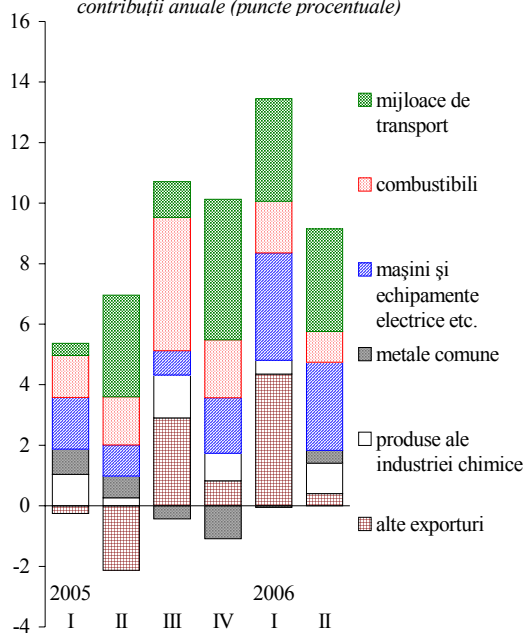
Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

Dinamica volumului fizic al exporturilor

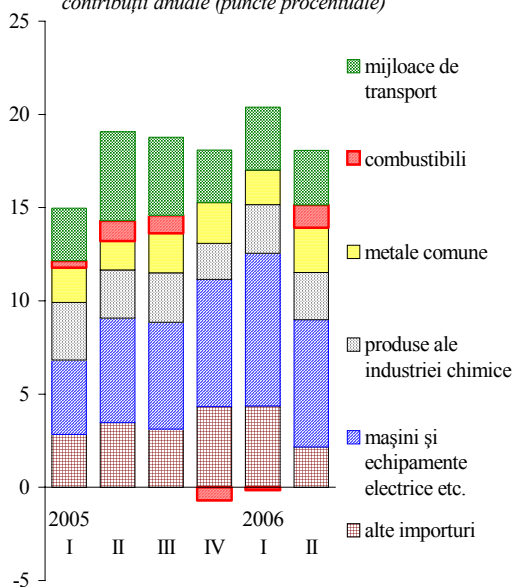
contribuții anuale (puncte procentuale)



Sursa: INS, calcule BNR

Dinamica volumului fizic al importurilor

contribuții anuale (puncte procentuale)



Sursa: INS, calcule BNR

Deteriorarea dinamicii anuale a exporturilor s-a regăsit și în evoluțiile curente, perioada analizată consemnând cea mai scăzută rată trimestrială de creștere din ultimele cinci intervale (1,1 la sută, față de 3 la sută în trimestrul I 2006¹²).

Analiza în structură pe baza datelor din balanța comercială relevă performanțe mai slabe ale volumului fizic al exporturilor la nivelul majorității grupelor de mărfuri¹⁵, cea mai puternică decelerare a ritmului anual producându-se în cazul grupei „mașini și aparate mecanice și electrice” (+25 la sută, față de +45,7 la sută în trimestrul I⁷). Cu toate acestea, categoria de bunuri menționată, împreună cu grupa mijloacelor de transport au continuat să concentreze circa 86 la sută din creșterea exporturilor, situându-se și în perioada analizată printre cele mai dinamice categorii de produse livrate pe piețele externe.

În privința importurilor, gradul de concentrare a rămas sub cel al exporturilor, un nivel comparabil fiind asigurat de un număr de cinci grupe de bunuri (mașini și aparate mecanice și electrice, mijloace de transport, produse ale industriei chimice, metale comune și combustibili).

1.2. Oferta

Pe partea ofertei, trimestrul II a consemnat accentuarea trendului ascendent al valorii adăugate brute din industrie, ritmul său de creștere (7,8 la sută – unul dintre cele mai alerte începând cu anul 1999) reușind să depășească ușor dinamica serviciilor. Expansiunea producției industriale a fost susținută de toate cele trei subsectoare principale – extractiv, prelucrător și energetic –, reprezentative fiind evoluțiile din: (i) industria alimentară, ramură care a beneficiat în ultimii ani de aportul tot mai consistent al investitorilor străini atrași de potențialul pieței, dar și de finanțări importante acordate prin programul SAPARD; (ii) metalurgie, a cărei revigorare s-a datorat în principal cererii interne a operatorilor industriali și din construcții; (iii) mașini și aparate electrice și (iv) mijloace de transport rutier, ultimele două ramuri datorându-și ritmul consistent de creștere îndeosebi livrărilor la export, dinamica cifrei de afaceri corespunzătoare producției cu destinație externă continuând să se situeze, în ambele cazuri, la niveluri net superioare celei aferente pieței autohtone (44,1 la sută și respectiv 50,2 la sută).

¹⁵ Din totalul de 20 de grupe de mărfuri, doar cinci au înregistrat intensificări ale ritmului anual al volumului fizic – „animale și produse animale”, „grăsimi și uleiuri vegetale sau animale”, „produse ale industriei chimice”, „hârtie, carton și produse din acestea” și „metale comune”.

După patru trimestre de reduceri consecutive, în perioada analizată valoarea adăugată brută din agricultură s-a majorat în termeni anuali cu 2,1 la sută. Trebuie totuși semnalat faptul că acest rezultat s-a datorat exclusiv restrângerii consumului intermediar al ramurii, în timp ce volumul producției a scăzut marginal – creșterea producției vegetale, atribuită unui efect de bază (condițiile de climă improprie din trimestrul II 2005) s-a dovedit insuficientă pentru a compensa ritmul negativ al componentei zootehnice, puternic afectată de recidiva gripei aviare.

Și valoarea adăugată brută din sectorul serviciilor și-a intensificat rata de creștere (7,5 la sută), în principal pe seama activităților de comerț cu amănuntul, transporturi, telecomunicații, tranzacții imobiliare și servicii pentru întreprinderi, care au consemnat ritmuri anuale ale volumului cifrei de afaceri superioare celor din trimestrul I. În privința construcțiilor, chiar dacă în perioada analizată valoarea adăugată brută nu a repetat performanța din trimestrul I¹⁶, acest sector a rămas deosebit de dinamic (14,2 la sută), contribuții notabile revenind lucrărilor pentru complexe rezidențiale (segment care cunoaște în prezent o tendință de reorientare a ofertei către satisfacerea cererii populației cu venituri medii), dar și pentru centre comerciale, spații de depozitare și clădiri de birouri.

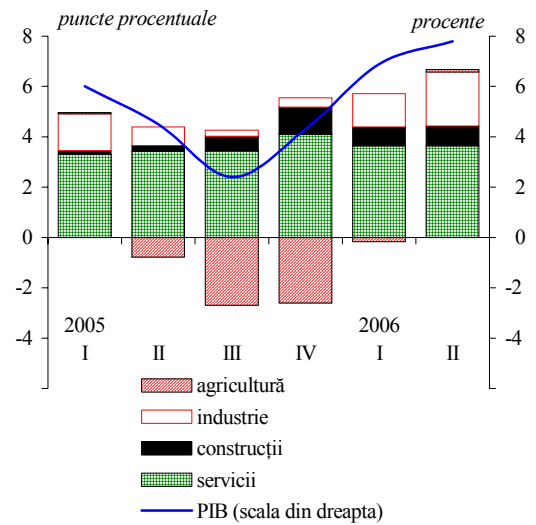
2. Piața muncii

2.1. Forța de muncă

Presiunile pe piața forței de muncă s-au menținut semnificative în trimestrul II 2006, iar datele disponibile pentru lunile iulie și august semnaleză continuarea tendinței. Câștigurile salariale și-au păstrat ritmul alert de creștere, însă la nivelul industriei sporurile consistente de productivitate au limitat pierderile de competitivitate, permițând o ameliorare vizibilă a costurilor unitare cu forța de muncă.

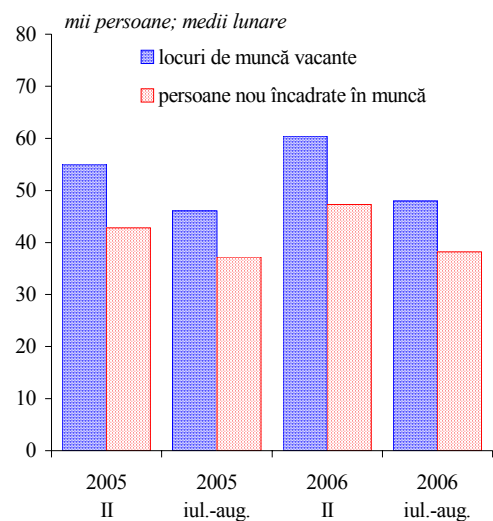
În trimestrul II 2006, presiunile pe piața muncii s-au intensificat, în condițiile în care: (i) rata șomajului ajustată sezonier a coborât la un nivel minim de 5,6 la sută; (ii) numărul angajărilor din rândul șomerilor l-a depășit de trei ori pe cel al

Contribuția principalelor componente ale ofertei la dinamica PIB



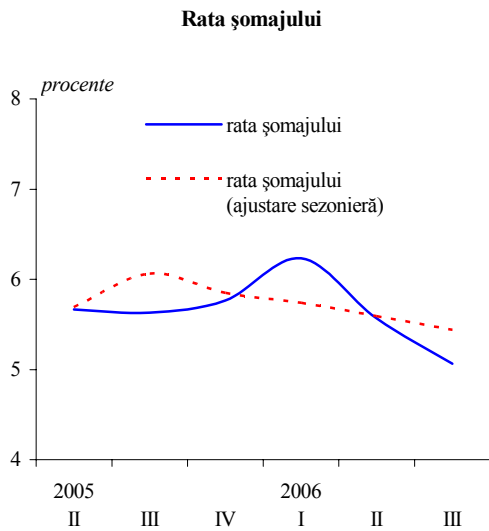
Sursa: INS, calcule BNR

Locuri de muncă vacante și ocuparea acestora



Sursa: ANOFM

¹⁶ În afara intensificării lucrărilor de construcții destinate înlăturării efectelor inundațiilor produse în a doua jumătate a anului 2005, nu trebuie pierdut din vedere faptul că ritmul record consemnat de valoarea adăugată brută a acestui sector în trimestrul I 2006 (20,4 la sută) s-a datorat și manifestării unui efect de bază constând în încetinirea severă a activității în primele luni ale anului 2005, cauzată de: (i) sistarea lucrărilor executate prin Agenția Națională pentru Locuințe, din cauza lipsei fondurilor; (ii) blocarea derulării unor proiecte, în principal ca urmare a situației juridice neclare a unor terenuri; (iii) întârzierea încheierii unor contracte ca urmare a recalculării prețurilor de vânzare după aprecierea consistentă a leului față de euro și a procesului de renegociere aferent.



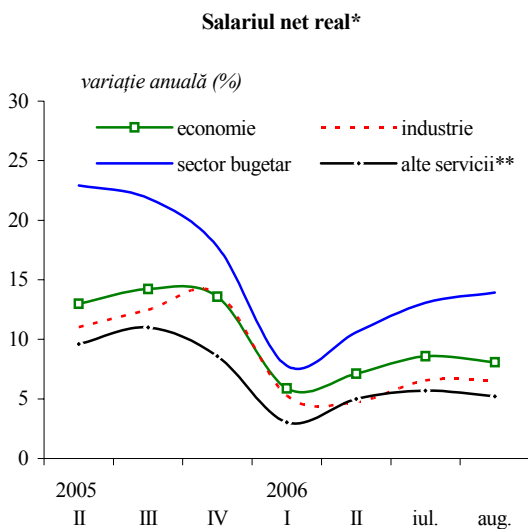
Sursa: ANOFM, calcule BNR

concedierilor; (iii) aproximativ 50 mii de șomeri au renunțat să-și reînnoiască cererea pentru ocuparea unui loc de muncă (+11,6 la sută, față de perioada similară din anul anterior; ritm anual pozitiv pentru prima dată în ultimele 10 trimestre), optând probabil pentru a-și căuta de lucru pe cont propriu sau a pleca la muncă în străinătate.

Semnale de presiune au existat și din partea cererii de forță de muncă, atât numărul locurilor de muncă vacante identificate de ANOFM, cât și cel al angajărilor intermediare de această instituție crescând cu 10 la sută față de trimestrul II 2005. Similar trimestrului anterior, dezvoltarea serviciilor a avut rolul determinant în procesul de absorbție a forței de muncă, în timp ce în industrie și construcții numărul salariaților a continuat să se reducă. În pofida ajustărilor de personal, activitatea din ultimele două sectoare și-a menținut robustețea, ceea ce indică o îmbunătățire a productivității muncii.

Evoluțiile din trimestrul III relevă o îngustare suplimentară a pieței muncii comparativ cu intervalul anterior, în condițiile în care atât rata șomajului înregistrat, cât și cea ajustată sezonier au consemnat scăderi importante (până la 5,1 la sută și respectiv 5,4 la sută), iar ieșirile din evidențele ANOFM au atins în lunile iulie-august cea mai mare rată anuală de creștere din ultimii doi ani. În acest context, este puțin probabil ca în trimestrul III să se producă o atenuare a dinamicii salariale și, prin urmare, a presiunii exercitate asupra consumului de bunuri și servicii comparativ cu prima jumătate a anului.

2.2. Venituri



*) deflatat cu IPC

**) comparabilitatea datelor este afectată într-o anumită măsură de modificările introduse de INS în luna august 2005 în structura pe ramuri a numărului de salariați și a câștigului salarial

Sursa: INS, calcule BNR

În trimestrul II 2006, ritmul anual de creștere a salariului mediu brut pe economie s-a menținut alert (+16,9 la sută în termeni nominali), influențele fiind în principal de ordin conjunctural (plata primelor de Paști, a primelor lunare sau a celor din profitul net). Variații procentuale peste medie au continuat să se consemneze în sectorul bugetar și în construcții (cu până la 3,9 puncte procentuale), asociate în acest ultim caz dificultăților întâmpinate de angajatori în recrutarea de personal cu grad adecvat de calificare, pe fondul expansiunii activității și al fenomenului de migrație a forței de muncă în străinătate.

În industrie, variația anuală a câștigurilor salariale brute a pierdut 2,2 puncte procentuale față de trimestrul anterior, performanță la care au contribuit exclusiv industria extractivă și cea energetică. În aceste condiții, presiunile din partea costurilor unitare cu forța de muncă au continuat să se reducă – dinamică anuală de +1,1 la sută, cu 6,5 puncte procentuale sub nivelul din intervalul precedent –, însă contribuția dominantă a revenit

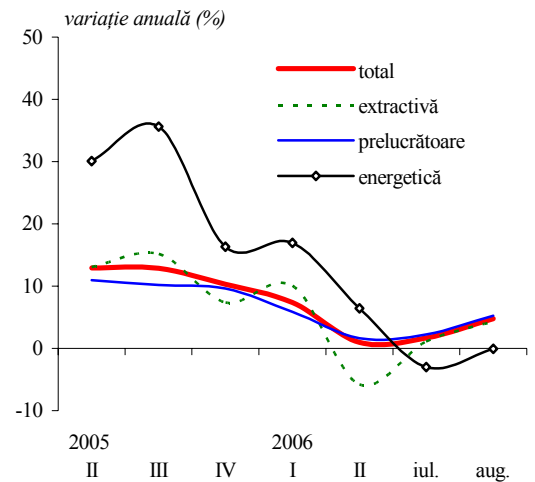
câștigurilor substanțiale de productivitate. Deși valoarea supra-unitară semnalează prezența unor presiuni din partea acestei componente a prețurilor de producție, decalajul semnificativ față de dinamica acestora din urmă (-10,5 puncte procentuale) califică influența drept puțin importantă (și chiar în scădere comparativ cu valorile medii din ultimele patru trimestre).

Cel mai bun rezultat s-a consemnat în sectorul extractiv (indice subunitar al costurilor unitare cu forța de muncă), dar sustenabilitatea acestuia rămâne incertă dată fiind volatilitatea ridicată a câștigurilor salariale din ramurile reprezentative. În industria prelucrătoare, indicele costurilor unitare nominale cu forța de muncă a coborât la 101,7 la sută (106 la sută în trimestrul I 2006), factorul determinant fiind câștigurile de productivitate acumulate. De semnalat totuși faptul că, în ramurile producătoare de bunuri de consum¹⁷, variația costului unitar cu forța de muncă s-a menținut peste media sectorului prelucrător, valori inferioare observându-se doar în industria alimentară și în cea a mobilei.

Datele statistice disponibile pentru lunile iulie și august 2006 indică un regres în evoluția acestui indicator la nivelul industriei extractive și al celei prelucrătoare, însă această evoluție nu modifică fundamental aprecierile formulate pentru trimestrul II. O situație mult mai bună se consemnează în sectorul energetic, unde indicele costului unitar cu forța de muncă a devenit subunitar pentru prima dată în ultimii trei ani (98,5 la sută).

Din perspectiva cererii, deși ritmul anual consemnat în trimestrul II 2006 de venitul disponibil¹⁸ real al populației (+2,5 la sută) este cel mai mic din ultimii patru ani, el nu indică de fapt o atenuare a presiunilor asupra consumului de bunuri și servicii în condițiile în care: (i) dinamica anuală a veniturilor reale din salarii s-a menținut ridicată (+8 la sută), iar (ii) restrângerea severă a veniturilor din străinătate (-13,4 la sută) s-a datorat de fapt manifestării unui efect de bază¹⁹, evoluțiile din perioada curentă indicând o rată de creștere de 14,3 la sută față de trimestrul anterior (în termeni reali). O situație similară este previzibilă și în trimestrul III 2006 – informațiile statistice disponibile pentru intervalul iulie-august semnalează intensificarea substanțială a ritmului anual de creștere a venitului

Costul unitar cu forța de muncă în industrie



Sursa: INS, calcule BNR

Productivitatea muncii și salariul brut real în industrie

	variație anuală (%)							
	2005			2006				
	II	III	IV	I	II	iul.	aug.	
Productivitatea muncii	3,2	3,7	7,0	8,6	13,2	13,5	10,0	
Salariul mediu brut real*	2,3	5,4	6,6	4,4	2,0	1,8	2,0	
Salariul mediu brut real**	13,8	16,5	15,9	7,8	4,0	3,9	1,8	

*) deflatat cu indicele prețurilor producției industriale pentru piața internă

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

Sursa: INS, calcule BNR

¹⁷ Prelucrarea tutunului, industria ușoară, poligrafie, aparate radio-TV, unde indicele costului unitar cu forța de muncă a urcat până la 131,9 la sută.

¹⁸ 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.

¹⁹ Inundațiile severe din primăvara anului trecut au atras un sprijin financiar important sub forma sumelor repatriate de muncitorii români în străinătate.

disponibil real (12,3 la sută), susținută atât de veniturile din salarii și transferuri sociale (7,9 la sută), cât și de întreruperea tendinței negative înregistrate în trimestrele I și II de dinamica anuală a veniturilor din străinătate (+56 la sută în termeni reali; date provizorii).

3. Prețurile de import și prețurile de producție

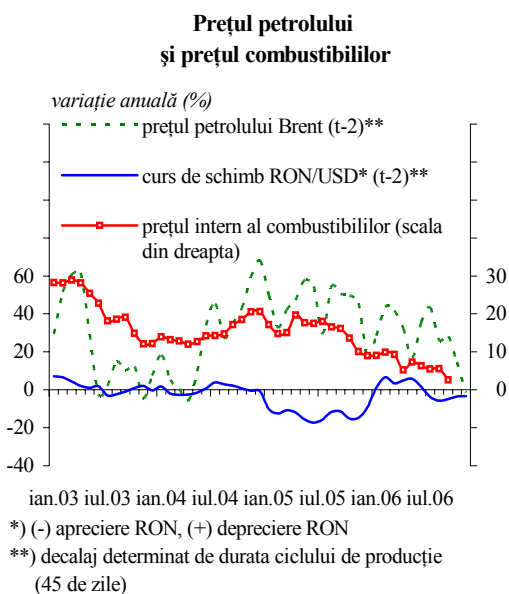
Presiunile observate în intervalul precedent la nivelul prețurilor de producție – atât industriale, cât și agricole – au continuat să se manifeste și în trimestrul II 2006; o îmbunătățire a situației a intervenit însă în cazul prețurilor de import. Tendințele par să se mențină și în trimestrul III, posibile excepții fiind prețurile de pe piața UE, pentru care se anticipează accelerări de dinamică, și prețurile agricole interne, influențate favorabil de producția vegetală abundentă.

3.1. Prețurile de import

Presiunea exercitată de prețurile de import asupra prețurilor interne s-a diminuat sensibil în trimestrul II comparativ cu trimestrul anterior, deflatorul asociat importului de bunuri și servicii reducându-și valoarea cu 2 puncte procentuale (până la 100,9 la sută). La această evoluție au contribuit decelerarea puternică a dinamicii prețurilor externe (variația valorii unitare a importurilor s-a înjumătățit practic), dar și continuarea trendului de apreciere a leului în raport cu euro comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior.

Majoritatea categoriilor de mărfuri importate au consemnat în perioada analizată evoluții favorabile ale prețurilor²⁰ – fie scăderi semnificative (în cazul animalelor vii și al produselor animale), fie ritmuri anuale de mai mică amploare în comparație cu trimestrul anterior (reprezentative în acest sens sunt grupele *produse minerale*²¹, *produse vegetale*, *produse alimentare*, *articole de încălțăminte*).

Tendențele observate în evoluția prețurilor externe la nivelul trimestrului II 2006 par să se mențină și în intervalul următor, având în vedere: (i) scăderea bruscă a prețului petrolului pe piețele internaționale în luna septembrie 2006²², care a compensat maximele istorice atinse pe parcursul lunii august, astfel încât media intervalului iulie-septembrie s-a menținut compa-



Sursa: INS, AIE

²⁰ Exprimare în euro.

²¹ În pofida accentuării tensiunilor de pe piața petrolului în trimestrul II 2006, grupa a consemnat o evoluție favorabilă datorită decelerării ritmului de creștere a prețului gazelor naturale și deprecierei dolarului SUA față de euro.

²² Până la 58 USD/baril (țiței Brent).

rabilă cu cea din trimestrul anterior, iar rata anuală de creștere a decelerat la mai puțin de jumătate și (ii) păstrarea traiectoriei descrescătoare a ritmului de creștere a prețului gazelor naturale. Evoluții pozitive relevă și indicele agregat de prețuri ale mărfurilor calculat de FMI, valoarea aferentă trimestrului III (18,9 la sută) plasându-se cu 13,1 puncte procentuale sub cea din perioada anterioară. Presiuni în sensul creșterii prețurilor s-ar putea manifesta însă la nivelul produselor importate din statele comunitare, dinamica anuală a prețurilor producției UE destinate exportului în intervalul iulie-august (2,3 la sută)²³ depășind cu 0,2 puncte procentuale media trimestrului II.

Mișcările favorabile de preț de pe piețele externe au fost dublate în perioada iulie-septembrie 2006 de aprecierea monedei naționale față de dolarul SUA (atât în termeni anuali, cât și prin comparație cu cele trei luni anterioare). Mai puțin benefică s-a dovedit însă evoluția cotațiilor RON-EUR, poziția monedei naționale slăbind ușor nu numai față de trimestrul precedent, dar și față de perioada similară a anului 2005.

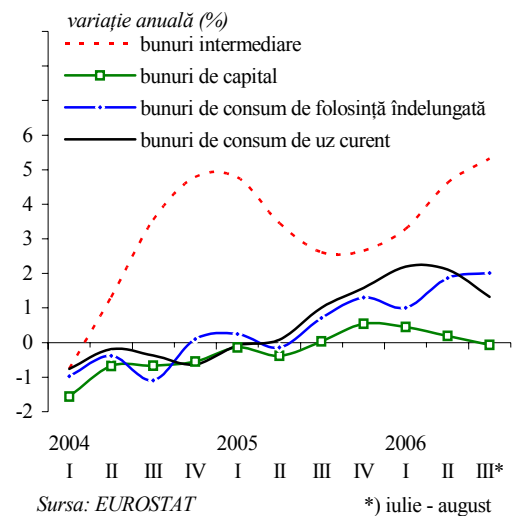
3.2. Prețurile de producție

3.2.1. Prețurile producției industriale

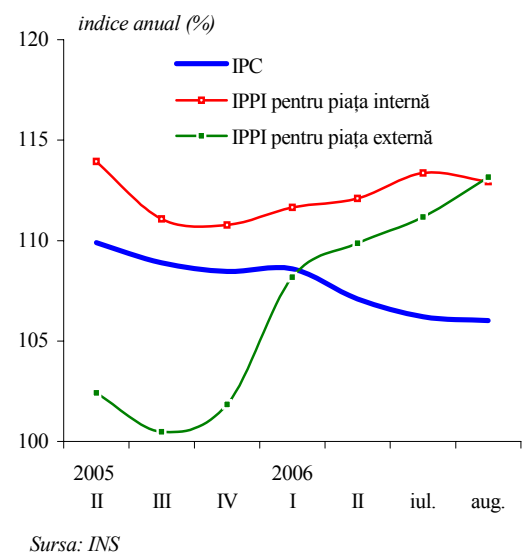
În trimestrul II 2006, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a continuat să se majoreze, atinând 12,1 la sută, dar spre deosebire de intervalul anterior plusul acumulat (0,5 puncte procentuale) a fost determinat exclusiv de sectorul prelucrător (+1,7 puncte procentuale, până la 11,5 la sută). În aceste condiții, decalajul dintre ritmul anual al prețurilor producției industriale pentru piața internă în sectorul prelucrător și cel al prețurilor de consum a crescut de peste trei ori comparativ cu trimestrul I, ajungând la 4,4 puncte procentuale.

Cea mai importantă accelerare a dinamicii anuale a prețurilor de producție a survenit pe segmentul bunurilor energetice (+1,1 puncte procentuale, până la 22,9 la sută), fiind determinată exclusiv de ramura de prelucrare a țițeiului (+13,4 puncte procentuale), unde principalii factori de influență includ: (i) creșterea cotațiilor petrolului pe piața mondială și decizia de aliniere a prețurilor interne în funcție de această evoluție, motivată de reducerea producției și de extinderea rețelelor de distribuție ale principalilor producători autohtoni în afara țării; (ii) încorporarea în cost a cheltuielilor mai mari cu investițiile. De remarcă faptul că, similar trimestrului anterior, nu s-au observat presiuni din partea ramurii de producere a energiei electrice și

Prețurile producției industriale pentru export în UE-25

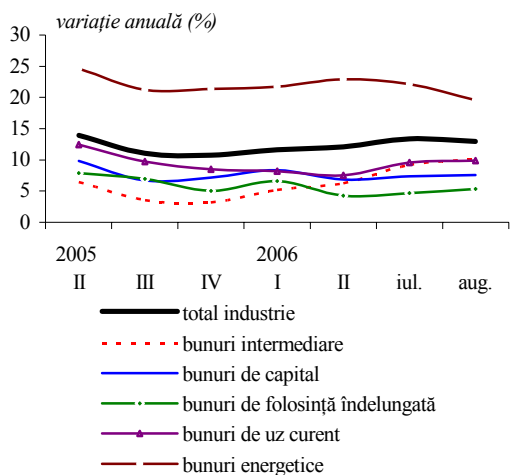


Prețurile producției industriale și de consum



²³ Calcul realizat pe baza indicelui prețurilor producției industriale a UE pentru piața externă (exclusiv construcții și energie).

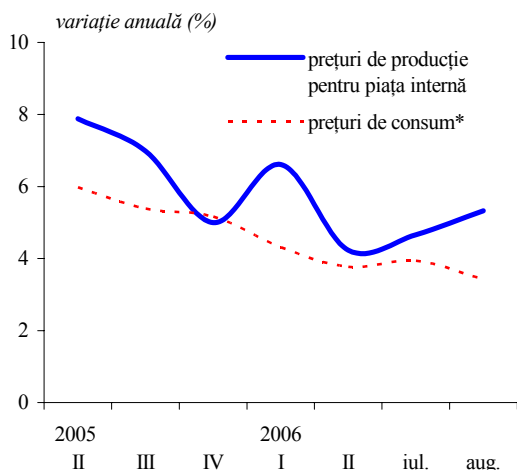
Prețurile producției industriale* aferente principalelor grupe



* pentru piața internă

Sursa: INS

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

termice, unde ritmul anual de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă s-a menținut la 9,3 la sută. În acest ultim caz, evoluțiile favorabile observate atât la nivelul prețurilor, cât și al producției ar putea fi interpretate ca un prim efect al măsurilor de eficientizare a sectorului desfășurate în ultimii ani.

Majorări ale dinamicii anuale a prețurilor de producție în trimestrul II 2006 comparativ cu intervalul anterior s-au consemnat și la nivelul grupei bunurilor intermediare (+1,1 puncte procentuale, până la 6,2 la sută) și pot fi asociate mișcărilor din industria metalurgică (+5,3 puncte procentuale), determinate de expansiunea prețurilor externe ale principalelor metale, numai parțial contracarată de temperarea presiunilor în cazul produselor siderurgice.

În pofida acestei conjuncturi, prețurile de producție din ramurile producătoare de bunuri de folosință îndelungată și-au redus viteza de creștere cu 2,4 puncte procentuale față de trimestrul precedent (la 4,2 la sută), influențate de evoluția prețului oțelului, dar mai ales de temperarea cererii interne²⁴. Suplimentar, cererea venită din partea unor piețe externe cu potențial ridicat (Rusia și Țările Baltice) permite principalilor producători autohtoni de electrocasnice practicarea unor marje mai mari de profit în cazul vânzărilor pe aceste piețe și a unei politici mai relaxate a prețurilor pe piața internă.

Spre deosebire de trimestrul anterior, când dinamica prețurilor de producție aferente grupei bunurilor de capital s-a accelerat ca urmare a expansiunii prețurilor externe ale metalelor, în trimestrul II 2006 aceasta s-a redus cu 1,5 puncte procentuale, deși sensul evoluțiilor de pe piața externă s-a menținut. Posibili factori explicativi sunt: (i) schimbările în politica de aprovizionare, inclusiv constituirea de stocuri de materii prime la începutul anului, la prețuri mai scăzute; această decizie a fost influențată și de accesul dificil la condițiile impuse de piața externă; (ii) recurgerea la instrumente financiare de protecție împotriva fluctuațiilor de preț (*hedging*); (iii) evoluția modestă a cererii interne, volumul cifrei de afaceri către piața internă continuând să se reducă în comparație cu perioadele similare din anul anterior.

La nivelul bunurilor cu reprezentare semnificativă în coșul de consum – bunurile de uz curent –, viteza de creștere a prețurilor de producție s-a redus cu 0,7 puncte procentuale față de trimestrul anterior, astfel încât ecartul dintre dinamica prețurilor de producție și cea a prețurilor de consum aferente acestei categorii

²⁴ Dinamica medie anuală a cifrei de afaceri pentru piața internă la nivelul grupei bunurilor de folosință îndelungată s-a redus cu 5,1 puncte procentuale față de trimestrul I 2006, până la 4,5 la sută.

de bunuri s-a redus cu 0,4 puncte procentuale (până la 3,5 puncte procentuale). Tendința a fost susținută în principal de evoluțiile din industria alimentară și din cea a confecțiilor, dar a fost determinată de factori diferiți. Dacă în primul caz influențele exercitate de costurile cu materia primă (cereale, carne) și forța de muncă au fost, în general, favorabile, în cel de-al doilea, mișcarea este mai curând asociată concurenței puternice de pe piața internă și eforturilor depuse de producători pentru a-și menține cota de piață, mai ales în condițiile procesului de restructurare a producției în urma liberalizării comerțului internațional cu produse textile.

Trimestrul III 2006 va consemna probabil menținerea tendințelor actuale observate la nivelul prețurilor producției industriale pentru piața internă, nefiind anticipate schimbări în ceea ce privește principalii factori de presiune.

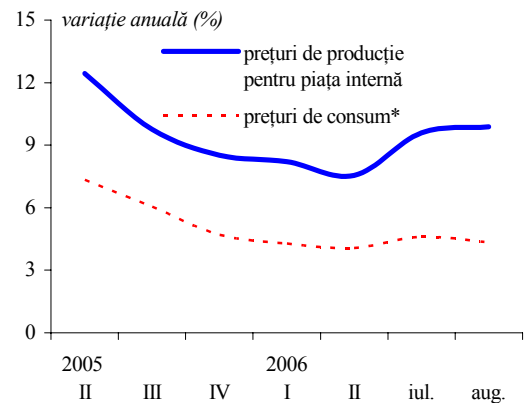
3.2.2. Prețurile producției agricole

Confirmând așteptările, prețurile produselor agricole au înregistrat în trimestrul II 2006 noi acumulări de ritm (+4,4 puncte procentuale), vizibile mai ales în cazul produselor vegetale (+5,8 puncte procentuale, până la 17,5 la sută). Evoluția a fost generată, pe de o parte, de încetinirea ritmului de scădere a prețului cerealelor, iar pe de altă parte, de creșterea accelerată a prețului legumelor.

În ceea ce privește produsele animale, viteza anuală de creștere a prețurilor a rămas modestă în trimestrul II 2006 (2,8 la sută), deși s-a dublat comparativ cu trimestrul anterior. Plusul de dinamică a fost generat în principal de segmentul cărnii de pasăre, pe fondul refacerii cererii, concomitent cu închiderea treptată a focarelor de gripă aviară (numai în ultima lună a trimestrului ritmul de creștere a prețurilor s-a accelerat cu mai mult de 10 puncte procentuale). Cu toate acestea nu se poate vorbi de presiuni inflaționiste majore, cu atât mai mult cu cât, pe ansamblul grupei, prețurile s-au redus în termeni trimestriali cu 6,5 la sută.

În trimestrul III 2006, dinamica prețurilor produselor agricole ar putea consemna o inversare de tendință, asociată în principal evoluțiilor favorabile din sectorul vegetal, la care ar putea contribui atât grupa cerealelor, cât și cea a legumelor și fructelor. În privința produselor animale, accentuarea presiunilor pe segmentul cărnii de pasăre ar putea fi în continuare contracarată de mișcări favorabile de preț la nivelul celorlalte categorii ale grupei.

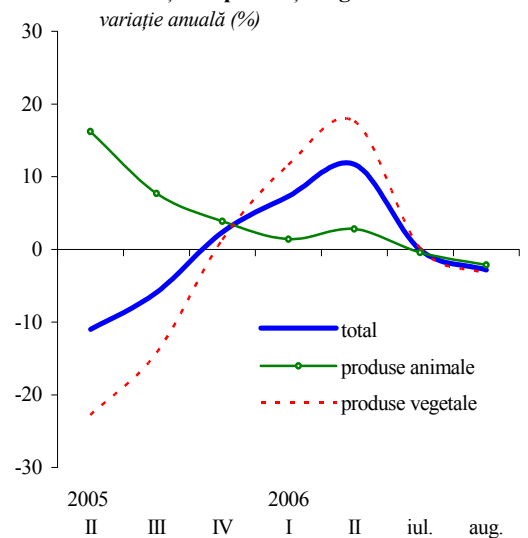
Prețurile aferente bunurilor de uz curent



* pentru separarea bunurilor de uz curent, din mărfurile alimentare și nealimentare incluse în coșul de consum au fost excluse următoarele poziții: legume, fructe, ouă, produse de uz casnic, mobilă, produse cultural-sportive, combustibili, energie electrică, gaze și încălzire centrală și alte mărfuri nealimentare.

Sursa: INS, calcule BNR

Prețurile producției agricole



Sursa: INS

IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

Implementarea tandemului de măsuri adoptate de CA al BNR la finele lunii iunie, format din creșterea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară și majorarea cu 4 puncte procentuale a ratei rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în lei, a sporit în trimestrul III restrictivitatea politicii monetare. În același interval însă, efectul de înăsprire exercitat asupra condițiilor monetare reale de evoluția cursului efectiv de schimb al leului s-a diminuat temporar, în condițiile în care moneda națională a înregistrat o ușoară depreciere în termeni reali comparativ cu trimestrul anterior²⁵.

Creșterea în trimestrul III a fermității conduitei politicii monetare a fost rezultanta punerii în practică a deciziilor de întărire a politicii ratei dobânzii și a politicii lichidității adoptate de CA al BNR în ședința sa din 27 iunie 2006. Astfel, cu începere din data de 3 iulie 2006, licitațiile săptămânale de depozite pe scadența de o lună s-au efectuat la noua rată fixă de dobândă de 8,75 la sută. Totodată, începând cu perioada de aplicare 24 iulie-23 august 2006, instituțiile de credit și-au majorat cu circa 25 la sută volumul rezervelor constituite la banca centrală, ca urmare a creșterii la nivelul de 20 la sută a ratei rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în monedă națională. În plus, BNR a continuat să exercite un control ferm asupra lichidității de pe piața monetară, sterilizând excedentul de lichiditate prin intermediul operațiunilor sale de piață.

Rata dobânzii de politică monetară a rămas constantă pe parcursul trimestrului III, CA al BNR apreciind caracterul condițiilor monetare ca fiind adecvat menținerii dezinflației pe traiectoria compatibilă cu atingerea țintei pe termen mediu. Un prim argument în favoarea menținerii ratei dobânzii de politică monetară la nivelul stabilit în iunie l-a constituit anticiparea producerii unei scăderi a ratei inflației sub nivelul proiectat pentru sfârșitul anului curent, în special ca urmare a reducerii semnificative a dinamicii prețurilor volatile ale produselor alimentare. În același timp, având în vedere *lag*-ul de timp necesar transmiterii depline a efectului restrictiv al măsurilor de politică monetară adoptate la finele lunii iunie – preluat integral în această perioadă doar de prima verigă a

²⁵ Calculată utilizând valoarea medie trimestrială a cursului de schimb al leului.

mecanismului de transmisie (piața monetară interbancară) –, CA al BNR a considerat necesară realizarea unei monitorizări atente a tuturor evoluțiilor economice, implicit a efectelor acțiunilor sale recente, care să-i permită să sesizeze prompt indiciile unei eventuale creșteri substanțiale a presiunilor inflaționiste ale cererii – de natură să reclame o recalibrare a parametrilor politicii monetare. În favoarea deciziei de menținere a ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 8,75 la sută a mai pledat și ipoteza posibilei majorări în cursul acestui an a nivelului potențial al PIB, pe care CA al BNR a luat-o în discuție în contextul apariției pe parcursul ultimelor trimestre a unei decorelări a evoluției ratei inflației, respectiv a ratei CORE2, de cea a deviației pozitive a PIB estimate de banca centrală; această ipoteză a fost confirmată recent de rezultatele evaluărilor cantitative și de noile analize efectuate în cadrul băncii centrale (vezi caseta explicativă *Ritmul de creștere al PIB potențial în cadrul Capitolului V. Perspectivele inflației*).

Cu toate acestea, CA al BNR a continuat să fie serios preocupat de persistența în perioada următoare a ritmului prea alert de creștere economică – alimentată și de relaxarea politicii fiscale preconizată a se produce spre sfârșitul anului – pusă în evidență de proiecția evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu actualizată în acest trimestru. Riscul menținerii sau chiar al amplificării pe termen scurt a excedentului de cerere și implicit a potențialului inflaționist al creșterii economice a devenit și mai evident odată cu publicarea datelor statistice din trimestrul II, care au indicat o accelerare peste așteptări a creșterii PIB în acest interval (de la 6,9 la 7,8 la sută – vezi Capitolul III. *Evoluții ale activității economice*).

Aceleași date statistice au sporit îngrijorarea BNR provocată de dinamica consumului populației, în condițiile în care accentuarea trendului ascendent al acestuia a depășit așteptările (ritm anual de creștere de 12,7 la sută, cu 1,8 puncte procentuale peste cel din trimestrul precedent), ca efect al intensificării achizițiilor de bunuri și servicii ale acestui segment²⁶ – componenta cererii interne cu cel mai ridicat potențial inflaționist. Efervescența acestei componente s-a prelungit și în lunile iulie-august, datele statistice publicate ulterior relevând sporirea în acest interval a ritmurilor anuale de creștere a cifrei de afaceri a întreprinderilor cu activitate principală de comerț cu amănuntul și, respectiv, a celei realizate de companiile prestatoare de servicii. Un motiv suplimentar de preocupare pentru BNR a fost faptul că această dinamizare a consumului s-a corelat nu doar cu continuarea trendului crescător al ratei anuale de creștere reală a salariului mediu net și cu amplificarea

²⁶ Variația anuală a acestora a sporit în trimestrul II cu 3,8 puncte procentuale față de cea din primele trei luni ale anului.

creditelor acordate de instituțiile financiare nebancale, dar și cu accentuarea tendinței de deteriorare a economisirii bancare nete a populației.

Astfel, dinamica creditelor totale acordate populației de către instituțiile de credit s-a menținut ridicată în perioada iulie-august, soldul mediu al acestor împrumuturi majorându-se în termeni reali cu 78,3 la sută față de perioada similară a anului precedent (cu 3,6 puncte procentuale peste ritmul mediu anual din trimestrul II). Totuși, creșterea anuală reală a volumului creditelor noi de care au beneficiat în această perioadă persoanele fizice s-a încetinit (la 50,6 la sută, cu 14,6 puncte procentuale sub nivelul consemnat în perioada aprilie-iunie), exclusiv ca urmare a reducerii vitezei de creștere a componentei în monedă națională. Evoluția celei din urmă a reflectat preponderent un efect de bază (vezi subsecțiunea 2.3. *Moneda și creditul*), dar și ușoara înăsprire a condițiilor de creditare, o parte a ratelor dobânzilor, precum și a celorlalte categorii de costuri asociate împrumuturilor bancare fiind majorate ca efect al deciziilor recente de creștere a restrictivității politicii monetare. Magnitudinea acestor ajustări a fost însă relativ redusă, date fiind, pe de o parte, intervalul scurt de timp parcurs de la momentul adoptării măsurilor, și, pe de altă parte, climatul concurențial în care au continuat să opereze băncile. În plus, s-a conturat probabilitatea ca sporirea de către bănci a restrictivității condițiilor de creditare să nu antreneze pe termen scurt o temperatură semnificativă a dinamicii împrumuturilor în lei ale persoanelor fizice; astfel, această dinamică ar putea fi susținută temporar de noile credite acordate aceluia segment de debitori cărui creșterea susținută a veniturilor salariale îi permite o relativă îmbunătățire a criteriilor²⁷ de evaluare a bonității și a cărei cerere este mai puțin elastică față de ratele dobânzilor. În schimb, creditele noi în valută ale populației s-au revigorat puternic în lunile iulie-august, în condițiile în care, pe fondul competiției acerbe de pe acest segment de piață, rata medie a dobânzii aferente împrumuturilor noi în euro a scăzut aproape continuu în ultimele luni – atingând astfel niveluri similare celor de la finele anului precedent –, în pofida tendinței ascendente a ratelor dobânzilor de pe piețele internaționale; cererea de credite în valută a fost stimulată și de campaniile ample de promovare a împrumuturilor acordate în valute „netradiționale” pe piața locală (franci elvețieni, yeni), purtătoare ale unor rate de dobândă atractive.

La rândul lor, economiile la termen în lei ale populației s-au caracterizat în perioada iulie-august printr-un ritm mediu anual de creștere relativ modest (11,5, comparativ cu 19,4 la sută în perioada similară a anului trecut), dar aflat într-o ușoară

²⁷ Stabilite conform Normei BNR nr. 10/2005.

ascensiune față de trimestrul II; la relativa revigorare a acestui comportament al populației au contribuit în special sporirea mai alertă a veniturilor salariale, dar și majorările de randamente operate de unele bănci, inclusiv în contextul campaniilor promoționale prin intermediul cărora s-a vizat mobilizarea de resurse pe termene mai îndelungate. Cu toate acestea, înclinația pentru economisirea în valută s-a accentuat, soldul depozitelor în devize ale populației accelerându-și creșterea anuală în perioada iulie-august (30,5 la sută, față de 26,7 la sută în trimestrul II, exprimate în euro).

Deciziile adoptate de CA al BNR în această perioadă au avut în vedere și impactul exercitat de evoluția cursului de schimb al leului asupra condițiilor monetare, impact care a redevenit restrictiv în a doua parte a trimestrului (vezi subsecțiunea 2.2. *Cursul de schimb și fluxurile de capital*); astfel, după ce în iulie și-a încetinit deprecierea nominală față de euro, leul a consemnat ulterior o apreciere semnificativă, astfel încât pe parcursul intervalului iulie-septembrie moneda națională s-a întărit cu 0,6 la sută (comparativ cu o depreciere nominală de 1,2 la sută în trimestrul II 2006). Traiectoria raportului leu/euro a fost decisiv influențată de așteptările operatorilor și de creșterea intrărilor de capital din investiții directe și împrumuturi financiare, acțiunea acestora contracarând impactul amplificării deficitului balanței comerciale.

Spre deosebire de trimestrele precedente, preocuparea băncii centrale pentru impactul inflaționist al factorilor pe partea ofertei s-a deplasat asupra orizontului de timp mai îndepărtat al dezinflației, în condițiile în care prețurile administrate și cele volatile urmau să înregistreze în ultima parte a anului majorări modeste. Totodată, în perioada iulie-septembrie aceste prețuri au consemnat rate de creștere inferioare²⁸ celor din trimestrul precedent, precum și, parțial, nivelurilor proiectate, ele contribuind la reducerea la 5,48 la sută a ratei anuale a inflației în septembrie – nivel situat cu 1,6 puncte procentuale sub cel din luna iunie și cu un punct procentual sub valoarea proiectată (*Raportul asupra inflației* din luna august 2006). Decelerarea mai rapidă a inflației a provocat și o relativă ameliorare a anticipațiilor inflaționiste indicate de sondajele efectuate în rândul agenților economici și la nivelul pieței bancare. Aceasta a fost mai vizibilă pentru orizontul apropiat de timp, pe termen mediu tendința descendentă a inflației așteptate fiind ușor estompată.

Creșterea gradului de restrictivitate a politicii monetare s-a produs chiar de la debutul trimestrului III, licitațiile de depozite

²⁸ Cele mai semnificative ajustări s-au consemnat în această perioadă în cazul serviciilor de telefonie.

pe scadența de o lună – principalul instrument de politică monetară al BNR – fiind derulate, începând cu prima operațiune din luna iulie, la rata fixă de dobândă de 8,75 la sută (superioară cu 0,25 puncte procentuale celei utilizate anterior). Concomitent, instituțiile de credit au fost nevoite să-și ajusteze maniera de gestionare a resurselor astfel încât să se încadreze în noul nivel prevăzut al rezervelor minime obligatorii – corespunzător unei rate de 20 la sută – începând cu perioada de aplicare 23 iulie-24 august. Implementarea acestor măsuri s-a suprapus însă unui context marcat de variații sezoniere deosebit de ample ale factorilor autonomi ai lichidității. Ca urmare, ratele dobânzilor tranzacțiilor interbancare au fost deosebit de volatile în intervalul iulie-august, valorile medii zilnice stabilizându-se abia cu începere din luna septembrie pe un palier apropiat noii rate a dobânzii de politică monetară. Creșterea puternică a cererii de rezerve, dar și impactul contracționist exercitat de factorii autonomi ai lichidității au avut ca rezultată diminuarea sensibilă comparativ cu trimestrul precedent a volumului mediu zilnic de lichiditate atras de BNR, banca centrală continuând însă să absoarbă integral sumele oferite de către instituțiile de credit în cadrul licitațiilor săptămânale de depozite cu scadența de o lună.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Ratele dobânzilor pieței interbancare și-au amplificat temporar volatilitatea în trimestrul III, ele preluând cu o relativă întârziere impulsul creșterii la începutul lunii iulie a ratei dobânzii de politică monetară. Evoluția cursului de schimb a fost însă mai lină, leul reintrând începând cu jumătatea trimestrului pe un trend de apreciere nominală în raport cu euro. Lichiditatea din economie și-a accelerat ușor creșterea, în principal ca efect al prelungirii dinamicii înalte a componentei în lei a creditului neguvernamental.

2.1. Ratele dobânzilor

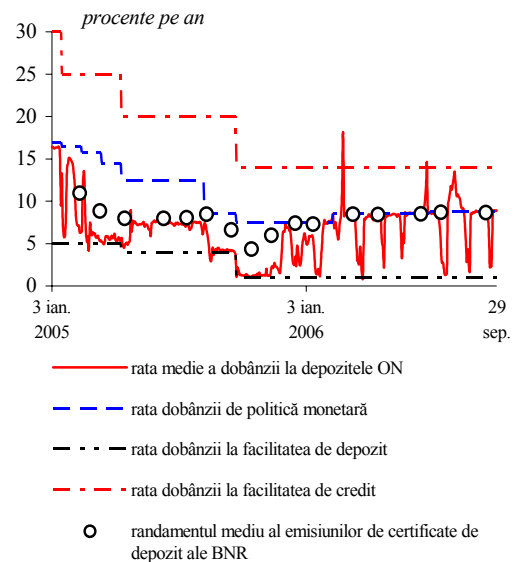
Variațiile ample ale lichidității de pe piața interbancară – generate pe de o parte de majorarea ratei RMO pentru pasivele în lei și de puternicul efect contracționist sezonier exercitat de factorii autonomi ai lichidității și, pe de altă parte, de tactica excesiv de prudentă de gestionare a rezervelor adoptată în acest context de instituțiile de credit – au imprimat o volatilitate sporită randamentelor depozitelor interbancă în prima parte a trimestrului III. Prin urmare, acestea au preluat cu o relativă întârziere impulsul creșterii la începutul lunii iulie a ratei dobânzii de politică monetară; media lor trimestrială și-a stopat astfel tendința ascendentă din prima jumătate a anului,

înregistrând chiar o diminuare de 0,3 puncte procentuale (până la 7,7 la sută).

Debutul perioadei analizate a fost marcat de o coborâre pronunțată și relativ persistentă a ratelor dobânzilor pe termen foarte scurt, în condițiile în care instituțiile de credit au adoptat pe parcursul lunii iulie o manieră extrem de prudentă de gestionare a lichidității. Băncile au preferat să mențină anticipat rezerve excedentare, atât în scopul satisfacerii nivelului majorat al RMO²⁹, cât și în vederea efectuării consistentelor plăți trimestriale către Trezorerie. Acumularea unui excedent substanțial de lichiditate a imprimat o mișcare continuu descendentă randamentelor ON, acestea atingând la finele perioadei de constituire a RMO nivelul ratei dobânzii facilității de depozit³⁰. Amplificarea peste așteptări a absorbțiilor efectuate de către Trezorerie în această lună, dar și creșterea cererii de rezerve necesare îndeplinirii nivelului prevăzut au împins și au menținut ulterior randamentele depozitelor interbancare la un nivel sensibil superior ratei dobânzii de politică monetară. Precauția manifestată în acest context de instituțiile de credit în efectuarea de plasamente la termen la BNR a avut însă ca efect restrângerea rapidă a deficitului de rezerve în a doua parte a lunii august și apariția la nivelul unor bănci a unor oferte de plasamente interbancare pe termen foarte scurt; pe acest fundal, dobânzile ON s-au reînscris pe o traiectorie abrupt descendentă, apropiindu-se din nou în ultimele zile ale perioadei de constituire a RMO de randamentul facilității de depozit³¹. Epuizarea, în luna septembrie, a efectelor șocurilor asupra lichidității din sistem și normalizarea implicită a comportamentului băncilor au indus o relativă stabilitate ratelor dobânzilor depozitelor interbancă, care s-au cantonat în această lună în proximitatea ratei dobânzii de politică monetară.

În consecință, ratele dobânzilor ON au înregistrat în intervalul analizat o creștere semnificativă a volatilității comparativ cu trimestrul precedent, cu toate că intervalul în care s-au situat valorile medii zilnice ale acestora s-a îngustat ușor (de la 2,2-14,6 la sută la 1,3-13,4 la sută); pe fondul sporirii temporare a incertitudinii asociate acestui context, ecartul mediu dintre cotațiile *bid* și *ask* pe scadențele foarte scurte s-a amplificat.

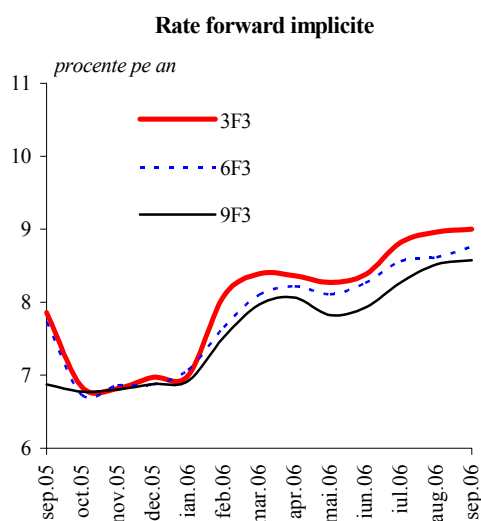
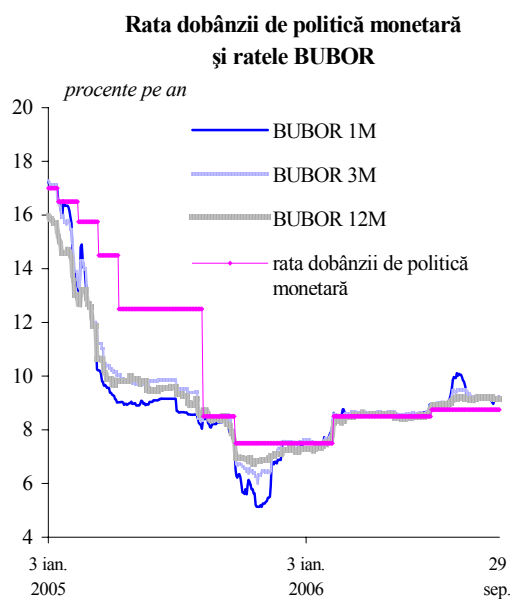
Ratele dobânzilor pe piața monetară interbancară



²⁹ Acesta a sporit cu 25 la sută începând cu perioada de aplicare 24 iulie – 23 august, ca urmare a majorării la 20 la sută a ratei RMO aferente pasivelor în lei.

³⁰ Surplusul de lichiditate rezultat a fost drenat prin intermediul facilității de depozit oferite de banca centrală, volumul sumelor astfel plasate atingând cel mai înalt nivel din ultimele șase luni.

³¹ Apelarea acestei facilități de către bănci a fost însă inferioară ca volum celei din luna iulie.



Majorarea ratei dobânzii de politică monetară a fost receptată la nivelul curbei randamentelor BUBOR (1M-12M), care și-a amplificat pasul de glisare ascendentă (valoarea medie a acestor cotații s-a plasat în septembrie cu 0,5 puncte procentuale peste cea consemnată la finele trimestrului precedent). Creșterile cele mai pronunțate s-au localizat la nivelul scadențelor lungi (+0,6 puncte procentuale în cazul ratei BUBOR 12M), relativa aplatizare a pantei descendente a curbei randamentelor sugerând modificarea anticipațiilor operatorilor în favoarea unei încetiniri a coborârii ratelor dobânzilor interbancare în următoarele 12 luni. În schimb, cotațiile pe scadențele inferioare (ON și 1W) au coborât în medie cu 0,6 puncte procentuale, această ajustare putând fi interpretată mai degrabă ca o normalizare după creșterea puternică pe care au înregistrat-o în luna iunie.

Ratele *forward* implicite (calculate pe baza cotațiilor din luna septembrie) indică la rândul lor o relativă atenuare a trendului descendent anticipat al randamentelor interbancare. Nivelul așteptat al ratei BUBOR 3M la sfârșitul acestui an este de 9,0 la sută (în scădere cu 0,2 puncte procentuale față de cel actual), acesta urmând să coboare la 8,8 la sută în martie 2007, respectiv la 8,6 la sută la jumătatea anului viitor.

Ministerul Finanțelor Publice nu a lansat nici în trimestrul III noi emisiuni de titluri de stat. Licitările de certificate de trezorerie și de obligațiuni programate a se derula în acest interval au fost anulate, în condițiile în care execuția bugetară a generat un nivel substanțial de resurse în contul general al Trezoreriei, iar volumul titlurilor de stat ajunse la scadență a fost extrem de redus (circa 29,3 milioane RON).

Ratele medii ale dobânzilor practicate de bănci pentru creditele și depozitele noi aparținând clienților nebankari au continuat să consemneze tendințe divergente, reflectând, pe de o parte, impactul măsurilor de creștere a restrictivității politicii monetare și, pe de altă parte, intensificarea concurenței pe piața bancară. Astfel, după trei luni consecutive de declin, rata medie a dobânzii aferente împrumuturilor noi a înregistrat în perioada iulie-august o ușoară creștere; evoluția a fost similară ca sens în cazul ambelor categorii de clienți, însă ajustarea a avut o amplitudine mai ridicată pe segmentul creditelor acordate companiilor. Excepția a constituit-o însă costul cu dobânda al împrumuturilor noi pe termen lung acordate populației³², care s-a plasat pe o tendință general descendentă, în condițiile în care băncile au continuat să promoveze puternic acest produs. În consecință, rata medie a dobânzii aferente creditelor noi acordate persoanelor fizice s-a plasat în luna august la un nivel

³² Acestea reprezintă peste 62 la sută din totalul creditelor noi în lei acordate populației.

de 12,97 la sută, inferior cu 0,3 puncte procentuale celui din mai. În schimb, randamentul mediu aferent depozitelor noi la termen s-a menținut mai degrabă volatil în intervalul iunie-august, manifestând schimbări de direcție relativ frecvente; la sfârșitul perioadei, el s-a situat totuși cu 0,4 puncte procentuale deasupra nivelului aferent lunii mai. Ratele dobânzilor oferite pentru plasamentele la termen au consemnat evoluții uniforme ca sens din perspectiva structurii pe sectoare, sumele depuse de companii înregistrând însă cele mai substanțiale modificări ale baremului remunerării; nivelul mediu al celui din urmă s-a majorat în august cu 0,7 puncte procentuale față de cel din luna mai, în timp ce în același interval randamentul mediu oferit pentru depozitele la termen ale persoanelor fizice s-a mărit doar ușor (0,2 puncte procentuale), atingând la finele lunii august valoarea de 6,13 la sută.

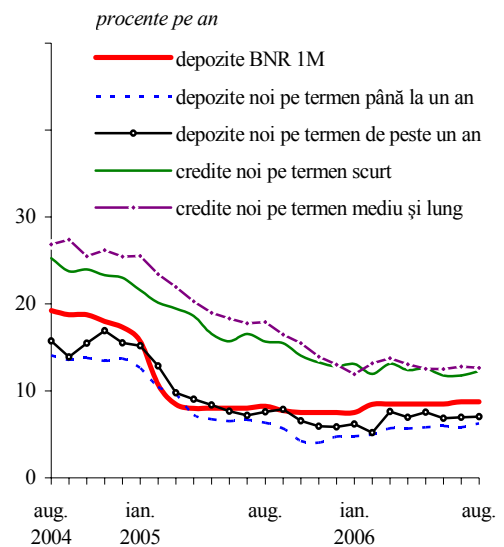
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

În trimestrul III, traiectoria cursului de schimb a înregistrat un punct de inflexiune, leul reintrând pe un trend de apreciere nominală în raport cu euro. Relativa întărire a monedei naționale s-a declanșat pe fondul ameliorării evoluției deficitului de cont curent (parțial datorată acțiunii unor factori sezonieri și conjuncturali) și a manierei de finanțare a acestuia, ea fiind puternic susținută ulterior de anticipațiile favorabile ale operatorilor valutare locali și ale investitorilor financiari nerezidenți. Pe ansamblul perioadei, cursul de schimb și-a redus semnificativ volatilitatea³³, chiar în condițiile derulării la 1 septembrie 2006 a ultimei etape de liberalizare a contului de capital, care nu a produs efecte perceptibile la nivelul pieței valutare și, implicit, al parametrilor de preț ai acesteia.

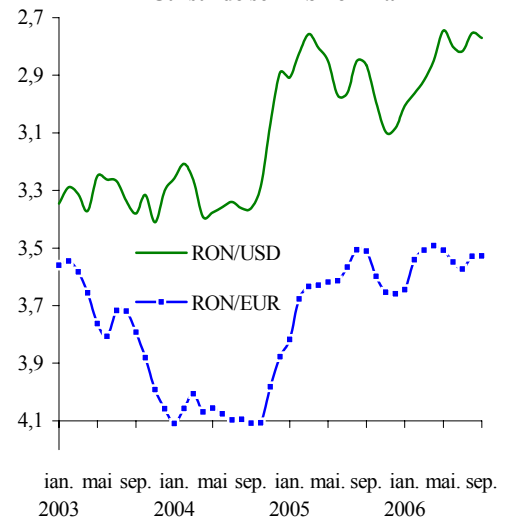
Trendul ascendent al raportului leu-euro declanșat în trimestrul anterior s-a prelungit doar până în iulie, moneda națională consemnând ulterior o întărire relativ abruptă, care s-a moderat însă spre finele perioadei; în consecință, aprecierea nominală acumulată de leu pe primele nouă luni ale anului a depășit ușor nivelul consemnat de aceasta în iunie (3,7 la sută, respectiv 6,6 la sută în termeni reali, față de euro și 11,3 la sută, respectiv 14,4 la sută în termeni reali, față de dolarul SUA). Ca variație anuală medie la nivelul celor trei luni analizate, leul a înregistrat prima depreciere nominală în raport cu euro din ultimele șapte trimestre (0,4 la sută), condiții în care trendul descendent al aprecierii în termeni reali a monedei naționale s-a prelungit (5,4 la sută); în schimb, comparativ cu dolarul SUA, leul și-a menținut tendința de întărire atât în termeni nominali, cât și în termeni reali (4 la sută și, respectiv, 10,2 la sută).

³³ Deși în acest trimestru majoritatea monedelor din regiune și-au temperat variația față de euro, cea mai redusă volatilitate a cursului de schimb a consemnat-o coroana cehă, urmată de leul românesc, zlotul polonez, coroana slovacă și forintul maghiar.

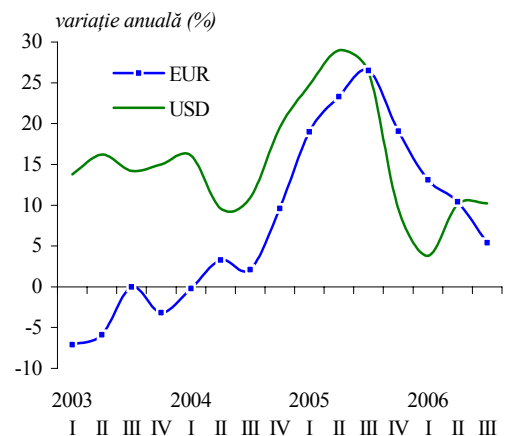
Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Cursul de schimb nominal



Evoluția în termeni reali a cursului de schimb al leului*



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

Sursa: INS, BNR

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2005 8 luni	2006 8 luni
Contul financiar	3 336	5 617
Investiții directe	2 762	4 333
rezidenți în străinătate	4	3
nerezidenți în România	2 758	4 330
Investiții de portofoliu	841	181
rezidenți în străinătate	273	91
nerezidenți în România	568	90
Alte investiții de capital	4 907	3 388
<i>din care:</i>		
pe termen mediu și lung	2 308	1 044
pe termen scurt	828	1 727
numerar și depozite pe termen scurt	735	847

În iulie, leul a continuat să se deprecieze față de euro – pentru a treia lună consecutiv – dar într-un ritm inferior celui din luna anterioară (0,7, comparativ cu 1,2 la sută în iunie). Temperarea deprecierei s-a produs în condițiile în care, deși deficitul balanței comerciale s-a adâncit, soldul negativ al contului curent³⁴ s-a restrâns substanțial (datorită evoluției favorabile a balanței veniturilor și serviciilor), iar gradul de acoperire a acestuia din urmă prin investiții directe³⁵ s-a majorat. La încetinirea deprecierei leului este posibil să fi contribuit, într-o foarte mică măsură însă, și tendința de revenire a investitorilor financiari la o atitudine mai favorabilă față de piețele emergente din regiune, inclusiv ca urmare a anticipării unei posibile întreruperi a ciclului creșterilor de rată a dobânzii operate de către FED și a sporirii ratelor dobânzilor de către majoritatea băncilor centrale din zonă.

Schimbarea de trend a cursului de schimb al leului indusă de acest context s-a accentuat în august, moneda națională înscriindu-se pe o pantă relativ alertă de apreciere în raport cu euro; acestei evoluții i s-a asociat și o temperare semnificativă a volatilității raportului leu/euro, a cărei valoare a coborât la cel mai scăzut nivel din ultimele treisprezece luni. Traectoria descendentă a cursului de schimb a fost susținută atât de așteptările operatorilor valutari, care au continuat să se amelioreze pe fondul creșterii sezoniere preconizate a remiterilor din străinătate și a veniturilor din turism –, cât și de lichiditatea valutară sporită a instituțiilor de credit; potențialele surse ale acestei creșteri de lichiditate le-au constituit investițiile directe și creditele financiare pe termen mediu și lung, dar și pe termen scurt atrase de băncile autohtone. În acest context, presiunile exercitate de deficitul record consemnat în această lună de balanța comercială au avut doar un efect de temperare a aprecierii leului, cursul mediu de schimb leu/euro scăzând față de luna iulie cu 1,3 la sută.

În luna septembrie, evoluția cursului de schimb al leului a fost semnificativ influențată de semnalele pozitive privind perspectivele economiei românești³⁶ și de așteptările favorabile ale operatorilor valutari. În aceste condiții, dar și datorită posibilei diminuări a soldului negativ al tranzacțiilor comerciale, trendul de întărire a leului în raport cu euro a continuat și în primele decade ale lunii septembrie. Confirmând creșterea gradului de

³⁴ Valoarea deficitului contului curent a fost cea mai scăzută din luna martie.

³⁵ Pe primele șapte luni, investițiile directe (inclusiv transferurile curente) au acoperit deficitul contului curent în proporție de 74,9 la sută (68,3 la sută în primele șase luni). În luna iulie, soldul net al investițiilor străine directe a atins cel mai ridicat nivel din ultimele patru luni; în consecință, în primele șapte luni ale anului, nivelul acestora a sporit cu 52 la sută comparativ cu perioada similară din anul precedent.

³⁶ La începutul lunii septembrie, agenția de evaluare financiară Standard&Poor's a îmbunătățit perspectiva ratingului de țară al României la „pozitivă”, iar așteptările optimiste privind propunerea de către Comisia Europeană a datei de 1 ianuarie 2007 pentru aderarea României la Uniunea Europeană au fost confirmate în data de 26 septembrie.

corelare a pieței valutare interne cu piețele similare din regiune, cursul de schimb al leului a receptat temporar, în ultima decadă a lunii, efectul ajustării abrupte a pozițiilor deținute de investitori pe aceste piețe³⁷, leul slăbind în intervalul 19-22 septembrie cu 1,4 procente în raport cu euro. Tendința de refacere rapidă a pozițiilor nerezidenților care s-a manifestat ulterior, inclusiv ca efect al unor măsuri neașteptat de agresive de politică monetară adoptate de unele bănci centrale din zonă, s-a propagat și asupra cursului de schimb al leului. În aceste condiții, moneda națională a recuperat din pierderea suferită, valoarea medie a cursului de schimb leu/euro plasându-se pe ansamblul lunii la nivelul înregistrat în luna august. Conform așteptărilor, efectul exercitat de finalizarea la debutul lunii septembrie a liberalizării contului de capital a fost nesemnificativ, în principal datorită cvasiabsenței titlurilor pe termen scurt, precum și a scăderii sensibile în ultimele luni a ecartului dintre ratele dobânzilor interne și cele externe.

În acest context, probabilitatea ca influența exercitată de fundamentele economice și de așteptările operatorilor valutare asupra cursului de schimb al leului să predomină este ridicată. Prin urmare, este de așteptat ca pe termen scurt efectul potențial pe care îl va exercita readâncirea deficitului de cont curent în perioada următoare să fie, cel puțin parțial, contrabalansat de impactul menținerii la o valoare ridicată a fluxurilor provenite din investiții directe și împrumuturi financiare³⁸. Avându-se în vedere însă tendința tot mai evidentă de corelare a pieței valutare interne cu cele din aceeași regiune a Europei, nu este exclusă posibilitatea ca asupra ratei de schimb a leului să se răsfrângă efectele unor posibile schimbări bruște de atitudine a investitorilor financiari vizavi de una sau mai multe piețe din zonă.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

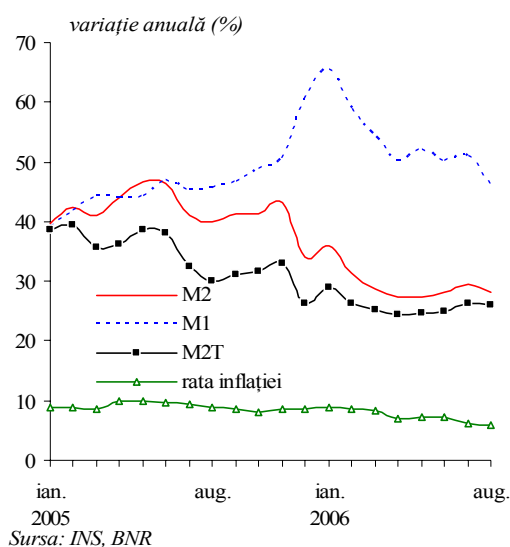
În perioada iunie-august 2006, creșterea³⁹ masei monetare (M2) a consemnat o ușoară accelerare (20,8 procente, față de 19,0 procente în perioada anterioară) care a reflectat, în principal, intensificarea activității economice din prima parte a anului și creșterea implicită a veniturilor companiilor și ale populației. Creditul neguvernamental a continuat să reprezinte principala contrapartidă generatoare de monedă, a cărei creștere s-a datorat inclusiv menținerii relativ stabile și la un nivel scăzut din perspectivă istorică a ratelor dobânzilor. La rândul său, creditul guvernamental net și-a diminuat impactul contracționist asupra

³⁷ Pe fondul apariției unor manifestări de instabilitate politică din Ungaria și Polonia și al conturării riscului încetării reformelor în aceste țări.

³⁸ În data de 6 octombrie, agenția de evaluare financiară Moody's a anunțat îmbunătățirea nivelului riscului de țară al României la categoria investițional.

³⁹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor anuale de creștere din perioada iunie-august 2006, exprimate în termeni reali.

Masa monetară și rata inflației



Ritmurile de creștere anuală a M2 și a componentelor sale

	variație procentuală în termeni reali					
	2005		2006			
	III	IV	I	II	iul.	aug.
	<i>medii lunare</i>					
M2	29,3	28,6	21,5	19,2	21,9	20,8
M1	34,0	41,4	46,9	40,8	42,1	37,3
Numerar în circulație	22,7	30,9	36,5	33,5	33,9	31,9
Depozite la vedere	47,3	53,0	57,8	48,8	50,7	42,4
Economii ale populației	19,3	15,6	9,2	8,9	11,8	11,2
Depozite la termen	55,9	50,1	35,4	28,2	24,7	21,9
Depozite în valută	50,7	37,4	19,5	15,3	16,7	18,7

lichidității din economie, în special ca urmare a dispărării efectului de bază generat de emisiunea de euroobligațiuni municipale lansată în iunie 2005⁴⁰. În schimb, activele externe nete ale sistemului bancar au continuat să-și diminueze contribuția la majorarea M2 (în special pe seama încetării creșterii plasamentelor externe ale BNR), iar indicatorul “alte active interne nete” și-a amplificat efectul contracționist exercitat asupra masei monetare. Din perspectiva componentelor M2, relativa revigorare a dinamicii acestui agregat monetar s-a datorat evoluțiilor mai pregnant ascendente ale economiilor populației și ale depozitelor la vedere ale agenților economici.

Dinamica masei monetare în sens restrâns (M1) a continuat să descrească, menținându-se însă superioară sporului relativ al componentei M2 destinate economisirii; astfel, ponderea M1 în masa monetară a atins o valoare record pentru ultimii nouă ani și jumătate (29,9 la sută, ca medie a perioadei). În același timp, viteza de creștere a cvasibanilor s-a accelerat pentru prima oară după patru trimestre, în condițiile manifestării unei ușoare tendințe de redinamizare a economiilor în lei ale populației; în schimb, dinamica depozitelor la termen a consemnat o relativă stagnare, iar cea aferentă plasamentelor în devize a scăzut. În aceste condiții, structura masei monetare s-a îmbunătățit, ponderea medie a depozitelor în valută în M2 reducându-se până la cea mai mică valoare din ultimii șapte ani și jumătate.

Depozitele totale ale populației au înregistrat o majorare sensibilă de ritm, ca urmare a ușoarei accelerări a creșterii economiilor la termen în lei și a majorării consistente a plasamentelor în valută; în schimb, ritmul de creștere a conturilor curente personale s-a diminuat. Astfel, pe ansamblul perioadei, cererea de monedă națională pentru economisire a rămas relativ modestă; dinamica anuală a economiilor populației a consemnat chiar o încetinire în luna august – după trei luni consecutive de ascensiune –, în timp ce, concomitent, rata anuală de creștere a depozitelor în valută ale persoanelor fizice a atins valoarea maximă a ultimilor patru ani. Printre factorii ce au contribuit la amplificarea depunerilor bancare ale populației în perioada analizată s-au numărat: (i) majorarea câștigurilor salariale⁴¹, (ii) creșterea ușoară a ratelor dobânzilor depozitelor persoanelor fizice, (iii) relativa majorare a remiterilor din străinătate și (iv) restrângerea constantă a plasamentelor acestui segment la Trezoreria Statului. În sens opus a acționat însă creșterea gradului de îndatorare a populației, raportul dintre depozitele totale ale populației și creditele acordate acestui segment accelerându-și scăderea.

⁴⁰ Primăria Municipiului București a lansat în iunie 2005 o emisiune de euroobligațiuni în valoare de 500 milioane euro, a cărei contravaloare a fost plasată în sistemul bancar românesc.

⁴¹ Ritmul mediu de creștere a câștigurilor salariale reale nete a fost în perioada iunie-august 2006 de 8,2 la sută (7,1 la sută în intervalul martie-mai 2006).

Dinamica depozitelor companiilor a rămas nemodificată față de perioada analizată anterior. Astfel, efectul stimulatîv exercitat de: (i) intensificarea activității economice, (ii) extinderea creditului neguvernamental, (iii) majorarea ratelor dobânzilor oferite plasamentelor acestui segment și (iv) realocarea portofoliilor financiare în defavoarea deținerii de titluri de stat a fost atenuat de impactul sporirii importurilor, persoanele juridice efectuând în acest interval cumpărări nete consistente de valută. În aceste condiții, deși depozitele la vedere ale acestui segment au consemnat o sporire a ratei anuale de creștere, dinamica plasamentelor la termen⁴² a rămas relativ constantă; în schimb, depozitele în valută ale companiilor și-au înjumătățit ritmul anual de creștere, inclusiv ca urmare a efectului de bază exercitat de operațiunile de privatizare derulate în luna iunie 2005⁴³, acestea imprimând la momentul respectiv o creștere anuală record plasamentelor în devize ale companiilor.

Creditul neguvernamental

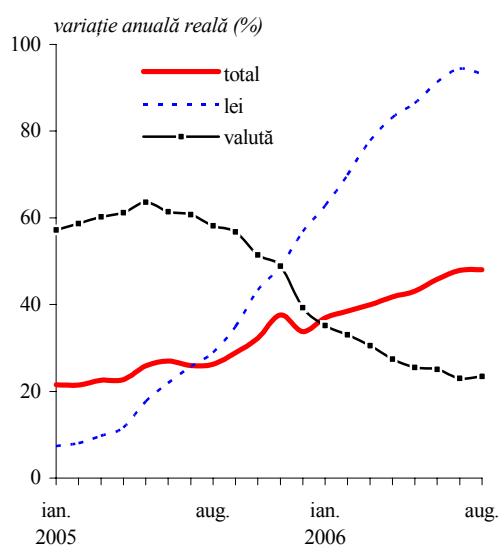
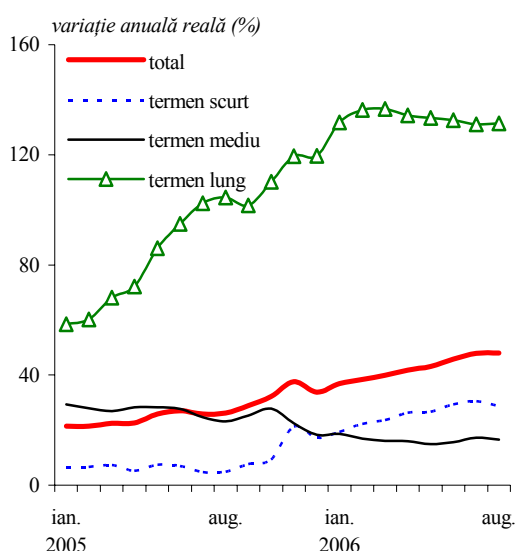
În perioada iunie-august 2006, evoluția creditului neguvernamental a continuat să se caracterizeze printr-o creștere susținută – ritmul⁴⁴ acesteia (47,2 la sută) atingând cea mai înaltă valoare din ultimii doi ani și jumătate – în condițiile menținerii traiectoriilor opuse ale variației creditului în lei (record absolut) și, respectiv a celui în valută (minima ultimilor trei ani). Totuși, la finele intervalului, rata anuală de creștere a creditului neguvernamental și-a stopat ascensiunea ca urmare a reducerii dinamicii componente în lei (pentru prima oară în ultimele nouăsprezece luni); în schimb, în aceeași lună, viteza anuală de creștere a împrumuturilor în valută a înregistrat o ușoară majorare (în premieră pentru ultimele cincisprezece luni). Din perspectiva structurii pe clienți, evoluția din luna august 2006 a reflectat, pe de o parte, reducerea ritmului de creștere anuală a creditelor populației (în principal ca urmare a unui efect de bază determinat de restricțiile asupra creditării populației impuse de BNR începând cu luna septembrie 2005) și, pe de altă parte, relativa staționare a dinamicii împrumuturilor agenților economici.

Principalii stimuli ai ofertei de credite au continuat să fie așteptările favorabile ale băncilor privind situația financiară a clienților, riscul tot mai scăzut de selecție adversă, concurența tot mai intensă în sistemul bancar, precum și resursele în

⁴² Includ și depozitele condiționate, certificatele de depozit și obligațiunile emise.

⁴³ Conform comunicatului de presă al Ministerului Economiei și Comerțului, în luna iunie 2005 s-au obținut din privatizarea societății "Distrigaz Nord" 178 milioane euro pentru majorarea capitalului social și 125 milioane euro ca echivalent al pachetului de acțiuni.

⁴⁴ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor anuale de creștere din perioada iunie-august 2006, exprimate în termeni reali.

Creditul neguvernamental pe monede**Creditul neguvernamental pe scadențe**

creștere atrase de pe piețele internaționale de către instituțiile de credit. În plus, pentru a-și spori oferta de împrumuturi în devize – în contextul restricțiilor impuse de BNR în anul precedent – o parte din instituțiile de credit de pe piața internă au continuat să recurgă la majorări de capital, în principal pe seama infuziilor efectuate de băncile-mamă⁴⁵. La rândul ei, cererea de credite a fost impulsionată de menținerea accesibilității împrumuturilor, de intensificarea activității economice – îndeosebi în sectoarele comerț cu amănuntul și industrie – și de continuarea ameliorării percepției clienților privind evoluția viitoare a veniturilor proprii. Un efect de relativă temperare a cererii de credite (în special a celei în devize) este posibil să-l fi exercitat accesul sporit al rezidenților la finanțarea externă.

Structura pe monede a creditelor a continuat să se îmbunătățească, ponderea medie în total a creditelor în valută atingând valoarea minimă a ultimilor nouă ani și jumătate. Temperarea finanțării în devize din perioada analizată a fost însă și rezultatul amplificării practicii de transferare de împrumuturi din bilanțul unor instituții de credit în cel al unor bănci nerezidente, care a avut ca scop evitarea constrângerilor impuse de normele privind creditarea în devize adoptate de BNR în anul precedent.

Mișcarea ascendentă înregistrată de dinamica creditului neguvernamental pe ansamblul perioadei analizate a reflectat evoluțiile de același sens consemnate la nivelul ambelor categorii de clienți. În cazul populației, cea mai mare viteză de creștere a continuat să fie înregistrată de împrumuturile în lei pe termen lung, acestea ajungând astfel să dețină cea mai mare pondere în totalul creditelor acordate acestui segment de clienți. Totuși, dinamica acestei componente a avut de-a lungul perioadei o tendință de reducere, care a fost compensată de ascensiunea ritmului de creștere a creditului în lei pe termen scurt. Și în cazul companiilor rata de creștere a creditelor în lei pe termen lung a rămas cea mai înaltă, cu toate că, față de intervalul precedent, ea a înregistrat o temperare în favoarea creditelor în moneda națională cu scadența de maximum cinci ani.

⁴⁵ Conform datelor din balanța de plăți, în perioada iunie-august 2006, investițiile directe nete ale nerezidenților în sectorul bancar au reprezentat aproape 80 la sută din fluxul total de capital, comparativ cu doar 54 la sută în primele cinci luni ale anului.

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției plasează rata anuală a inflației la sfârșitul anului 2006 la 4,7 la sută, în apropierea țintei centrale. Revizuirea în jos cu circa 1,4 puncte procentuale a proiecției din luna august (6,1 la sută) se datorează în principal șocului favorabil, remarcabil prin magnitudine, datorat dinamicii prețurilor mărfurilor alimentare, în cadrul cărora grupa prețurilor volatile a înregistrat o puternică deflație (-12 la sută) în cursul trimestrului III.

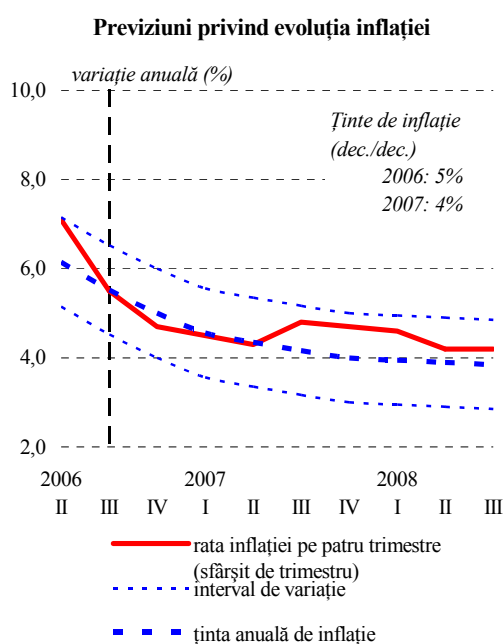
Proiecția prevede că accelerarea semnificativă a dezinflației în cursul anului 2006 va conduce la scăderea anticipațiilor inflaționiste comparativ cu prognoza precedentă. Această dinamică a anticipațiilor va contribui la menținerea inflației în cursul primelor trei trimestre din 2007 sub traiectoria proiectată anterior. La finele anului 2007 și în prima jumătate a anului 2008 rata proiectată a inflației va înregistra însă valori superioare celor din prognoza trecută, sub influența unor factori adversi. Aceștia includ: presiuni inițiale mai mari și mai durabile decât cele proiectate anterior din partea excesului de cerere, un impact inflaționist mai puternic al ajustărilor prețurilor administrate, precum și al creșterii accizelor la produsele din tutun (în anul 2008).

Evitarea inversării dezinflației pe intervalul de prognoză impune contracararea efectului nefavorabil al factorilor menționați prin eliminarea excedentului de cerere și inducerea unui deficit temporar de cerere cu începere din a doua jumătate a anului 2007. Conform proiecției, menținerea acestui echilibru implică păstrarea unei conduite restrictive a politicii monetare pe întreaga perioadă de referință. Caracterul restrictiv al condițiilor monetare va fi dat atât de nivelurile semnificativ pozitive în termeni reali ale ratelor dobânzilor, cât și de continuarea tendinței de apreciere în termeni reali a monedei naționale.

Principalele riscuri a căror materializare ar putea abate traiectoria inflației de la cea proiectată sunt generate de incertitudini substanțiale referitoare la: conduita viitoare a politicilor de venituri și fiscală (riscurile putând fi semnificativ amplificate în eventualitatea organizării de alegeri anticipate), nivelul critic al deficitului de cont curent dincolo de care o susținere insuficientă din partea influxurilor de capital generate de investitorii nerezidenți ar determina presiuni de depreciere a monedei naționale, calendarul și efectele directe și propagate ale ajustărilor de prețuri administrate și de impozite indirecte cu impact semnificativ la nivelul inflației, variația prețurilor internaționale ale țițeiului și gazelor naturale și modul de reflectare a acestora în prețurile combustibililor și energiei, șocuri ce pot afecta prețurile puternic volatile ale unor mărfuri alimentare.

1. Scenariul de bază al proiecției

1.1. Proiecția inflației



Notă: Lățimea intervalului de variație este de ± 1 puncte procentuale.

Creșterea anuală a prețurilor de consum este proiectată, conform scenariului de bază, să se mențină în intervalul de variație al țintei pe întregul orizont de prognoză, urmând a atinge 4,7 la sută atât la sfârșitul acestui an, cât și la sfârșitul anului 2007. Accelerarea temporară a inflației din trimestrul III 2007 se datorează bazei de comparație mai mici induse de scăderea prețurilor volatile ale produselor alimentare din trimestrul similar al anului curent, în condițiile în care ipoteza de lucru utilizată pentru 2007 este cea a unui an agricol mediu.

Tablel nr. 5.1. Rata anuală a inflației (sfârșitul perioadei)

Perioada	T4 2006	T1 2007	T2 2007	T3 2007	T4 2007	T1 2008	T2 2008	T3 2008
Țintă	5,0				4,0			
Proiectată	4,7	4,5	4,3	4,8	4,7	4,6	4,2	4,2

Rata prognozată a inflației pentru sfârșitul anului 2006 se situează cu circa 1,4 puncte procentuale sub nivelul anticipat în *Raportul asupra inflației* din luna august. Această diferență se datorează în principal discrepăței dintre rata inflației prognozate⁴⁶ pentru trimestrul III 2006 și rata inflației calculată de INS pentru aceeași perioadă. Nivelul scăzut al acesteia din urmă s-a datorat în mare măsură dinamicii sub așteptări a prețurilor mărfurilor alimentare, în special a celor incluse în categoria prețurilor volatile (pentru legume, fructe și ouă). Astfel, dacă evoluția acestora din urmă în perioada iulie-septembrie ar fi putut fi anticipată cu exactitate la data elaborării proiecției anterioare, inflația prognozată în *Raportul asupra inflației* din luna august ar fi trebuit să fie cu aproximativ 0,8 puncte procentuale mai mică.

Scăderea inflației aproape de nivelul țintei din acest an va contribui, cel puțin temporar, la coborârea mai rapidă a anticipațiilor inflaționiste comparativ cu proiecția anterioară. Cu toate acestea, prognoza pentru sfârșitul anului 2007 și pentru trimestrele I-III ale anului 2008 este superioară din cauza manifestării unor surse suplimentare de amplificare a inflației. Printre acestea se numără:

- accelerarea ritmului creșterii economice în trimestrul II al acestui an, ceea ce determină, chiar în condițiile revizuirii tendinței de creștere a PIB potențial, proiectarea unei deviații PIB relativ mai mari pentru trimestrele III și IV 2006;

⁴⁶ La elaborarea prognozei prezentate în *Raportul asupra inflației* din luna august, cele mai recente date disponibile au fost cele din luna iunie.

- alocarea unor sume considerabile din bugetul de stat pentru creșteri de salarii și de pensii pentru orizontul de proiecție;
- previzionarea unor creșteri mai mari ale prețurilor administrate față de cele anticipate în raportul anterior;
- majorarea mai consistentă a accizelor la produsele din tutun în anul 2008.

Inflația anuală CORE2 prognozată pentru sfârșitul anului 2006 este inferioară celei din proiecția anterioară datorită, în primul rând, accelerării procesului de dezinflație în trimestrul III. Alături de efectul prudenței politicilor monetară și fiscală, deflația înregistrată de prețurile produselor alimentare incluse în acest indice – altele decât legume, fructe și ouă – reprezintă principalul factor de diferențiere în acest sens. Pe ansamblul intervalului de proiecție, rata inflației CORE2 se va înscrie pe o traiectorie asemănătoare cu cea a deviației PIB de la nivelul său potențial, menținând o pantă descendentă până la jumătatea anului 2008, când se preconizează înregistrarea unui deficit maxim de cerere. În trimestrul III 2008, inflația CORE2 este proiectată să se accelereze temporar în urma majorării mai însemnate prevăzute a accizelor la produsele din tutun.

Reducerea deviației PIB de la nivelul pozitiv prognozat pentru trimestrul IV 2006 se va derula, conform proiecției, sub impulsul unor rate reale ale dobânzilor de o restrictivitate sporită, al continuării tendinței de apreciere în termeni reali a leului, al măsurilor administrative de moderare a dinamicii creditului neguvernamental, precum și al efectului restrictiv exercitat temporar de surplusurile bugetare anticipate pentru primele trei trimestre ale anului 2007. Deviația preconizată a PIB se plasează totuși pe o traiectorie superioară comparativ cu proiecția anterioară, aceasta datorându-se, pe de o parte, unei accelerări mai puternice a creșterii economice comparativ cu cea a creșterii PIB potențial în cursul anului 2006, iar pe de altă parte conturării unei politici fiscale mai expansioniste pe ansamblul anului 2007.

Se anticipează că cele mai importante impulsuri inflaționiste cu caracter exogen vor proveni de la componenta de prețuri administrate care, conform scenariului actual, va înregistra pe întreg orizontul prognozei creșteri anuale superioare celor din proiecția anterioară. Cele mai semnificative puseuri inflaționiste provin din ajustările prețurilor la energie, fiind cauzate, pe de o parte, de continuarea procesului de aliniere a prețurilor gazelor naturale din producția internă la cele din import, iar pe de altă parte, de înregistrarea unor costuri investiționale importante de modernizare în domeniul termoficării și al distribuției energiei electrice.

În pofida unor creșteri prognozate pentru perioada noiembrie-decembrie, prețurile volatile ale produselor alimentare vor înregistra cel mai probabil o deflație pe ansamblul anului 2006. În ipoteza unor ani agricoli medii, inflația prețurilor la legume, fructe și ouă se va relua, conform scenariului de bază, în următorii 2 ani, nivelurile lunare prognozate fiind ușor inferioare celor din ciclul anterior de proiecție. Totuși, așa cum arată și experiența anului curent, incertitudinile legate de evoluția acestor prețuri rămân relativ ridicate, putând afecta predictibilitatea procesului de dezinflație.

Proiecția prevede o contribuție favorabilă dezinflației din partea dinamicii prețurilor la combustibili și a prețurilor de import. Astfel, pe baza ipotezei privind menținerea unui preț constant al petrolului la nivelul mediu din trimestrul III 2006 (65,6 dolari/baril, preț Brent), coroborată cu evoluția anticipată a cursului de schimb al leului față de euro și de dolar, scenariul principal indică o creștere moderată a prețurilor la combustibili, cu un impact dezinflaționist mai puternic în anul 2007. Volatilitatea ridicată a prețului petrolului sugerează însă persistența unor riscuri ridicate, impunând adoptarea unei atitudini prudente în calibrarea politicii monetare. Pentru inflația din zona euro, prognozele analiștilor chestionați de *Consensus Forecasts* au fost revizuite în sens ascendent. Impactul anticipat asupra prețurilor de import este însă unul moderat, ținând cont de magnitudinea redusă a acestor revizuri și de influența compensatoare a menținerii cursului leului pe o traiectorie de apreciere reală.

1.2. Presiuni exogene asupra inflației

Scenariul utilizat la proiecția anterioară pentru evoluția viitoare a prețurilor administrate a fost actualizat cu cele mai recente informații furnizate de reprezentanții autorităților de reglementare în domeniu. Pornind de la acestea, se anticipează o creștere anuală a prețurilor administrate de 9,3 la sută (față de 7,4 la sută în proiecția anterioară) pentru anul 2006, de 7,4 la sută (comparativ cu 7,1 la sută) pentru 2007 și de 6,7 la sută (față de 6 la sută) în 2008. Revizuirile față de vechiul scenariu sunt cauzate de modificarea magnitudinii și a distribuției trimestriale a ajustărilor de prețuri la energie. Pentru trimestrul IV 2006, diferența de 3,23 puncte procentuale dintre ratele de creștere ale prețurilor administrate aferente scenariilor utilizate în proiecțiile din august și noiembrie 2006 este determinată în principal de:

- translatarea din ianuarie 2007 în noiembrie 2006 a unei părți din corecția prevăzută anterior în cadrul calendarului de ajustare a prețului gazelor naturale (8,5 la sută). În aceste condiții, ritmul anual de creștere (decembrie/decembrie) s-a modificat de la 23,2 la 33,5 la sută, contribuția la rata inflației majorându-se de la 0,61 la 0,89 puncte procentuale;

- devansarea din ianuarie 2007 în decembrie 2006 a majorării anunțate pentru prețul energiei electrice (4,72 la sută). Ca urmare, variația anuală (decembrie/decembrie) a crescut de la 1,91 la 6,72 la sută, contribuția la rata inflației urcând de la 0,1 la 0,35 puncte procentuale;
- majorarea neanticipată a abonamentelor Romtelecom în luna august cu 8,6 la sută. Astfel, ritmul anual de creștere (decembrie/decembrie) s-a ridicat la 6,62 la sută (de la -0,74 la sută anterior), contribuția la rata inflației ajungând la 0,21 puncte procentuale (de la -0,02 puncte procentuale).

Dacă noul scenariu privind prețul gazelor naturale presupune în esență reprogramarea unor creșteri din anul 2007 pentru ultimele luni ale anului curent, în cazul prețurilor energiei electrice și ale energiei termice s-au operat în plus revizuirii în sens ascendent ale dinamicii anuale⁴⁷. Majorările suplimentare ale prețului energiei electrice sunt determinate de luarea în calcul a unor creșteri ale costurilor cu amortizarea investițiilor preconizate de companiile de distribuție privatizate. Variațiile mai mari prognozate pentru prețurile la energia termică sunt motivate de asemenea de derularea unor lucrări de reabilitare a centralelor termice și a rețelelor de distribuție.

Tabelul nr. 5.2. Scenariul privind evoluția prețurilor administrate (procente)

	Gaze naturale			Energie termică			Energie electrică		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Scenariul anterior	23,2	23,4	17,9	5,0	5,0	5,0	1,9	5,6	5,6
Scenariul curent	33,5	10,3	17,9	6,0	10,0	8,0	6,7	7,1	7,1

Evoluția anticipată a **prețurilor legumelor, fructelor și ouălor** (LFO) se înscrie pe o traiectorie mai favorabilă decât în proiecția anterioară, în special la nivelul anului curent. Chiar dacă pentru următoarele 2 luni se așteaptă creșteri la această categorie de prețuri, se consideră că prețurile volatile ale mărfurilor alimentare vor înregistra o deflație pe ansamblul anului (decembrie/decembrie), în urma evoluțiilor descendente predominante (prețurile LFO au crescut doar în două din cele zece luni din 2006 pentru care există date disponibile). Perspectivele pentru anul viitor indică, în condiții meteorologice normale, o inversare de tendință a prețurilor LFO, fără însă ca aceasta să genereze presiuni inflaționiste substanțiale, inflația anuală prognozată la acest indicator situându-se în apropierea celei prognozate pentru inflația totală. În anul 2008 prețurile volatile ale produselor alimentare ar urma să înregistreze în termeni anuali doar o

⁴⁷ Majorările de prețuri la energia electrică și termică agregate pentru anii 2006, 2007 și 2008 sunt de 22,4 la sută (față de 13,6 la sută în proiecția anterioară), respectiv de 25,9 la sută (față de 15,8 la sută).

creștere moderată, după epuizarea completă a efectului de bază al deflației din 2006.

Similar ipotezelor din proiecția anterioară, prețul petrolului a fost considerat constant pe întregul orizont de prognoză, pornind de la nivelul său mediu înregistrat în trimestrul III. Pentru anii 2006 și 2007, scenariul de bază proiectează o dinamică a **prețului combustibililor** asemănătoare celei din proiecția anterioară. În anul 2008, prognoza unui curs real mai scăzut decât în raportul precedent face ca proiecția inflației combustibililor să fie relativ mai redusă⁴⁸.

Față de proiecția aferentă *Raportului asupra inflației* publicat în luna august, în exercițiul curent s-au făcut o serie de reevaluări cu privire la impactul **majorărilor de accize asupra prețurilor la țigarete și produse din tutun**. Aceste reevaluări au fost cauzate de:

- evidența recentă a unui impact eșalonat al majorării accizelor (căroră li se asimilează aici și taxa pe viciu) asupra indicelui de prețuri la tutun și țigarete comunicat de INS;
- luarea în calcul a modificărilor de accize până în anul 2010 (față de 2007 în proiecția anterioară), când se consideră că acciza totală trebuie să fie aliniată la nivelul de 64 de euro/1 000 de țigarete stipulat prin directivele Comisiei Europene⁴⁹.

În ciuda devansării calendarului de aliniere a accizelor la produse din tutun în anul 2006, restul modificărilor de acciză necesare (de la 29,31 euro/1 000 de țigarete în prezent la 64 euro/1 000 de țigarete) au fost eșalonate conform majorărilor prevăzute de către Ministerul Finanțelor Publice pentru perioada 2007-2010. Conform acestui calendar, cele mai mari creșteri de preț induse de ajustarea fiscalității aferente produselor din tutun ar urma să aibă loc în 2008 și 2009⁵⁰. Având în vedere experiența anului curent, efectele fiecărei ajustări de acciză asupra prețurilor sunt distribuite în proiecție pe mai multe luni,

⁴⁸ Proiecția curentă încorporează de asemenea creșteri de prețuri la combustibili datorate majorării accizelor la benzina cu plumb și la motorină în 2007 și, respectiv, 2008. Impactul inflaționist al acestora este considerat însă a fi unul nesemnificativ.

⁴⁹ Directiva nr. 59/1995 completată ulterior cu Directiva nr. 10/2002.

⁵⁰ Ultima majorare de acciză trebuie să permită atingerea nivelului minim de 64 euro/1 000 de țigarete, stabilit prin directivele comunitare, până cel târziu la 1 ianuarie 2010. Astfel, diferența de la nivelul accizei totale de 51,20 euro/1 000 de țigarete, prevăzut a se atinge la 1 iulie 2009, ar urma să fie acoperită printr-o majorare care să intre în vigoare fie în cursul trimestrului IV 2009, fie chiar la 1 ianuarie 2010. În scenariul de bază s-a considerat mai plauzibilă ultima dintre cele două variante, astfel încât impactul statistic al măsurii s-ar răsfrânge asupra inflației din anul 2010.

înainte și după data efectivă a adoptării măsurii. Impactul direct al acestor ajustări este proiectat a se transmite în proporție subunitară prețurilor, similar efectelor consemnate în perioada aprilie-septembrie 2006 și având în vedere și probabilitatea creșterii elasticității cererii pentru aceste produse față de preț pe măsura majorării acestuia.

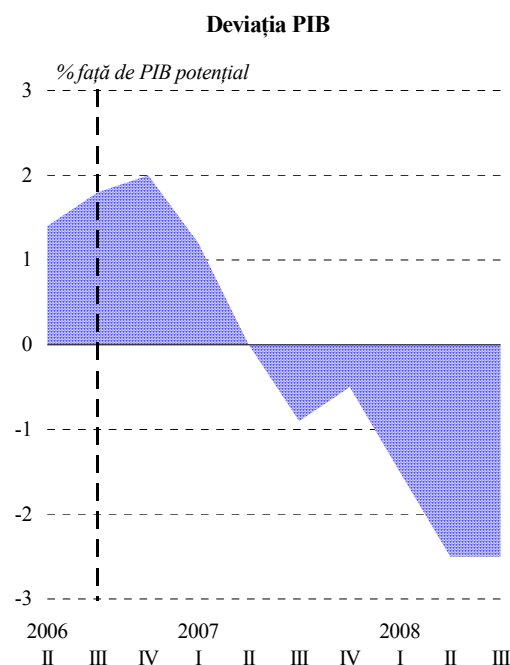
Față de raportul anterior, inflația prognozată în zona euro se situează la niveluri ușor superioare, acționând pe întregul interval al proiecției în sensul creșterii prețurilor de import. Analiștii chestionați de *Consensus Forecasts* în luna septembrie au indicat, față de ediția de acum trei luni, o inflație cu circa 0,1 puncte procentuale mai mare la sfârșitul anului 2006 și al anului 2007. Conform evaluărilor specialiștilor Băncii Centrale Europene prezentate în cel mai recent Buletin lunar⁵¹, sporirea presiunilor inflaționiste din perioada curentă și din perioadele de prognoză se datorează: scumpirii materiilor prime, în special a produselor energetice, unor ajustări de prețuri administrate și de impozite indirecte, volatilității mai ridicate a prețurilor produselor alimentare neprocesate și, nu în ultimul rând, unor presiuni salariale în creștere.

1.3. Presiuni din partea cererii agregate

1.3.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

Datele statistice publicate indică pentru trimestrul II 2006 un ritm de creștere a PIB real semnificativ superior celui prognozat. Studiile elaborate în cadrul BNR sugerează că accelerarea recentă a creșterii economice nu generează o intensificare în aceeași măsură a excesului de cerere, fiind însoțită de o accelerare temporară a creșterii PIB potențial⁵². Având în vedere întârzierile inerente mecanismului de transmisie al politicii monetare, excesul de cerere reflectă în principal efectul cumulat al evoluțiilor ratelor dobânzilor băncilor comerciale și cursului de schimb din trimestrele precedente. Evaluarea impactului evoluțiilor ratelor dobânzilor și cursului de schimb din trecut se menține neschimbată față de rundele anterioare de prognoză. Ca urmare, estimarea valorii excesului de cerere aferentă trimestrului II nu este revizuită față de cea folosită în prognoza din august 2006.

Ritmul de creștere economică anticipat pentru trimestrul III⁵³ se menține la un nivel ridicat, apropiat de cele înregistrate în primul semestru al anului. Conform evaluărilor, excesul de cerere înregistrează o creștere moderată față de trimestrul



⁵¹ ECB Monthly Bulletin No. 10/Oct. 2006.

⁵² Vezi Caseta explicativă privind "Ritmul de creștere al PIB potențial", pag. 47.

⁵³ Datele privind PIB real sunt ajustate sezonier.

anterior, contribuind la menținerea pe termen scurt a presiunilor inflaționiste din partea cererii agregate.

Din perspectiva componentelor PIB real, pentru trimestrul III 2006 se estimează menținerea consumului final peste tendința din ultimii ani, în principal datorită dinamicii ridicate a consumului final efectiv al populației din ultimele trimestre. Această dinamică este susținută de creșterea venitului real disponibil al populației, care, la rândul său, este favorizată de condițiile de pe piața muncii, reflectate în devansarea nivelelor medii anterioare atât în cazul numărului de salariați din economie, cât și ale salariului net real. Impactul stimulativ asupra cererii agregate este susținut și de majorarea rapidă a creditului pe termen scurt și mediu acordat populației. În plus, pentru primele două luni ale trimestrului III se menține ritmul alert al volumului cifrei de afaceri pentru comerțul cu amănuntul. Pe de altă parte, excedentul bugetar de 1,7 la sută din PIB înregistrat în primele 9 luni ale anului⁵⁴ a acționat, *ceteris paribus*, în sensul reducerii presiunilor inflaționiste provenite din partea cererii agregate.

Se apreciază că formarea brută de capital fix se situează în trimestrul III peste tendința pe termen mediu, fiind alimentată, printre altele, de condițiile favorabile de creditare pentru agenții economici. Menținerea ritmurilor ridicate de creștere a formării brute de capital fix este sugerată și de dinamica accelerată a disponibilităților la vedere ale agenților economici, precum și de majorarea ușoară a ponderii bunurilor de capital în totalul importurilor.

Importurile continuă să înregistreze ritmuri alerte de creștere, susținute de condițiile favorabile creșterii venitului disponibil existente pe piața muncii și de majorarea rapidă a creditului neguvernamental. În același timp, are loc și o intensificare a ritmului de creștere a exporturilor, dar acestea se situează în continuare la niveluri scăzute în raport cu tendința din ultimii ani. Exportul net acționează așadar în sensul reducerii excesului de cerere și, implicit, al temperării presiunilor inflaționiste.

⁵⁴ Conform datelor publicate de Ministerul Finanțelor Publice.

Casetă explicativă

Ritmul de creștere al PIB potențial

Produsul intern brut (PIB) potențial este definit, conform Casetei explicative 2 din Raportul asupra inflației din august 2005, ca fiind nivelul PIB care nu generează presiuni asupra inflației. Excesul de cerere, respectiv diferența dintre PIB efectiv realizat și PIB potențial, este generator de presiuni inflaționiste deoarece, în final, răspunsul ofertei agregate se materializează în parte prin creșteri efective de producție și în parte prin creșteri ale nivelului agregat al prețurilor.

Reprezentând măsura excesului de cerere din economie, deviația PIB de la nivelul potențial este relevantă pentru stabilirea conduitei politicii monetare. Pe parcursul orizontului de prognoză politica monetară urmărește să direcționeze inflația către ținta stabilită, prin gestionarea cererii agregate. În plus, proiecțiile referitoare la nivelul PIB pe parcursul orizontului de prognoză se realizează pe baza deviației PIB rezultate din proiecție și a nivelului PIB potențial pe termen mediu.

Caracteristicile conceptului de PIB potențial diferă în funcție de orizontul de timp considerat. Pe termen lung, PIB potențial este determinat de caracteristicile instituționale și structurale din economie, respectiv factori demografici ce afectează forța de muncă, procesul investițional, productivitatea totală a factorilor de producție etc. Această interpretare corespunde valorii de echilibru pe termen lung (*steady-state*) a ratei de creștere a economiei din modelele neoclasice. Modificările acestei valori se produc de regulă pe perioade de timp relativ îndelungate și numai ca urmare a schimbărilor semnificative și de durată ale condițiilor fundamentale ale economiei.

Pe termen mediu, ritmul de creștere a PIB potențial se poate abate de la valoarea sa de echilibru pe termen lung, către care tinde să revină după epuizarea efectelor unor factori cu acțiune temporară. Printre factorii care afectează pe termen mediu variația ritmului de creștere a PIB potențial se numără influxurile de investiții străine directe (incluzând, în cazul României, pe cele generate de fondurile structurale care vor fi acordate de către Uniunea Europeană începând din anul 2007), migrația temporară a forței de muncă, variația potențialului agriculturii sub influența factorilor climatici⁵⁵.

PIB potențial nu este direct observabil din datele referitoare la PIB real efectiv. Determinarea sa este o problemă dificilă în orice economie, cu atât mai mult în cele emergente, aflate într-un proces accelerat de transformare structurală. Ea se realizează indirect, pe baza unor informații oferite de evoluția unor variabile macroeconomice observabile: inflație, rata dobânzii, cursul de schimb, rata șomajului etc. Ca urmare, orice estimare a PIB potențial este însoțită de o anumită incertitudine. Aceasta afectează cel mai puternic perioadele recente, pentru care se pot obține estimări mai precise abia după revizuirea datelor statistice publicate inițial privind PIB efectiv și prin încorporarea noilor informații apărute în timp. În plus, pentru măsurarea PIB potențial în România există dificultăți specifice, care sporesc incertitudinile: eșantionul redus de date disponibile se referă la o perioadă cu modificări structurale frecvente și de naturi diferite și care nu cuprinde un ciclu economic integral.

Pentru măsurarea PIB potențial în România, în cadrul BNR au fost realizate estimări utilizând mai multe metode (funcție de producție, filtre cu componente neobservabile, autoregresie vectorială structurală)⁵⁶. Rezultatele obținute indică accelerarea ritmului de creștere a PIB potențial anual din anul 2000 până în prezent. În perioada 2003-trimestrul II 2006, estimările plasează ritmul de creștere al PIB potențial în intervalul 5,5-6,4 la sută pe an. Aceste rezultate sugerează pentru anii 2006-2008 menținerea ritmului de creștere al PIB potențial la valori aflate în jurul cifrei de 6 la sută.

⁵⁵ Inflația CORE2, considerată componenta inflației IPC care răspunde direct excesului de cerere, este definită excluzând prețurile alimentare volatile – legume și fructe proaspete, ouă (vezi Casetă 1 din Raportul asupra inflației, august 2005).

⁵⁶ Studiul cu privire la estimarea PIB potențial în România este în curs de publicare în seria de Caiete de studii ale BNR.

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

În trimestrul III moneda națională s-a depreciat atât în termeni nominali, cât și reali față de nivelurile medii înregistrate în trimestrul anterior. Deprecierea nominală semnificativă, dar de scurtă durată, care a avut loc la sfârșitul trimestrului anterior ca urmare a scăderii temporare a interesului investitorilor străini față de țările emergente, a avut efectul cel mai puternic asupra cursului mediu în trimestrul III. Astfel, deși pe parcursul trimestrului III cursul de schimb a scăzut, nivelul mediu al acestuia s-a menținut deasupra celui din trimestrul anterior.

Deprecierea în termeni reali din acest trimestru a dus la diminuarea efectului restrictiv manifestat de cursul de schimb asupra activității economice, prin intermediul canalului exportului net. Pe de altă parte, prin efectele de avuție și de bilanț⁵⁷, deprecierea monedei naționale determină creșterea costului în lei al creditelor în valută, evoluția cursului de schimb contribuind prin acest canal la temperarea cererii agregate în perioada următoare. Efectul cumulat al cursului real prin cele două canale este restrictiv și se manifestă în sensul comprimării presiunilor inflaționiste viitoare venite din partea cererii. Evoluția cursului de schimb al monedei naționale influențează formarea prețurilor interne și în mod direct, prin intermediul prețurilor de import, deprecierea nominală acționând în sensul creșterii inflației.

Pe termen mediu, cursul de schimb fluctuează în jurul unei traiectorii determinate de factori fundamentali (diferențialul de productivitate față de principalii parteneri externi, intrările de capital pe termen mediu și lung). În condițiile convergenței reale către economia zonei euro, în România se manifestă o tendință normală de apreciere a monedei naționale cu precădere în termeni reali. În ceea ce privește efectele ultimei etape de liberalizare a contului de capital, încheiată în luna septembrie 2006, nu au fost resimțite până în prezent influențe semnificative asupra pieței valutare.

Pentru a contracara presiunile inflaționiste și a aduce inflația la țintă în orizontul de prognoză, BNR a majorat rata de politică monetară în trimestrul III⁵⁸ cu 0,25 puncte procentuale, până la nivelul de 8,75 la sută, și a continuat să sterilizeze substanțial excesul de lichiditate din sistem. Pe fondul acestor măsuri, rata dobânzii de politică monetară și politica de gestionare a

⁵⁷ Vezi Caseta explicativă privind efectul de avuție și de bilanț din *Raportul asupra inflației, noiembrie 2005*.

⁵⁸ Decizia de majorare a ratei dobânzii de politică monetară a fost luată în data de 27 iunie 2006, fiind aplicată începând cu trimestrul III 2006.

excesului de lichiditate au un efect restrictiv asupra cererii agregate și implicit asupra inflației.

Rata dobânzii de politică monetară își produce efectul asupra economiei reale în principal indirect, prin intermediul ratelor dobânzilor băncilor comerciale oferite la depozite, respectiv percepute la credite, pe lângă efectul de semnal asupra anticipațiilor inflaționiste. Ratele dobânzii la credite au continuat să scadă, sensul de mișcare contrar celui al ratei dobânzii BNR reflectând concurența ridicată din sectorul bancar, vizibilă în continuarea reducerii *spread*-ului dintre ratele dobânzilor pasive și cele active. Ratele dobânzilor la depozite, în schimb, s-au majorat, iar corespondentul real al acestora a avansat în teritoriul pozitiv, în condițiile unei reduceri semnificative a ratei inflației. Pe ansamblu, caracterul stimulativ al ratelor dobânzilor practicate de băncile comerciale s-a restrâns semnificativ în trimestrul curent, influența acestora asupra cererii agregate fiind în prezent aproximativ neutră.

Pe ansamblu, în trimestrul III a avut loc o înăsprire a influenței ratelor dobânzilor (inclusiv a costului în lei al ratei dobânzii creditelor în valută), cu impact asupra excesului de cerere din trimestrele viitoare. În același timp, cursul real de schimb a evoluat în direcția opusă, având loc o diminuare relativă a efectului restrictiv pe care acesta îl are asupra activității economice prin intermediul exportului net. Cele două evoluții opuse se compensează în mare parte, astfel încât în trimestrul III se menține aproximativ neschimbată presiunea agregată ușor restrictivă a ratelor dobânzilor bancare și a cursului de schimb asupra excesului de cerere din trimestrele viitoare, în condițiile unei poziții restrictive a dobânzii reale de politică monetară.

1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

Scenariul de bază al proiecției curente preconizează eliminarea treptată a excesului de cerere din economie până la jumătatea anului 2007 și persistența unor deviații negative ale PIB de la nivelul său potențial pe întreaga perioadă de proiecție. Reducerea prognozată a ritmului de creștere a cererii va fi rezultatul, pe de o parte, al unor condiții monetare reale strânse, manifestate prin ratele reale pozitive ale dobânzilor din economie și aprecierea reală a monedei naționale, iar pe de altă parte, al măsurilor administrative adoptate de BNR pentru moderarea dinamicii creditului neguvernamental. În termeni comparativi, probabilitatea sporită a implementării unei politici fiscale stimulative în anul 2007, alături de revizuirea în sens ascendent a excesului de cerere din trimestrul III 2006 conduc la un set de valori ale deviației PIB superioare față de precedentul Raport asupra inflației, chiar în condițiile revizuirii în sens ascendent a nivelului PIB potențial pe termen mediu.

Pentru trimestrul IV 2006 se anticipează o creștere temporară a excesului de cerere, legată de sporirea substanțială a cheltuielilor guvernamentale. Deviația PIB este proiectată să urmeze apoi o traiectorie descendentă, devenind negativă începând cu trimestrul III 2007. Cauza principală a eliminării accelerate a excesului de cerere o reprezintă ratele reale ale dobânzilor mai restrictive din următoarele trei trimestre, înregistrate pe fondul unei dezinflații mai puternice decât cea anticipată anterior. În același timp, o conduită a politicii fiscale de acumulare a unor surplusuri bugetare semnificative în prima parte a anului 2007 – după un tipar similar anilor precedenți – este de natură a amplifica efectele de restricționare a cererii agregate. În plus, se presupune că efectele expansioniste ale cheltuirii prevăzute a mai mult de 3 la sută din PIB în trimestrul IV 2006 se vor disipa până în trimestrul II 2007. Pe toată perioada de referință, tendința de apreciere reală previzionată a monedei naționale are rolul de a potența restrictivitatea condițiilor monetare reale.

În paralel, se anticipează că pachetele de măsuri de tip administrativ adoptate în cursul anului 2006 de către Banca Națională a României vor continua să exercite și în perioadele următoare efecte de temperare a cererii agregate. La nivelul pieței bancare, menținerea unor niveluri ridicate ale ratelor rezervelor minime obligatorii va avea ca efect temporar probabil restricționarea expansiunii creditelor acordate de băncile comerciale. La nivelul pieței de *retail* bancar, impactul așteptat al normelor BNR privind limitarea riscului de credit al tuturor instituțiilor financiare este unul de reducere a ritmului de creștere a creditului de consum. Este de așteptat însă ca efectele restrictive ale acestor măsuri administrative să se diminueze în timp, pe măsura diversificării ofertei de produse bancare și a integrării pieței bancare naționale în piața financiară a Uniunii Europene.

În ceea ce privește componenta fiscală a *mix*-ului de politici economice, având în vedere soldul bugetului consolidat din primele 10 luni ale anului, realizarea deficitului programat de Guvern pentru acest an, de 2,5 la sută din PIB, devine improbabilă. Din acest motiv, pentru sfârșitul anului curent scenariul de bază ia în calcul ipoteza unui deficit de 1,5 la sută din PIB. Pentru anii 2007 și 2008, evaluarea politicii fiscale s-a realizat pornind de la deficitele propuse de Guvern Parlamentului prin proiectul legii bugetului și Raportul privind situația macroeconomică⁵⁹, anume de 2,8 la sută și respectiv de 2,7 la sută din PIB. În mod similar proiecției anterioare, distribuția trimestrială a efectului politicii fiscale a ținut cont de istoria concentrării unei părți semnificative a cheltuielilor bugetare în ultimele luni ale anului, cu deplasarea parțială a

⁵⁹ Ministerul Finanțelor Publice – „Raportul privind situația macroeconomică pe anul 2007 și proiecția acesteia pe 2008-2010”.

efectului acestora asupra cererii agregate în primul trimestru al anului următor.

La analiza impactului politicii fiscale s-a avut în vedere și efectul transferurilor de fonduri implicate de relația cu Uniunea Europeană. Astfel, în condițiile unei contribuții certe din bugetul României la bugetul UE (conform estimărilor Ministerului Finanțelor Publice, aproximativ câte un procent din PIB în 2007 și 2008), absorbția mai lentă (rapidă) a fondurilor europene de postaderare poate conduce la înregistrarea unui sold net negativ (pozitiv), echivalent al unei poziții de contributor (beneficiar) net al României în această relație. În primul an în care au beneficiat de calitatea de membru al UE, majoritatea statelor care au aderat în anul 2004 au întâmpinat dificultăți în finalizarea tuturor procedurilor privind absorbția fondurilor postaderare. Prin urmare, este foarte posibil ca nivelul plăților efectuate de România în contul UE să depășească în anul 2007 nivelul sumelor primite din bugetul UE. Începând cu anul 2008, este de așteptat ca poziția de contributor net să se inverseze. Din perspectiva implicațiilor pentru evoluția cererii agregate, impactul previzionat al acestor transferuri financiare acționează, *ceteris paribus*, în direcția scăderii presiunilor din partea cererii în anul 2007 și a creșterii lor în anul 2008. Ținând cont de efectele dinamicii PIB asupra cheltuielilor și veniturilor bugetare, proiecția curentă anticipează un impact net al politicii fiscale stimulatив în 2007 și restrictiv în 2008.

Scenariul de bază prevede o creștere economică superioară celei din proiecția anterioară pe întreg intervalul de proiecție. Afluxul important de investiții străine directe va avea ca efect probabil un câștig de productivitate în toate ramurile economiei, câștig ce se transmite într-o accelerare temporară a ritmului de creștere a PIB potențial anticipat pentru perioada 2006-2008.

Asemănător evoluției proiectate a PIB, se anticipează o creștere a consumului în ultimul trimestru al anului curent, pe ambele sale componente: consumul privat înregistrează un maxim sezonier în ultimele luni ale fiecărui an, în timp ce cheltuielile bugetare ce vor depăși probabil veniturile cu aproximativ 3 la sută din PIB vor alimenta creșterea consumului public. Este de așteptat ca ulterior ritmul de creștere a consumului să se reducă, rămânând însă superior celui al PIB, în principal ca urmare a stimulării consumului privat prin alocarea previzionată a unor sume importante pentru creșteri de salarii și pensii. Astfel, proiectul bugetului de stat pe anul 2007 prevede creșterea, în termeni reali, a cheltuielilor de personal cu circa 19 la sută și a pensiilor cu circa 15 la sută. Ritmul de creștere a formării brute a capitalului fix este preconizat să rămână ridicat, alimentat de anunțata majorare a cheltuielilor publice având ca destinație

principală investițiile în infrastructură, precum și de percepția existenței unui mediu de afaceri atractiv, întărită de aderarea la Uniunea Europeană la 1 ianuarie 2007. Pe lângă influența directă asupra activității economice, sporirea investițiilor publice va conduce și la o impulsivitate a cererii de consum prin suplimentarea venitului disponibil al populației. Se preconizează, de asemenea, o majorare a exporturilor, având în vedere previziunile optimiste privind dinamica cererii din Uniunea Europeană, principalul partener comercial al României. În paralel cu creșterea valorii bunurilor exportate, se anticipează continuarea procesului de modificare a structurii exporturilor, prin majorarea ponderii produselor cu valoare adăugată mare. Creșterea viitoare a importurilor de bunuri și servicii ar putea fi susținută de menținerea unui decalaj între cererea și oferta interne de bunuri și servicii.

1.4. Riscuri și incertitudini asociate proiecției

Proiecția scenariului de bază este grevată în mod inerent de incertitudini. Evaluarea acestor incertitudini permite identificarea unui set de riscuri semnificative privind traiectoria proiectată a inflației, care în prezent este considerat a cuprinde următoarele situații ipotetice:

- prelungirea pe o perioadă mai îndelungată decât cea prognozată a presiunilor inflaționiste induse de cererea agregată, posibil cauzată de: (i) o politică fiscală având un caracter stimulatoriu mai accentuat, (ii) creșterea mai amplă a salariilor, atât în sectorul public, cât și în cel privat, precum și (iii) menținerea în perioadele viitoare a unei dinamici pronunțate a creditului neguvernamental;
- evoluție diferită a cursului de schimb RON/EUR față de cea din scenariul de bază, factorul de risc principal reprezentându-l în acest sens posibila amplificare în viitor a deficitului de cont curent dincolo de nivelul compatibil cu influxuri sustenabile de capital;
- posibilă reinflamare a prețului petrolului, generând o dinamică accelerată a inflației combustibililor;
- abateri de la scenariile considerate în prezent cele mai probabile privind etapizarea și magnitudinea ajustărilor prețurilor administrate și ale accizelor la produsele prelucrate din tutun;
- șocuri ce pot afecta producția agricolă și evoluția prețurilor volatile ale mărfurilor alimentare.

Proiecția bugetului general consolidat prezentată de Guvern Parlamentului implică o serie de incertitudini, legate atât de

magnitudinea soldului bugetar, cât și de structura acestuia. Pe de o parte, valorile prognozate de către Guvern ale veniturilor bugetare din anul 2007 se bazează pe ipoteza menținerii și în anul viitor a unui exces de cerere. În condițiile în care deviația PIB ar urma însă o traiectorie descendentă comparabilă cu cea din scenariul de bază prezentat în acest capitol, veniturile bugetare rezultate ar fi, *ceteris paribus*, relativ mai reduse. În acest caz, pentru atingerea nivelului programat al deficitului bugetar ar fi nevoie de o anumită recalibrare a cheltuielilor guvernamentale. Rectificarea în sens descendent a acestor cheltuieli ar putea fi dificil de realizat din cauza potențialului de a genera presiuni sociale și politice, mai ales dacă s-ar suprapune peste perspectiva unor alegeri anticipate. Menținând cheltuielile nemodificate pe fundalul unei reduceri a veniturilor față de program, rezultatul ar fi un deficit mai mare decât cel prognozat de Guvern și de scenariul de bază, cu efect de amplificare a presiunilor inflaționiste. Un al doilea scenariu de risc circumscris politicii fiscale ar putea fi legat de modificarea de structură a cheltuielilor bugetului general consolidat față de previziunile actuale. Astfel, ținând cont de capacitatea relativ redusă de cheltuire a fondurilor alocate investițiilor⁶⁰, există riscul ca eventualele sume ce nu pot fi plasate efectiv pentru finanțarea unor proiecte viabile să fie reorientate spre consum și transferuri guvernamentale către populație. O asemenea restructurare a cheltuielilor ar fi echivalentă cu un impact inflaționist amplificat al politicii fiscale, prin comparație cu cel presupus în scenariul de bază.

Presiunile inflaționiste din partea cererii ar putea primi stimuli suplimentari prin intermediul unei creșteri mai substanțiale a câștigurilor salariale atât în sectorul public, cât și în cel privat. Sporurile salariale prevăzute prin bugetul propus de Guvern pentru anul 2007, alături de o majorare importantă a salariului minim pe economie (Parlamentul având în stadiu de propunere o variantă de creștere a acestuia cu 18 la sută) ar putea exercita și în sectorul privat presiuni în sensul negocierii unor drepturi bănești mai consistente. În condițiile în care aceste creșteri nu ar fi acoperite de câștiguri de productivitate similare (situație compatibilă, de fapt, cu existența unui exces de cerere), costurile salariale sporite ale firmelor ar genera în ultimă instanță majorări de prețuri. Presiuni suplimentare de creștere a salariilor ar putea proveni și din situația încordată în conturare pe piața muncii unde, în condițiile unui nivel redus al ratei

⁶⁰ În primele 9 luni s-au realizat doar 38,2 la sută din cheltuielile de capital programate pentru întreg anul 2006.

șomajului, oferta de forță de muncă este constrânsă și de amploarea emigrației.

Dinamica accelerată a cererii agregate din prezent poate genera nu doar presiuni inflaționiste interne, ci și creșterea mai alertă a cererii pentru produse și servicii din import. În cazul în care aceasta ar conduce la amplificarea deficitului comercial și al celui de cont curent într-un ritm semnificativ mai rapid decât cel al dinamicii intrărilor de capital, ar apărea necesitatea corecției deficitului extern. O soluție posibilă ar fi ajustarea politicii fiscale, prin comprimarea componentei guvernamentale a cererii agregate. În lipsa unui astfel de răspuns, corecția s-ar putea manifesta prin acumularea unor presiuni asupra monedei naționale, provenite în special din partea investitorilor nerezidenți, care ar putea conduce la un nivel al cursului real de schimb cu efecte mai puțin restrictive, comparativ cu scenariul de bază, asupra cererii agregate. Necesitatea contracarării acestor presiuni ar reclama inducerea unei restrictivități suplimentare din partea politicii monetare în scopul menținerii inflației în intervalul din jurul țintei.

Riscurile de diminuare a potențialului dezinflaționist al cursului real de schimb al leului ar putea fi atenuate de acțiunea factorilor cu efect de întărire a monedei naționale, cum ar fi continuarea intrărilor de capitaluri sub forma investițiilor străine directe, inclusiv a fondurilor de preaderare și structurale, sau creșterea în volum a plasamentelor investitorilor străini, inclusiv ca urmare a finalizării în septembrie a.c. a liberalizării contului de capital.

Calendarul privind ajustarea prețurilor administrate este marcat și în proiecția curentă de un grad ridicat de incertitudine. Adoptarea ulterioară a unui calendar considerabil diferit de cel presupus în scenariul de bază ar putea genera abateri semnificative de la proiecție. Un risc semnificativ în acest sens este reprezentat de posibila concentrare a unor ajustări mai importante de prețuri în perioade relativ scurte de timp⁶¹. Spre exemplu, în eventualitatea organizării de alegeri anticipate pe parcursul anului 2007, riscul unei posibile amânări a majorărilor de prețuri administrate programate pentru acel an ar deveni relevant, alături de cel al derulării unei politici fiscale mai expansioniste. Aceasta ar însemna ca în anul 2008 procesul de dezinflație să fie cu mare probabilitate îngreunat, pe de o parte, de creșteri de prețuri administrate mai mari ca în

⁶¹ Date fiind acordurile negociate cu Uniunea Europeană privind necesitatea atingerii unor prețuri de referință într-un interval de tranziție determinat.

scenariul de bază, iar pe de altă parte, de întârzierea eliminării excesului de cerere.

Ca și în cazul prețurilor administrate, reperele imprecise ale calendarului privind ajustarea accizelor la produsele din tutun pot crea probleme de nesincronizare a reacției politicii monetare cu momentele producerii celor mai importante șocuri. Un scenariu alternativ ar putea fi dat de o creștere mai substanțială a accizei totale în cursul anului 2007 și mai puțin amplă în anii 2008-2010, echivalentă cu o distribuție mai uniformă a poverii fiscale asupra produselor din tutun. Consecința unei asemenea conjuncturi ar fi manifestarea unor presiuni inflaționiste mai pregnante în prima parte a orizontului proiecției, care în lipsa unei anticipări corespunzătoare din partea politicii monetare s-ar putea concretiza în abateri semnificative de la ținta centrală de inflație.

Așa cum indică evoluțiile recente, dinamica prețurilor volatile ale produselor alimentare este caracterizată printr-o incertitudine ridicată. Aceasta se datorează predictibilității scăzute a condițiilor meteorologice care exercită un impact direct asupra producției agricole, determinând hotărâtor traiectoria inflației acestei grupe de produse. Principalul risc vizează în acest sens o inversare mai accentuată a tendinței recente de scădere a inflației LFO (legume, fructe, ouă) comparativ cu scenariul de bază al proiecției, având potențialul de a plasa inflația la niveluri superioare și de a produce astfel întârzieri în convergența acesteia către ținta centrală.

Pe ansamblu, analiza elementelor de incertitudine avute în vedere indică riscuri semnificative de situare a presiunilor inflaționiste peste nivelul din proiecția de bază, cu precădere în a doua jumătate a intervalului de proiecție. Pe termen scurt, riscurile cele mai importante s-ar putea datora unor reconfigurări ale coordonatelor scenariului de ajustare a prețurilor administrate, precum și unei dinamici mai accelerate a inflației prețurilor volatile ale produselor alimentare începând din trimestrul IV a.c. Cu toate acestea, pentru anul curent, probabilitatea plasării inflației în afara intervalului de variație din jurul țintei centrale este apreciată ca fiind redusă. Pe termen mediu, riscurile de ieșire a inflației din intervalul țintei sunt considerate mai importante, în special în ipostaza unei posibile subestimări a proiecției deviației PIB de la nivelul potențial la orizontul anilor 2007 și 2008.

2. Evaluarea de politică monetară

Evoluțiile economice recente, precum și rezultatele actualei proiecții macroeconomice pe termen scurt și mediu relevă plasarea în luna decembrie a ratei anuale a inflației în proximitatea punctului central al țintei stabilite pentru 2006. Performanța este rezultanta accelerării peste așteptări a dezinflației în a doua jumătate a anului 2006 atribuibilă, în cea mai mare parte, scăderii considerabile a ritmului anual de creștere a prețurilor volatile. Sporirea restrictivității politicii monetare, precum și menținerea în cea mai mare parte a anului a austerității politicii fiscale au contribuit, de asemenea, la procesul dezinflației, prin acțiunea exercitată de acestea în direcția prevenirii exacerării potențialului inflaționist al cererii, precum și pe latura ancorării anticipațiilor inflaționiste.

În ceea ce privește, însă, perspectiva pe termen mediu a dezinflației, ipotezele și rezultatele proiecției actualizate a evoluțiilor macroeconomice pun în evidență intensificarea în trimestrele următoare a acțiunii unor factori potențial generatori de inflație, atât pe partea cererii, cât și a ofertei; aceasta sporește gradul de dificultate a atingerii țintelor de inflație pe termen mediu asumate de BNR. Riscul inflaționist major identificat în contextul evaluării implicațiilor noii prognoze îl constituie creșterea, comparativ cu nivelul prognozat în exercițiul trimestrial precedent, a excedentului de cerere proiectat pentru următoarele trei trimestre, chiar în condițiile revizuirii ascendente a nivelului PIB potențial pentru următorii câțiva ani.

Amplificarea prognozată a deviației pozitive a PIB se datorează, pe de o parte, accelerării peste așteptări a creșterii economice în perioada anterioară, și, pe de altă parte, relaxării politicii fiscale preconizată a fi inițiată spre sfârșitul anului curent și apoi continuată cel puțin pe parcursul anului 2007. Riscul creșterii potențialului inflaționist al cererii în acest context este ridicat în condițiile în care este de așteptat ca dinamica consumului populației să se mențină excesiv de înaltă.

Cererea de consum al populației va fi stimulată suplimentar de creșterea programată în 2007 a gradului de relaxare a politicii fiscale. Pe lângă acțiunea directă pe care o va exercita prin intermediul majorărilor de salarii și de transferuri de asistență socială prevăzute în proiectul programului bugetar, relaxarea fiscală va potența indirect comportamentul de consum atât pe calea deteriorării anticipațiilor inflaționiste și, implicit, a posibilei majorări excesive a câștigurilor salariale din sectorul privat, cât și prin efectul de multiplicare pe care-l va produce în continuare sporirea cheltuielilor pentru investiții, până la manifestarea unui răspuns pozitiv al ofertei agregate.

În aceste condiții, readucerea cererii agregate în parametri compatibili cu atingerea țintelor de inflație stabilite pentru 2007 și 2008 necesită contracararea efectelor expansioniste ale aplicării conform programului a politicii fiscale și a politicii de venituri prin menținerea restrictivității crescute a politicii monetare, chiar dacă astfel aceasta din urmă preia aproape în totalitate sarcina prevenirii deteriorării contextului macro-economic.

Necesitatea menținerii conduitei prudente a politicii monetare, precum și a vigilenței autorității monetare rezidă și din gradul relativ ridicat de corelare a expansiunii consumului populației cu dinamica foarte înaltă a creditului neguvernamental acordat acestui segment, dar și cu persistența unui nivel modest al economisirii bancare a populației. Aceasta relevă, pe de o parte, faptul că povara datoriilor asociate rambursării creditelor – bancare și nebancale – nu a atins deocamdată plafonul care ar putea determina o temperare a creșterii consumului, în condițiile în care populația utilizează drept una din supape reducerea relativă a economiilor. Pe de altă parte, corelația sugerează o relativă creștere a elasticității consumului față de anumite șocuri care pot afecta parametrii de datorie a persoanelor fizice, în special în cazul categoriilor de populație cu venituri mici.

Având în vedere, însă, recenta înăsprire a condițiilor de accesare de către populație a împrumuturilor bancare, dar și a celor nebancale⁶², care ar putea provoca pe termen scurt o relativă încetinire a ritmului de creștere a consumului prin apariția constrângerilor de lichiditate ale populației, o opțiune în actuala etapă este cea de menținere a nivelului actual al ratei nominale a dobânzii de politică monetară în condițiile majorării sesizabile a dobânzii reale și de monitorizare atentă a efectelor produse de ansamblul măsurilor adoptate de BNR. Soluția ar avea ca argument și efectul pe care l-ar putea exercita asupra consumului eventuala reducere a veniturilor nete ale populației sau a capacității de îndatorare a acesteia indusă de creșterea datoriilor asociate rambursării creditelor contractate pe termen lung – destinate în special achiziționării de locuințe – a căror pondere se află în ultimii ani pe un trend ascendent.

O altă sursă majoră de îngrijorare din perspectiva evoluției dezinflației pe termen mediu o constituie în contextul actualei proiecții creșterea potențialului inflaționist al factorilor de natura costurilor și a ofertei. Astfel, în condițiile în care cererea continuă să fie excedentară, posibilă majorare consistentă a

⁶² Prin intrarea în vigoare în data de 23 octombrie a unor prevederi mai stricte ale BNR (Norma nr. 20 din 13.09.2006) privind limitarea riscului de credit destinate persoanelor fizice, sub incidența cărora intră, începând cu acest moment, și instituțiile financiare nebancale.

salariilor în sectorul privat (dincolo de creșterile de productivitate) incumbă riscul repercutării relativ rapide a acestora asupra prețurilor. În plus, ca efect al potențialei pierderi de competitivitate externă indusă de majorarea costurilor unitare cu forța de muncă, deficitul balanței comerciale ar putea fi suplimentat, atingând niveluri nesustenabile. Aceste riscuri sunt amplificate de probabilitatea ridicată a creșterii substanțiale în perioada următoare a salariilor, ca urmare a manifestării unei tendințe de sporire a gradului de încordare a pieței muncii, în special pe segmentul forței de muncă calificate, fenomen care e posibil să se accentueze în viitor.

În același timp, date fiind necesitatea continuării operării unor ample ajustări de prețuri administrate, precum și probabilitatea relativ redusă de repetare a performanțelor producției agricole din anul curent, majorările de prețuri reglementate și dinamica prețurilor alimentare volatile vor constitui de-a lungul orizontului de prognoză factori importanți de alimentare a inflației. Acestora li se va alătura creșterea graduală – potrivit calendarului de armonizare cu legislația fiscală în domeniul a UE – a accizelor la tutun și țigarete, fiind de așteptat ca efectul lor inflaționist să fie considerabil atât timp cât cererea pe această piață ar manifesta o relativă lipsă de elasticitate. Potențialul inflaționist al acestor factori aflați în afara domeniului de influență a băncii centrale poate fi redus doar prin ancorarea fermă a anticipațiilor publicului și prin minimizarea efectelor propagate ale șocurilor directe generate de aceștia, ceea ce reclamă menținerea pe o perioadă mai îndelungată a prudenței politicii monetare.

Din perspectiva evoluțiilor recente, riscul producerii unei recrudescențe a intrărilor de capital volatil în ipoteza întăririi politicii ratei dobânzii continuă să fie relativ scăzut. Astfel, în scurta perioadă scursă de la finalizarea liberalizării contului de capital, precum și de la anunțarea deciziei privind aderarea României la UE în 2007, nu a fost sesizată producerea vreunei schimbări evidente în percepția investitorilor asupra atractivității pieței interne sau asupra marjei potențiale de apreciere a monedei naționale în raport cu euro. În schimb, se manifestă o tendință tot mai clară de corelare a mișcărilor pe termene scurte ale parametrilor de preț ai pieței valutare interne cu cele de pe piețele emergente din regiune, ceea ce sporește sensibilitatea cursului de schimb al leului față de schimbările bruște de atitudine a investitorilor vizavi de una sau mai multe piețe financiare din zonă.

În contextul analizării de către CA al BNR a recentelor evoluții ale principalilor indicatori economici și a proiecției macroeconomice pe termen mediu s-a relevat faptul că, inclusiv prin

implementarea unei politici monetare restrictive și a unei politici fiscale austere în cea mai mare parte a anului, ținta de inflație a anului 2006 va fi atinsă. În ceea ce privește, însă, evoluția pe termen mediu a dezinflației, proiecția a pus în evidență intensificarea în trimestrele următoare a acțiunii unor factori potențial generatori de inflație. Din această perspectivă, CA al BNR este preocupat de riscurile inflaționiste majore induse atât de creșterea pe termen scurt a nivelului proiectat al excedentului de cerere – în principal ca efect al relaxării programate în perioada următoare a politicii fiscale, cât și de continuarea operării de-a lungul orizontului proiecției a unor ample ajustări de prețuri administrate și creșteri ale unor impozite indirecte. În acest context, CA al BNR a decis să mențină rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 8,75 la sută și să continue să exercite un control ferm asupra lichidității de pe piața monetară. Pe deasupra, CA al BNR a hotărât să mențină pe o durată mai îndelungată caracterul restrictiv al politicii monetare, inclusiv în perspectiva contracarării unor relaxări neprogramate ale politicilor fiscală și salarială. Totodată, CA al BNR a considerat că este necesară continuarea monitorizării atente a evoluției creditului neguvernamental și a prețurilor unor categorii largi de active, astfel încât să poată fi sesizate și contracarate prompt prin acțiuni de politică monetară potențialele evoluții ce ar genera riscuri din perspectiva dezinflației.