



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

August 2007

anul III, nr. 9

Serie nouă

ISSN 1582-2923

NOTĂ

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

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

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

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

Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București

Cuvânt înainte

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost finalizat în data de 27 iulie 2007 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 31 iulie 2007.

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	Agencia Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BVB	Bursa de Valori București
CD	Certificate de depozit
COICOP	Clasificarea Consumului Individual pe Destinații
CRB	Centrala Riscurilor Bancare
ERM II	Mecanismul Cursului de Schimb II
EUROSTAT	Oficiul de Statistică al Comunităților Europene
FBC	Formarea brută de capital
FED	Sistemul Rezervelor Federale ale SUA
FMI	Fondul Monetar Internațional
IAPC	Indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	Indicele prețurilor de consum
IPPI	Indicele prețurilor producției industriale
MEF	Ministerul Economiei și Finanțelor
MMSSF	Ministerul Muncii, Solidarității Sociale și Familiei
ON	<i>Overnight</i>
RMO	Rezerve minime obligatorii
SEC	Sistemul European de Conturi
VAB	Valoarea Adăugată Brută
1W	O săptămână
12M	12 luni

Cuprins

I. SINTEZĂ.....	7
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI.....	11
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	14
1. Cererea și oferta.....	14
1.1. Cererea	14
1.2. Oferta.....	22
2. Piața muncii.....	23
2.1. Forța de muncă	23
2.2. Venituri.....	24
3. Prețurile de import și prețurile de producție.....	26
3.1. Prețurile de import	26
3.2. Prețurile de producție	27
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	29
1. Politica monetară	29
2. Piețe financiare și evoluții monetare	34
2.1. Ratele dobânzilor	34
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital.....	38
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	46
1. Scenariul de bază al proiecției	47
1.1. Proiecția inflației.....	47
1.2. Presiuni exogene asupra inflației.....	50
1.3. Presiuni din partea cererii agregate.....	51
1.4. Riscuri și incertitudini asociate proiecției	60
2. Evaluarea de politică monetară	65

I. SINTEZĂ

În trimestrul II 2007, rata anuală a inflației a continuat să se plaseze sub valoarea punctului central al țintei de inflație stabilite pentru finele anului 2007, chiar dacă nivelul de 3,8 la sută pe care l-a atins în luna iunie a fost ușor superior (cu 0,14 puncte procentuale) celui consemnat la sfârșitul primului trimestru. Stagnarea procesului dezinflației în acest interval a fost consecința efectelor inflaționiste ale factorilor ofertei, cele mai semnificative fiind generate de accelerarea ritmului anual de creștere a prețurilor legumelor și fructelor – datorată apariției sau anticipării manifestării unui deficit de ofertă ca urmare a secetei – precum și de deteriorarea comparativ cu perioada anterioară a evoluției dinamicii anuale a prețului combustibililor; acestora li s-a alăturat impactul advers exercitat asupra ratei anuale a inflației totale de corecția amplă aplicată în luna mai chiriilor stabilite de administrația locală. În schimb, rata anuală a inflației CORE2 și-a accelerat declinul, amplitudinea scăderii sale contrabalansând în mare parte influențele nefavorabile ale factorilor de natura ofertei. Decelerarea inflației CORE2 din acest interval este pusă în corelație cu menținerea restrictivității condițiilor monetare în sens larg, inclusiv în ceea ce privește aprecierea mai pronunțată decât cea anticipată a monedei naționale în raport cu euro și dolarul SUA; totodată, ea a mai fost susținută de intensificarea concurenței pe piața cu amănuntul, precum și de extinderea fenomenului de scădere a unor prețuri ca urmare a eliminării taxelor vamale pentru comerțul intracomunitar drept consecință a aderării României la UE. Tendința descendentă s-a menținut și la nivelul ratei medii anuale a inflației, care a coborât de la 5,37 la sută în luna martie 2007 la 4,56 la sută la sfârșitul trimestrului II.

Atenuarea recentă a presiunilor inflaționiste ale cererii este coroborată și de accentuarea în trimestrul I a trendului descendent al ritmului anual al creșterii economice (6,0 la sută, față de 7,7 la sută în trimestrul IV 2006), reflectată în continuarea restrângerii deviației pozitive a PIB. În condițiile în care reducerea dinamicii PIB s-a datorat, însă, în principal efectului advers *one-off* exercitat de modificarea după aderarea României la UE a sistemului de plată a TVA, scăderea efectivă a potențialului inflaționist al cererii a fost de mai mică amploare. Ea a decurs dintr-o relativă temperare a expansiunii cererii agregate, dar mai ales din conturarea unor modificări în structura consumului privat; acestea au fost însă mai puțin favorabile din perspectiva dezechilibrului extern, creșterea mai rapidă a nivelului negativ al exportului net în acest interval sporind amplitudinea reducerii dinamicii PIB. Investițiile au continuat să constituie cel mai dinamic segment al cererii interne, deși ritmul lor a înregistrat o scădere marginală (de la 18 la sută la 17, 2 la sută). În același timp, rata de creștere a consumului privat a continuat să se reducă, valoarea acesteia rămânând însă înaltă (11,3 la sută), în condițiile în care reducerea substanțială a ritmului anual de creștere a cererii de bunuri alimentare a fost considerabil devansată de creșterea puternică a dinamicii cererii de produse nealimentare, în special de bunuri durabile (inclusiv autoturisme).

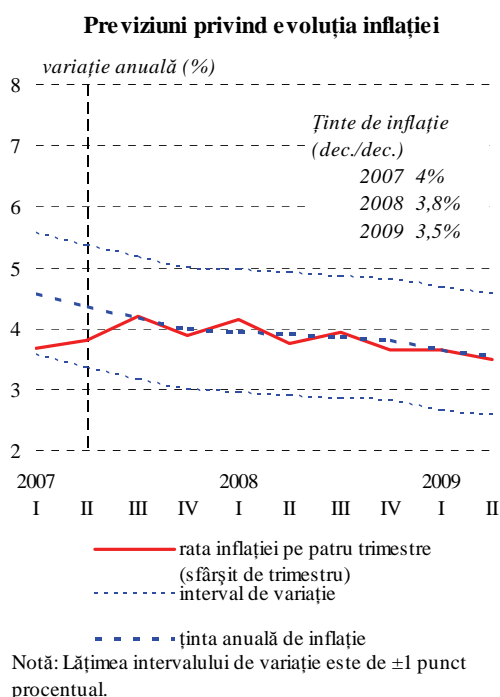
Consolidarea dezinflației și ameliorarea perspectivelor inflației, în principal ca urmare a scăderii prognozate a presiunilor inflaționiste ale cererii, a accelerării aprecierii leului față de principalele monede, dar și a restrângerii așteptate a efectelor inflaționiste ale unora dintre factorii ofertei, au constituit argumentele majore ale deciziilor de reducere a ratei dobânzii de politică monetară pe care Consiliul de administrație al BNR le-a adoptat în trimestrul II. Date fiind însă riscurile la adresa dezinflației identificate în contextul analizelor efectuate, în principal cele legate de majorarea consistentă a salariilor, de atitudinea prociclică a politicii fiscale și de adâncirea dezechilibrului extern, autoritatea monetară a decis să reducă la 0,25 puncte procentuale amplitudinea celor două ajustări operate asupra ratei dobânzii de politică monetară, nivelul acesteia fiind astfel coborât de la 7,5 la sută la 7 la sută. Totodată, banca centrală a

continuat controlul monetar adecvat condițiilor existente pe piețe, ceea ce a condus la anularea decalajului negativ dintre rata medie efectivă a dobânzii plasamentelor instituțiilor de credit la BNR și rata dobânzii de politică monetară. În același timp, autoritatea monetară a menținut restrictivitatea mecanismului rezervelor minime obligatorii, ratele acestora fiind păstrate la nivelul de 20 la sută pentru pasivele constituite în moneda națională (cu scadențe reziduale mai mici de doi ani) și respectiv de 40 la sută pentru pasivele denumite în valută. În aceste condiții, gradul de restrictivitate a condițiilor monetare în sens larg a rămas adecvat menținerii dezinflației pe traiectoria compatibilă cu atingerea țintelor de inflație pe termen mediu, contribuind la consolidarea câștigurilor dezinflaționiste realizate și la internalizarea funcțională de către piețe a unor rate reduse ale inflației.

În contextul derulării actualului exercițiu trimestrial de prognoză, Consiliul de administrație al BNR a inițiat demersurile necesare fundamentării și stabilirii țintei de inflație pentru anul 2009, țintă asumată și de Guvern. În urma evaluării diferitelor scenarii de proiecție și a principalelor ipoteze care au stat la baza elaborării lor, ținta pentru 2009 a fost stabilită la nivelul de 3,5 la sută \pm 1 punct procentual, ținând seama atât de nevoia continuării pe termen mediu a procesului dezinflației, în concordanță cu calendarul prevăzut pentru adoptarea euro, cât și de riscurile și incertitudinile privind evoluția pe termen mediu a inflației, în special cele ce privesc factorii aflați în afara sferei de influență a băncii centrale.

Prin comparație cu prognoza anterioară, în scenariul de bază al actualei prognoze a evoluțiilor macroeconomice rata anuală a inflației se plasează în următoarele trei trimestre pe o traiectorie ușor mai ridicată, nivelul de 3,9 la sută pe care aceasta îl atinge la finele anului 2007 fiind cu 0,2 puncte procentuale superior celui proiectat în cadrul *Raportului asupra inflației* din luna mai, dar continuând să se situeze sub punctul central al țintei de inflație (4,0 la sută \pm 1 punct procentual). Determinanții majori ai acestei revizuirii sunt creșterile relativ mai ample ale dinamicilor proiectate ale prețurilor administrate, ale prețurilor volatile ale unor produse alimentare, precum și ale prețului combustibililor, al căror efect inflaționist cumulat este, însă, atenuat de evoluțiile favorabile prognozate în privința prețurilor de import.

În schimb, în a doua parte a orizontului de transmisie a politicii monetare, *pattern*-ul proiectat al inflației se ameliorează sensibil față de exercițiul anterior de proiecție, rata anuală prognozată a inflației coborând la sfârșitul anului 2008 la nivelul de 3,7 la sută, aflat, de asemenea, sub punctul central al țintei de inflație de 3,8 la sută, dar și cu 0,5 puncte procentuale sub valoarea proiectată anterior. Revizuirea se datorează scăderii amplitudinii prognozate a ajustărilor de prețuri administrate, precum și reducerii relative a inflației CORE2, efectele favorabile ale acestora asupra dinamicii prețurilor de consum fiind de așteptat să domine influențele moderate de sens contrar exercitate de creșterea mai consistentă a prețului combustibililor. Rata proiectată a inflației CORE2 urmează, de altfel, de-a lungul întregului orizont de prognoză, o traiectorie situată în mod consecvent sub nivelul celei anterior prognozate, evoluție susținută în a doua



parte a intervalului de un deficit de cerere relativ mai amplu comparativ cu proiecția anterioară (deviația PIB de la nivelul său potențial urmând să devină negativă și să se adâncească începând din trimestrul I 2008). Dinamica anticipată a acestuia este în principal consecința acționării pe parcursul intervalului 2007-2008 a unor condiții monetare reale în sens larg mai restrictive decât cele proiectate în precedentele cicluri de prognoză, datorate cu precădere unei aprecieri mai pronunțate a monedei naționale în prima parte a intervalului de prognoză, în raport cu cea anticipată anterior.

Natura riscurilor și incertitudinilor asociate actualei proiecții a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu este relativ similară celei evidențiate în cadrul exercițiului precedent de prognoză, însă dimensiunea lor este amplificată de posibilele implicații ale derulării de-a lungul orizontului de proiecție a unor momente electorale succesive. În actualul context, riscul major, a cărui materializare ar plasa rata inflației pe o traiectorie superioară celei prognozate, este cel al continuării creșterii alerte a salariilor în toate sectoarele economiei și al necorelării acesteia cu dinamica productivității muncii, potențată de persistența caracterului lax al politicii veniturilor implementate de autorități. O asemenea creștere a câștigurilor salariale deține capacitatea de a exacerba cererea de consum, inclusiv prin intermediul dinamizării creditului pe fondul sporirii gradului și a sferei de eligibilitate a împrumuturilor – cu consecința amânării eliminării excedentului de cerere; ea ar putea impulsiona inflația și prin canalul sporirii costurilor, cel puțin în acele sectoare ale economiei în care continuă să se manifeste o cerere excedentară și care este posibil să se confrunte cu un deficit de forță de muncă, cu riscul suplimentar al propagării acestor creșteri salariale în alte sectoare economice prin intermediul efectelor de demonstrație.

Corelate cu acest risc sunt și incertitudinile privind amplitudinea relaxării politicii fiscale de-a lungul orizontului prognozei, în principal cele legate de nivelul efectiv la care se va situa deficitul bugetului general consolidat. Astfel, dacă în acest an riscul ca deficitul bugetar să depășească nivelul programat este relativ scăzut, el crește considerabil la nivelul anului 2008, date fiind, pe de o parte, anticipata diminuare ciclică a veniturilor bugetare pe fondul scăderii PIB sub nivelul potențial, și, pe de altă parte, creșterea presiunilor asupra cheltuielilor publice specifică unui an electoral – cu precădere asupra celor curente –, precum și posibila majorare a cheltuielilor pe seama celor destinate atenuării efectelor secetei din acest an. Pe lângă presiunile inflaționiste pe care le va genera, eventuala materializare a riscului producerii unei asemenea relaxări a politicilor macroeconomice, coroborată cu prelungirea ritmului înalt de creștere a intrărilor de capital, inclusiv a celor de natura datoriei externe, ar reduce considerabil șansele de stopare a adâncirii deficitului de cont curent pe orizontul prognozei și implicit pe cele de asigurare a sustenabilității dezinflației pe termen mediu.

Un grad relativ crescut de incertitudine continuă să caracterizeze evoluția cursului de schimb al leului de-a lungul orizontului proiecției. Astfel, deși presiunile acute exercitate recent asupra acestei variabile de intrările de capital volatili par a se fi temperat, ele ar putea fi resuscitate temporar, în următorul interval, de sporirea sezonieră a remiterilor din străinătate. Nu este exclusă însă nici posibilitatea apariției unor presiuni în sensul deprecierei leului, volatilitatea cursului de schimb fiind dată de caracterul impredictibil al apetitului pentru risc al investitorilor străini pe piețele emergente, în condițiile în care evoluțiile cursului de schimb al leului sunt numai în parte corelate cu modificările condițiilor fundamentale ale economiei românești.

Acestor incertitudini li se alătură și cele legate de evoluția viitoare a unor factori exogeni cu impact asupra inflației, cei mai semnificativi fiind dinamica prețurilor produselor alimentare, a prețurilor administrate, precum și a prețului combustibililor. În cazul prețurilor reglementate,

persistența incertitudinilor generate de instabilitatea programului de ajustare a acestora, precum și manifestarea unei înclinații spre amânarea pe orizonturi de timp tot mai îndepărtate a corecțiilor de prețuri induc riscuri la adresa sustenabilității dezinflației și a asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu.

Evaluarea de către Consiliul de administrație al BNR a contextului macroeconomic actual și a proiecției pe termen mediu a acestuia a pus în evidență o ameliorare, comparativ cu proiecția anterioară, a perspectivelor inflației în a doua parte a orizontului de transmisie a politicii monetare. În același timp, însă, s-a relevat faptul că potențialul inflaționist al unor factori ce vor continua să acționeze de-a lungul orizontului de prognoză este încă ridicat. Principalele riscuri la adresa sustenabilității dezinflației sunt considerate a fi persistența până la finalul anului 2007 a *gap*-ului pozitiv al PIB, precum și posibila continuare a adâncirii deficitului de cont curent ca efect al prelungirii dinamicii înalte a absorbției interne. În acest context, în ședința sa din data de 31 iulie 2007, Consiliul de administrație al BNR a decis să mențină rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 7 la sută. Totodată, pentru a reduce amplitudinea fluctuațiilor ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și pentru a consolida astfel rolul acestora în cadrul mecanismului de transmisie monetară, dar și rolul de semnal al ratelor dobânzilor cheie ale politicii monetare, Consiliul de administrație al BNR a decis să restrângă amplitudinea coridorului format în jurul ratei dobânzii de politică monetară de ratele dobânzilor facilităților permanente; prin urmare, rata dobânzii pentru facilitatea de depozit a fost majorată de la 1 la sută la 2 la sută, iar rata dobânzii pentru facilitatea de creditare a fost redusă de la 14 la sută la 12 la sută. În plus, pentru a armoniza mai bine scadența principalului instrument de politică monetară (cărui îi este asociată rata dobânzii de politică monetară), pe de o parte, cu durata perioadei de menținere a rezervelor minime obligatorii (o lună) și, pe de altă parte, cu maturitatea preponderentă a tranzacțiilor derulate pe piața monetară interbancară și, implicit, pentru a reduce volatilitatea ratelor dobânzilor pe termen scurt de pe această piață, Consiliul de administrație al BNR a decis să reducă scadența depozitelor atrase de banca centrală de la o lună la două săptămâni. Totodată, pentru a consolida restrictivitatea condițiilor monetare în sens larg, Consiliul de administrație al BNR a hotărât să mențină nivelurile actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii.

II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

În trimestrul II 2007, rata anuală a inflației a continuat să evolueze în intervalul de variație de +/-1 punct procentual în jurul țintei interpolate, chiar dacă valoarea atinsă în luna iunie (3,8 la sută) a fost ușor superioară celei consemnate la sfârșitul primului trimestru (cu 0,14 puncte procentuale). Modificarea de tendință a fost imprimată de prețurile administrate și de cele volatile, în timp ce procesul dezinflaționist a continuat la nivelul inflației de bază.

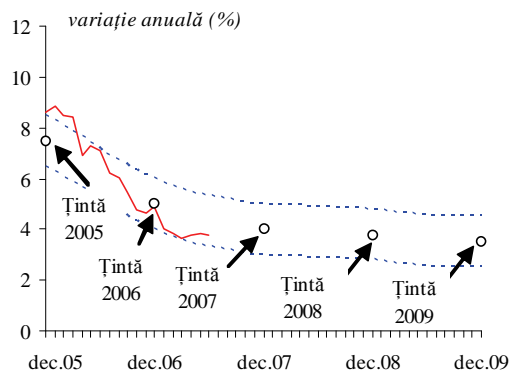
Principala contribuție la majorarea ratei anuale a inflației pe parcursul trimestrului II 2007 a revenit produselor cu prețuri volatile, presiunile manifestate pe acest segment în perioada curentă (rate lunare de creștere constant superioare mediei cu circa 1 punct procentual) fiind generate de efectele condițiilor climaterice nefavorabile asupra producției interne de legume și fructe și de tensionarea pieței internaționale a petrolului. În acest context, dinamica anuală aferentă grupei a urcat cu 3,6 puncte procentuale, valoarea încă negativă consemnată în luna iunie (-0,3 la sută) datorându-se exclusiv scăderilor pronunțate de prețuri din anul anterior.

În același sens au acționat prețurile administrate, ritmul anual de creștere de la finele trimestrului analizat (8,7 la sută) situându-se cu 1,8 puncte procentuale peste nivelul din luna martie. Factorii determinanți au fost multipli, mai importanți fiind majorarea de 4,2 ori a chiriilor stabilite de administrația locală și ajustarea cu 4,16 la sută a prețului energiei electrice în luna aprilie.

Un impact favorabil semnificativ asupra evoluției inflației în trimestrul II 2007 au exercitat produsele din tutun, însă acesta s-a datorat exclusiv efectului de bază asociat introducerii taxei pe viciu în perioada corespunzătoare a anului precedent, care a condus la decelerarea ritmului anual aferent acestei grupe cu mai mult de 10 puncte procentuale (până la 15,8 la sută). Mișcările de prețuri înregistrate în intervalul aprilie-iunie 2007 au continuat să reflecte comportamentul producătorilor de încorporare anticipată a majorării de accize anunțate pentru luna iulie.

Pentru a elimina distorsiunile de semnal de acest tip, relevantă pentru analiza inflației de bază rămâne măsura ajustată, a cărei evoluție a păstrat caracteristicile observate în trimestrele anterioare – dinamică anuală în scădere (de la 2,82 la sută în martie, la 2,65 la sută în iunie), cu tendință de încetinire a vitezei de decelerare, explicabilă în condițiile persistenței

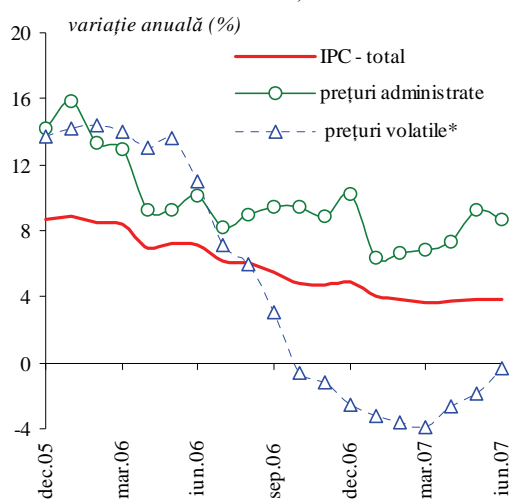
Evoluția inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

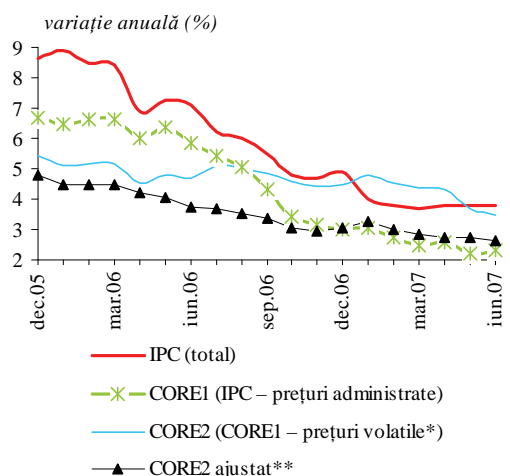
Rata inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

Inflația totală și inflația de bază (CORE)



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

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

Sursa: INS, calcule BNR

Prețuri administrate versus prețuri libere

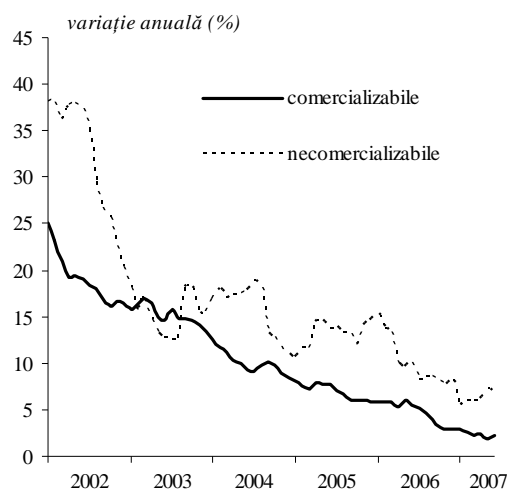
variație anuală (%); sfârșitul perioadei

	2006			2007	
	II	III	IV	I	II
Rata inflației	7,1	5,5	4,9	3,7	3,8
Prețuri administrate*	10,1	9,5	10,2	6,9	8,7
1. Mărfuri nealimentare*:	11,4	8,4	11,4	5,4	6,5
energie electrică	7,0	1,9	6,6	4,6	9,0
energie termică	20,0	20,0	18,4	20,8	20,8
gaze naturale	28,5	21,4	33,6	10,0	6,3
medicamente	-5,3	-4,0	-1,9	-4,8	-4,2
2. Servicii*, din care:	8,0	11,3	8,1	9,5	12,5
apă, canal, salubritate	24,9	20,3	21,4	20,5	14,6
telefonie fixă	-2,0	10,5	2,5	5,6	0,0
transport de călători					
pe calea ferată	11,6	5,1	13,2	23,7	29,8
transport urban (de călători)	12,1	7,1	4,1	3,5	5,2
Prețuri libere (CORE1)	5,8	4,3	3,0	2,5	2,3
CORE2**	4,7	4,9	4,5	4,4	3,5
CORE2 exclusiv tutun și băuturi alcoolice	3,7	3,3	3,0	2,8	2,7
tutun și băuturi alcoolice	15,8	22,9	21,8	22,9	12,7

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

Sursa INS, calcule BNR

Prețurile bunurilor comercializabile și necomercializabile



Sursa EUROSTAT, calcule BNR

excedentului de cerere și a dinamicii pozitive a costului unitar cu forța de muncă în industrie. Trendul descendent al ratei anuale a CORE2 ajustat s-a datorat deopotrivă mărfurilor nealimentare și serviciilor cu prețuri libere, fiind susținut în continuare de accentuarea aprecierii monedei naționale, de climatul concurențial din sectorul comercial și de extinderea reducerilor de prețuri asociate eliminării taxelor vamale ulterior integrării României în piața comunitară. Spre deosebire de trimestrul anterior, în care rezultatele diferitelor sondaje reflectau fără echivoc un efect favorabil din diminuarea anticipațiilor inflaționiste, în perioada analizată prezența acestuia este mai puțin evidentă; astfel, în timp ce la nivelul producătorilor industriali și al comercianților sunt tot mai dominante opiniile cu privire la atenuarea creșterii prețurilor, în cazul operatorilor bancari chestionați, perspectiva asupra inflației așteptate pe orizont de 1 an a rămas practic nemodificată comparativ cu luna martie¹.

În privința celei mai importante componente a CORE2 ajustat – mărfurile alimentare (cu excepția celor cu prețuri volatile) –, dinamica anuală s-a menținut la un nivel net inferior mediei, în pofida revigorării consumului comparativ cu trimestrul anterior și a manifestării unui efect de bază advers pe segmentul cărnii de pasăre, rezultat al scăderilor de prețuri provocate în 2006 de gripa aviară.

Evoluțiile favorabile din cadrul celor două categorii de mărfuri componente ale inflației de bază CORE2 au contrabalansat influența de sens opus exercitată de prețurile volatile asupra prețurilor bunurilor comercializabile, al căror ritm anual de creștere a rămas relativ constant comparativ cu sfârșitul trimestrului anterior (2,3 la sută în iunie 2007); astfel, decalajul față de valorile înregistrate de indicatori comparabili în zona euro și Uniunea Europeană (variația IAPC aferentă mărfurilor nonenergetice) s-a menținut la un nivel similar celui înregistrat în trimestrul I. În schimb, dinamica anuală a prețurilor produselor necomercializabile s-a menținut pe un palier sensibil superior (6,6 la sută în iunie, în creștere cu 0,5 puncte procentuale față de finele trimestrului I, ca urmare a accelerării de ritm consemnate de prețurile administrate).

Din perspectiva criteriului de convergență nominală referitor la inflație, după scăderea pronunțată înregistrată în trimestrul anterior, decalajul dintre variația IAPC din România și media ratei inflației din cele mai performante trei state membre ale Uniunii Europene s-a menținut la un nivel similar celui din luna

¹ Conform sondajului realizat de BNR, ecartul dintre rata așteptată a inflației pe orizont de un an și ținta interpolată a băncii centrale a stagnat la 0,4-0,5 puncte procentuale.

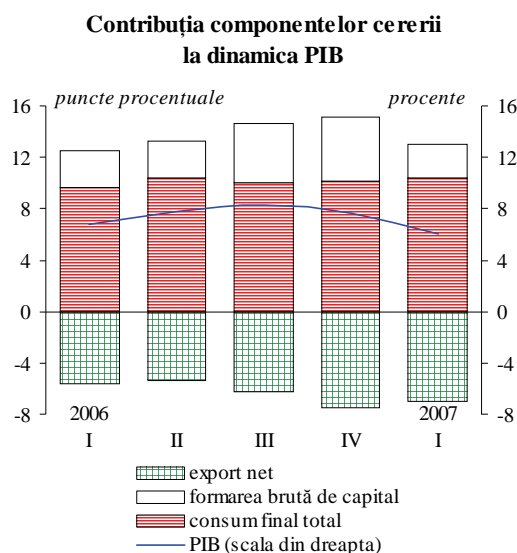
martie 2007 (2,6 puncte procentuale în iunie). Extinzând însă sfera de comparație la UE-27, diferența dintre cei doi indici armonizați s-a majorat, în perioada analizată, de la 1,4 puncte procentuale la 1,8 puncte procentuale.

În luna iunie 2007, rata anuală efectivă a inflației s-a situat cu 0,5 puncte procentuale peste proiecția prezentată în *Raportul asupra inflației* din luna mai, deviația provenind din: (i) majorarea chiriilor stabilite de administrația locală; (ii) creșterea peste nivelul anticipat a prețurilor unor legume și fructe, în condițiile în care proiecția nu lua în calcul probleme de ofertă pe acest segment, ci doar unele influențe sezoniere; (iii) majorarea peste așteptări a prețului combustibililor, pe fondul persistenței tensiunilor pe piața internațională a petrolului. În sens contrar au acționat efectele aprecierii nominale a monedei naționale asupra celorlalte componente din coșul de consum, în contextul în care prognoza lua în calcul o relativă stabilitate a leului.

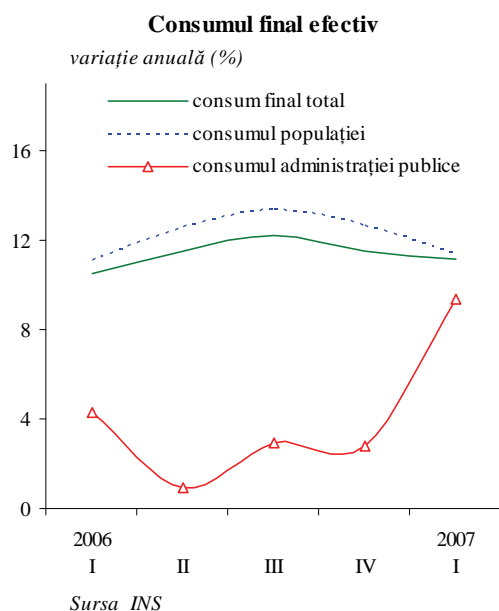
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

În trimestrul I 2007, rata de creștere a PIB real a consemnat o nouă atenuare față de intervalul precedent, de la 7,7 la sută² la 6 la sută. Nivelul atins este inferior și proiecției benchmark formulate în luna martie (cu 0,8 puncte procentuale). Deși în ușoară încetinire de ritm, investițiile au constituit, și în trimestrul I, componenta cea mai dinamică a cererii agregate. La nivelul consumului privat, s-a observat o diminuare a presiunilor inflaționiste asociate, însă evoluțiile sectorului comercial în primele două luni ale trimestrului II induc ideea unui fenomen tranzitoriu. Pe partea ofertei, trimestrul I a consemnat o situație fără precedent în perioada pentru care dispunem de conturi naționale trimestriale³: temperarea creșterii economice s-a datorat în întregime inversării de semn a dinamicii impozitelor nete pe produs, în timp ce sectoarele economice s-au dezvoltat într-un ritm cel puțin egal celui din intervalul anterior.



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS

1.1. Cererea

În afară de cererea externă netă, care și-a menținut influența nefavorabilă, în trimestrul I dinamica PIB a fost frânată și de cererea internă, a cărei decelerare a fost localizată la nivelul ambelor segmente ale sale (-0,3 puncte procentuale în cazul consumului final efectiv, respectiv -5,1 puncte procentuale în cel al formării brute de capital).

1.1.1. Cererea de consum

Volumul consumului final s-a extins cu 11,2 la sută, dinamica anuală a componentelor acestuia evoluând în sensuri opuse – decelerare cu 1,4 puncte procentuale în cazul celei private, triplare de ritm în cazul componentei guvernamentale (până la 9,4 la sută).

Cererea de consum a populației

Temperarea ritmului de creștere a consumului final efectiv al populației (până la 11,3 la sută) a fost atribuită tuturor elementelor principale ale cheltuielilor individuale: (i) achiziții

² În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ratele de creștere exprimă variații anuale de volum.

³ 1999–2007

de mărfuri din rețeaua comercială, cu contribuția decisivă a segmentului bunurilor alimentare (volumul cifrei de afaceri aferente s-a majorat cu doar 1 la sută în trimestrul I, comparativ cu ritmuri anuale de 23-33 la sută în trimestrele I-IV 2006); (ii) servicii pentru populație (extindere de volum cu 3,4 la sută, față de 12,3 la sută în perioada precedentă); (iii) autoconsum și cumpărări de pe piața țărănească (decelerare de ritm de la 3,5 la 1 la sută), în condițiile în care revigorarea producției zootehnice (categorie care la început de an deține poziția predominantă în consumul propriu al gospodăriilor) a fost în mare parte contrabalansată de restrângerea vânzărilor directe pe piața țărănească, asociată restricțiilor impuse de aderarea la Uniunea Europeană⁴.

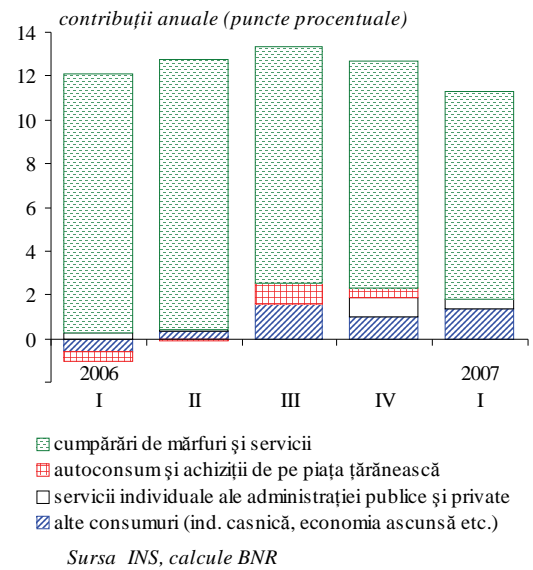
În ceea ce privește potențialul inflaționist al cererii de consum, trimestrul I a fost marcat de evoluții mixte. Pe de o parte, s-a observat o atenuare a presiunii exercitate de componenta „mărfuri alimentare” (categorie cu o pondere de circa 40 la sută în coșul de consum al populației), care poate fi explicată prin:

- (i) posibila saturare a pieței de profil, fenomen normal după trei ani consecutivi în care ritmurile anuale de creștere s-au accelerat cu câte 8-9 puncte procentuale, ajungând la 27,9 la sută în 2006;
- (ii) modificarea opțiunii de alocare a veniturilor, în sensul temperării înclinației către cumpărarea de bunuri alimentare, concomitent cu orientarea mai fermă către achizițiile de durabile și investiții rezidențiale;
- (iii) accentuarea tendinței spre economisire (în termeni reali, soldul depozitelor în lei și în valută ale populației a crescut cu 35,6 la sută, față de 20,8 la sută în trimestrul IV 2006).

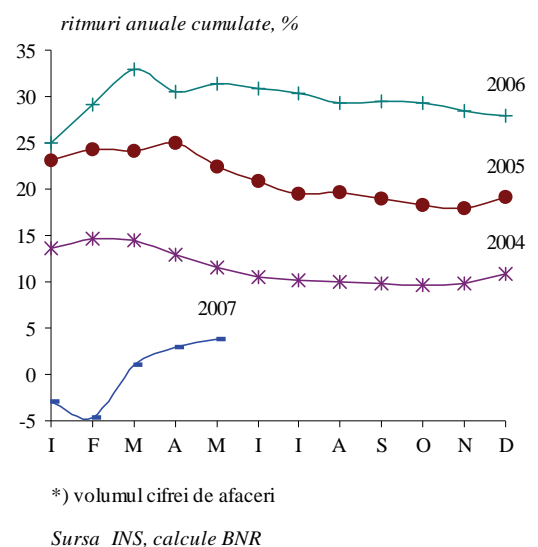
O decelerare pronunțată a fost vizibilă și la nivelul serviciilor, însă în acest caz importanța factorilor de natura cererii în explicarea mișcărilor de preț este limitată, influența dominantă revenind ofertei.

Pe de altă parte, am asistat la majorarea presiunilor din partea segmentului nealimentar, relevată de dinamica foarte alertă a volumului cifrei de afaceri din comerțul cu confecții și încălțăminte, produse de uz casnic, mobilier și autovehicule (între 30 și 57 la sută, de la ritmuri de maximum 16 la sută în trimestrul IV 2006). Principalele explicații sunt legate de (i) continuarea (și chiar ușoara intensificare) a aprecierii leului în raport cu euro (+5,4 la sută în termeni anuali); (ii) necesitatea dotării spațiilor nou construite, dar și persistența fenomenului de înlocuire a

Consumul final al populației pe elemente de cheltuieli

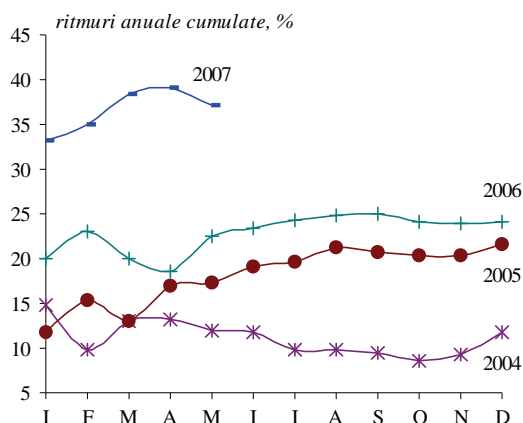


Comerțul* cu amănuntul de produse alimentare, băuturi și tutun



⁴ Ulterior, autoritățile au decis amânarea până la sfârșitul acestui an a aplicării restricției privind înregistrarea micilor producători la direcțiile județene sanitar-veterinare, precum și respectarea normelor privind igiena și trasabilitatea produselor comercializate de aceștia.

Comerțul cu amănuntul de produse durabile*



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

Sursa: INS, calcule BNR

produselor de uz casnic cumpărate anterior; (iii) confirmarea așteptărilor privind ieftinirea produselor din import ulterior datei de 1 ianuarie 2007 (în special în cazul produselor electronice și electrocasnice). Totuși, trebuie menționat că influența acestora asupra IPC este estompată de reprezentarea relativ scăzută în structura coșului de consum (circa 17 la sută).

Diferența considerabilă de pondere în cadrul coșului de consum între segmentele alimentară/nelimentară (exclusiv energia) induce ideea predominanței influenței favorabile asupra evoluției IPC, însă merită precizat faptul că este puțin probabilă persistența fenomenului, cele mai recente date cu privire la dinamica volumului cifrei de afaceri în comerțul cu produse alimentare sugerând caracterul tranzitoriu al acestuia (accelerare în termeni anuali de la o medie de 1 la sută în trimestrul I la 8 la sută în aprilie-mai).

Analiza consumului în funcție de piețele de proveniență relevă o posibilă redresare a poziției deținute de producția autohtonă în acoperirea necesarului populației, sugerată de majorarea de 4-6 ori a ritmului de creștere a volumului cifrei de afaceri aferente producției industriale destinate pieței interne, pentru bunurile de uz curent și pentru cele de folosință îndelungată (cu excepția segmentului auto), până la 27,3 la sută, respectiv 66 la sută. O intensificare a dinamicii volumului fizic⁵ s-a produs și în cazul importurilor de bunuri de consum, însă în acest context merită amintită și influența unui factor de natură metodologică – înregistrarea importurilor din UE la trecerea frontierei și nu la punerea în liberă circulație (cum se proceda anterior momentului 1 ianuarie 2007). Amplificarea creșterii achizițiilor de pe piața externă a fost însă de magnitudine inferioară celei înregistrate de componenta autohtonă, în special în cazul bunurilor de uz curent, grupă care a înregistrat o reducere de 9 ori a ritmului de creștere (până la 3,1 la sută)⁶. Excepție a făcut, și de această dată, grupa autovehiculelor, în condițiile în care volumul cifrei de afaceri pentru producția industrială de mijloace de transport alocată pieței interne a consemnat o nouă încetinire de ritm (până la 1,1 la sută), în timp ce volumul fizic al importurilor și-a majorat pentru a treia oară succesiv viteza de creștere (ajungând la 66,2 la sută).

⁵ Modificările volumului fizic au fost calculate pe baza datelor din balanța de plăți, prin deflatare cu indicii valorii unitare.

⁶ În privința bunurilor de folosință îndelungată, clasificarea pe baza Nomenclatorului Combinat relevă evoluții divergente ale ratelor de creștere aferente volumului fizic al importurilor pentru principalele categorii (excepțând autovehiculele): accelerare de ritm în cazul mașinilor și aparatelor electrice și în cel al mărfurilor diverse (mai ales mobilier), până la 30,7 și respectiv 34,5 la sută; frânare a dinamicii importurilor de instrumente și aparate optice, fotografice etc., de la 46,8 la 2,5 la sută.

Cererea de consum guvernamental

Consumul final guvernamental și-a accelerat substanțial ritmul de creștere (de la 2,8 la sută la 9,4 la sută), traiectoria putând fi asociată dinamizării puternice a angajărilor de personal în aparatul administrativ.

Evoluții bugetare

Creșterea dinamicii anuale a cererii de consum guvernamental s-a produs în condițiile în care câteva categorii de cheltuieli din bugetul general consolidat, respectiv cheltuielile pentru asistență socială și transferurile între unități ale administrației publice, și-au dublat sau chiar triplat ritmul anual de creștere reală⁷.

Cu toate acestea, volumul total atât al cheltuielilor, cât și cel al veniturilor bugetare și-au diminuat ritmul anual de creștere comparativ cu cel din trimestrul precedent. Evoluții atipice au caracterizat însă scăderile ambelor categorii de indicatori; astfel, în timp ce contracția dinamicii cheltuielilor a fost mult inferioară valorilor anterior înregistrate pentru acest interval, cea a veniturilor a fost neobișnuit de amplă. În aceste condiții, în primul trimestru al anului, execuția bugetului general consolidat s-a încheiat cu un deficit de 0,1 la sută din PIB, comparativ cu un excedent de 0,7 la sută din PIB consemnat în intervalul corespunzător al anului anterior; în schimb, soldul negativ înregistrat în trimestrul I 2007 a fost considerabil inferior celui din trimestrul IV 2006 (3,3 la sută din PIB).

Dinamica anuală a cheltuielilor bugetare s-a înjumătățit față de cea din trimestrul anterior, ajungând până la nivelul de 16,5 la sută. Cele mai consistente decelerări de ritm s-au localizat la nivelul subvențiilor (-24,1 la sută), cheltuielilor de capital (-19,3 la sută) și cheltuielilor de personal (-10,3 la sută); impactul acestora a fost însă atenuat de creșterile înregistrate de transferurile efectuate între unitățile administrației publice (+77,3 la sută), de cele pentru asistență socială (+19,2 la sută), precum și de plățile de dobânzi (+16,1 la sută).

Scăderea pronunțată a dinamicii încasărilor bugetare (până la nivelul de 4 la sută) a fost rezultatul pierderii de ritm suferite de aproape toate categoriile de venituri, dar mai ales de încasările din TVA (-24,5 la sută) și din taxele vamale (-65,6 la sută); reculul acestora s-a datorat modificării modului de colectare a celor două taxe ca urmare a aderării României la UE, precum și eliminării taxelor vamale aplicate anterior unor produse provenite din țările UE (carnea și produsele din carne, produsele

⁷ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmul anual de creștere exprimat în termeni reali.

lactate, băuturile alcoolice). Excepție au făcut doar veniturile nefiscale a căror creștere s-a accelerat, atingând un ritm de 19,5 la sută.

Recuperarea ulterioară a unor venituri din taxa pe valoarea adăugată⁸, ca urmare a ajungerii bunurilor importate la consumatorii finali, precum și încasarea în luna aprilie a impozitului pe profit aferent trimestrului anterior au determinat revenirea bugetului general consolidat la un sold excedentar, la finele primelor 4 luni acesta atingând valoarea de 0,35 la sută din PIB. În luna mai, surplusul cumulată s-a diminuat, până la nivelul de 0,16 la sută din PIB, datorită menținerii cheltuielilor bugetare lunare într-un quantum apropiat celui din aprilie, în condițiile în care veniturile lunare au fost afectate de scăderea specifică consemnată de încasările din impozitul pe profit.

În ultima parte a lunii iunie a fost efectuată prima rectificare bugetară din acest an în urma căreia deficitul bugetului general consolidat prevăzut pentru 2007 a fost menținut la nivelul de 2,8 la sută din PIB. Principalul beneficiar al acestei revizuirii a fost agricultura, fondurile alocate acestui sector fiind suplimentate cu aproape 2 miliarde RON, în vederea creșterii subvențiilor pentru culturile de cereale, precum și acordării de despăgubiri producătorilor afectați de secetă. Totodată, au fost majorate sumele prevăzute pentru refacearea infrastructurii drumurilor județene (cu aproximativ 600 milioane RON) și pentru achiziționarea de echipamente medicale și modernizarea spitalelor (cu circa 335 milioane RON). În schimb, sumele alocate pentru domeniile apărare și mediu au fost diminuate.

1.1.2. Cererea de investiții

În pofida pierderii a 0,8 puncte procentuale, dinamica formării brute de capital fix s-a menținut alertă (17,2 la sută), însă meritul a revenit în principal investițiilor în construcții – constând atât în obiective noi (+28,4 la sută), cât și în lucrări de reparații capitale (circa 33 la sută) –, în timp ce efortul în direcția re tehnologizării a crescut nesemnificativ (cu doar 1,3 la sută, față de +12,4 la sută în trimestrul IV 2006). Deși de dimensiune mult inferioară componentelor anterior menționate, merită remarcată și contribuția pozitivă a poziției „alte cheltuieli” (în principal investiții în agricultură și cheltuieli asociate transferului de proprietate asupra terenurilor și mijloacelor fixe existente), a căror expansiune a depășit, pentru al treilea trimestru consecutiv, nivelul de 50 la sută în termeni anuali.

Investiții realizate

	Anii	variație anuală (%)			
		I	II	III	IV
Total	2006	10,8	15,1	15,8	18,4
	2007	15,9			
- lucrări de construcții noi	2006	23,5	11,6	20,2	18,7
	2007	28,4			
- utilaje	2006	2,6	20,8	6,2	12,4
	2007	1,3			
- alte cheltuieli*	2006	4,8	-9,6	54,7	55,8
	2007	51,8			

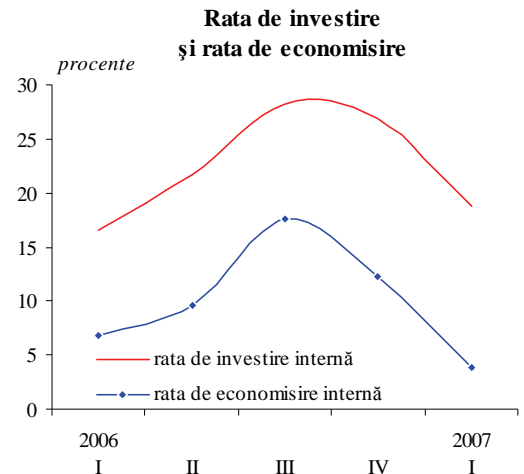
* plantații de vii, pomi, împăduriri, cumpărări de animale

Sursa: INS

⁸ De la jumătatea lunii aprilie s-a revenit la modalitatea de încasare în vamă a acestei taxe.

Mentținerea tendinței ascendente a rezultatelor economice din sectorul corporatist, dar și ritmul în continuare alert al venitului disponibil real al populației (peste 15 la sută)⁹ sugerează participarea consistentă a surselor proprii la finanțarea proiectelor de investiții derulate în trimestrul I. În schimb, acumulările de capital realizate din fonduri bugetare au scăzut semnificativ în intensitate comparativ cu intervalul precedent (de la 118,8 la 15,8 la sută¹⁰). În ceea ce privește cererea pentru resurse împrumutate de la instituții financiare, dinamica a rămas deosebit de ridicată: (i) în cazul băncilor autohtone, creșteri de peste 50 la sută în termeni reali au consemnat atât creditele pentru achiziții de echipamente, cât și creditele imobiliare¹¹ – cea de a doua categorie și-a accelerat chiar dinamica față de trimestrul IV 2006 (cu 5 puncte procentuale), o evoluție similară înregistrând și operațiunile de *leasing* imobiliar, care și-au consolidat astfel poziția în portofoliul total al acestui segment al pieței financiare, în detrimentul operațiunilor de *leasing* auto; (ii) împrumuturile externe pe termen mediu și lung contractate de sectorul nefinanciar neguvernamental și-au inversat traiectoria, majorându-se cu circa 75 la sută în termeni reali. Ritmul susținut de creștere a investițiilor în trimestrul I a fost alimentat și de nivelul ridicat al influxurilor financiare externe consemnate în ultima perioadă, constând atât în investiții străine directe, cât și în fonduri nerambursabile alocate în cadrul programelor SAPARD și ISPA. Referitor la investițiile directe, merită menționată și perspectiva favorabilă sugerată de un recent studiu elaborat de compania Ernst&Young¹², potrivit căruia România a cunoscut în anul 2006 cea mai puternică dinamică din Europa în ceea ce privește numărul proiectelor de investiții străine directe.

Similar trimestrelor anterioare, achizițiile de bunuri de capital din import au înregistrat o extindere mai rapidă în comparație cu cifra de afaceri pentru producția destinată pieței interne. Astfel, volumul fizic al importurilor⁵ s-a majorat cu 34,9 la sută în cazul categoriei „mașini și aparate mecanice și electrice” și cu 68,8 la sută în cel al mijloacelor de transport, în timp ce dinamica anuală a încasărilor obținute de producătorii autohtoni de bunuri de capital¹³, deși superioară de 2,6 ori celei din trimestrul IV 2006, nu a depășit 22 la sută. În ceea ce privește



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

⁹ Indicatorul este aproximat prin suma dintre veniturile totale din salarii (salariile nete ponderate cu numărul salariaților), cele provenind din surse bugetare și extrabugetare (asigurări sociale de stat, ajutor pentru șomaj, asigurări de sănătate), remiterile din munca în străinătate și transferurile curente private de la nerezidenți.

¹⁰ Rezultate obținute pe baza execuției bugetare, utilizând ca deflator indicele prețurilor producției de bunuri de capital pentru piața internă.

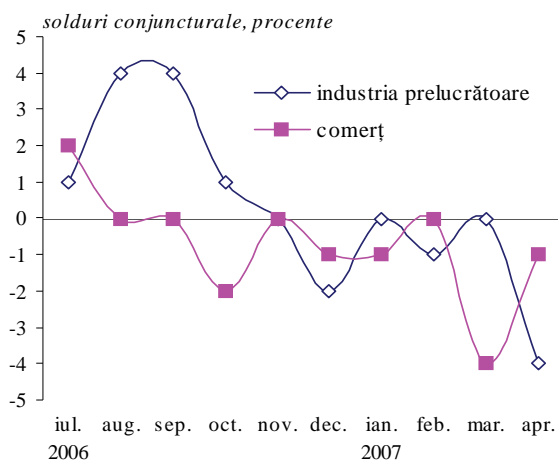
¹¹ Date CRB.

¹² *European Investment Monitor*.

¹³ Categorie care include și mijloacele de transport, potrivit metodologiei de stabilire a marilor grupe industriale.

evoluția raportului intern/extern în preferințele investitorilor, o concluzie mai clară poate fi formulată pe segmentul auto, unde scăderea înclinației către produsele românești este relevantă și de informațiile în unități fizice furnizate de buletinul statistic al APIA¹⁴ – restrângerea semnificativă a vânzărilor de autoturisme și de vehicule comerciale de fabricație autohtonă, concomitent cu majorarea vitezei de creștere pentru bunurile din import, la ambele categorii (până la 53,1 la sută, respectiv 72 la sută).

Aprecieri* privind stocurile de produse finite



*) valoarea pozitivă a soldului conjunktural indică un nivel peste normal al stocurilor de produse finite la finele lunii precedente.

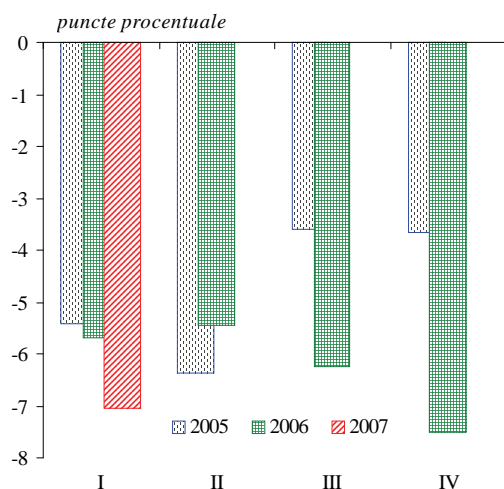
Sursa INS

Reducerea de la 21,1 la 16 la sută a ratei anuale de creștere a formării brute de capital a fost alimentată și de scăderea accelerată a stocurilor (cu 80,7 la sută)¹⁵, ceea ce a determinat inversarea de semn al aportului acestei poziții la dinamica PIB (-0,2 puncte procentuale). O interpretare economică a acestei evoluții este însă greu de formulat, având în vedere faptul că, în elaborarea conturilor naționale trimestriale, variația stocurilor constituie o variabilă reziduală, incluzând, pe lângă elementele definitorii pentru această categorie, achizițiile minus cedările de obiecte de valoare, precum și discrepanța statistică. Totuși, se poate avansa ideea unei intensificări a procesului de absorbție a stocurilor din economie, în condițiile în care soldurile conjunkturale aferente aprecierilor¹⁶ privind stocurile de produse finite din industrie și comerț au înregistrat constant valori negative în prima parte a anului 2007¹⁷; o explicație suplimentară este dată de rezultatele modeste consemnate în 2006 la producția de cereale, nu numai din punct de vedere al volumului, ci și al calității grâului pentru panificație

1.1.3. Cererea externă netă

Trimestrul I 2007 a marcat o ușoară restrângere a contribuției nefavorabile pe care cererea externă netă a exercitat-o sistematic asupra creșterii economice începând din anul 2003, însă amplitudinea acesteia (-7 puncte procentuale) relevă persistența decalajului sever dintre cele două componente ale balanței de bunuri și servicii, atât în privința dinamicii volumului fizic, cât și a ponderii deținute în PIB. Astfel, avansul de 4,3 puncte procentuale câștigat de ritmul exporturilor față de trimestrul IV 2006 (până la 12,9 la sută) a fost contrabalansat aproape în

Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB



Sursa INS, calcule BNR

¹⁴ Asociația Producătorilor și Importatorilor de Automobile; datele se referă însă la numărul total al autoturismelor vândute (atât către populație, cât și către persoane juridice și instituții publice).

¹⁵ Potrivit metodologiei conturilor naționale, variația stocurilor se calculează ca valoare a intrărilor în stoc, diminuată cu valoarea ieșirilor din stoc și cu cea a eventualelor pierderi asociate deteriorării fizice, pagubelor accidentale sau furturilor. Stocurile sunt alcătuite din materii prime (inclusiv cele la dispoziția autorităților), produse în curs de fabricație, produse finite deținute de producător și bunuri destinate revânzării.

¹⁶ Opinii ale managerilor intervievați privind nivelul stocurilor de produse finite la sfârșitul lunii anterioare efectuării sondajului.

¹⁷ Conform sondajului de conjunctură realizat de INS.

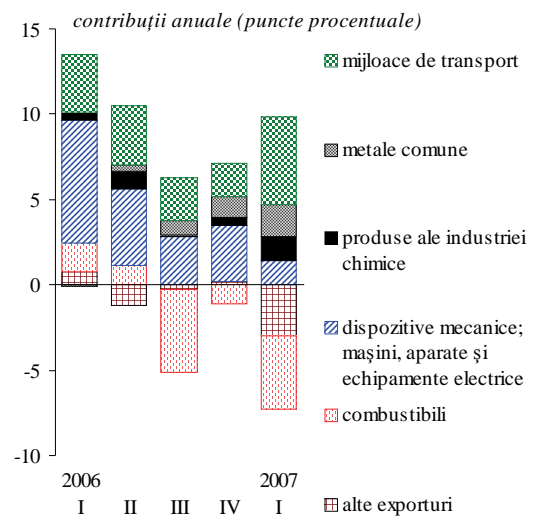
întregime de menținerea vitezei alerte a importurilor (23,8 la sută), dublată de participarea consistentă a acestora la formarea PIB (52,8 la sută în trimestrul I 2006).

De precizat faptul că cifrele respective trebuie privite cu o anumită rezervă, versiunea preliminară a conturilor naționale aferente trimestrului I 2007 utilizând estimări ale deflatorilor, în condițiile în care indicii valorii unitare a exporturilor și respectiv importurilor – care stăteau în mod obișnuit la baza calculării acestora –, nu erau disponibili la momentul respectiv¹⁸.

Astfel, calculele efectuate pe baza datelor din balanța de plăți relevă o creștere anuală a volumului⁵ exporturilor de bunuri de numai 2,6 la sută, cu 3,5 puncte procentuale sub dinamica din trimestrul anterior. Evoluția s-a regăsit la nivelul mai multor grupe de produse, cel mai mare impact revenind (i) scăderilor de volum înregistrate pe segmentul combustibililor (restrângerea naturală a resurselor a afectat în continuare activitățile de exploatare și prelucrare în acest domeniu, iar cererea externă a fost relativ redusă pe fondul temperaturii relativ ridicate din prima parte a anului), dar și (ii) continuării declinului grupei „materii textile” (datorată pierderilor de competitivitate determinate de creșterea salariilor¹⁹ și de aprecierea monedei naționale, agravate de concurența acerbă a producătorilor asiatici). În sens contrar a acționat creșterea puternică a volumului fizic al mijloacelor de transport exportate (+61 la sută, comparativ cu +20 la sută în trimestrul IV 2006, ritmuri anuale).

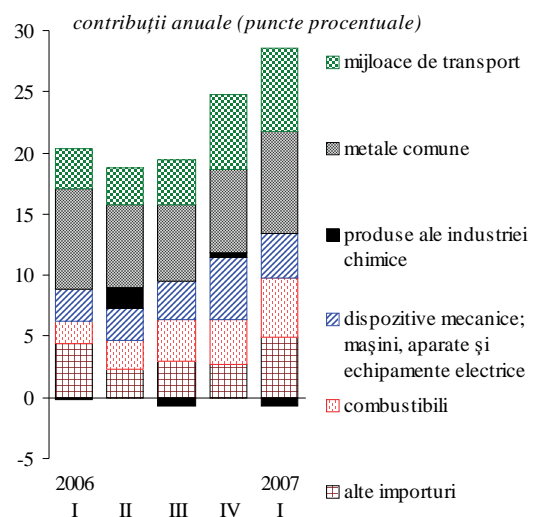
Aceeași sursă relevă o intensificare a dinamicii anuale a volumului importurilor de bunuri în trimestrul I 2007 până la 27,9 la sută, de la 24,8 la sută în trimestrul IV 2006. Factorii stimulativi includ aprecierea monedei naționale și simplificarea formalităților vamale, acestora adăugându-li-se totuși și efectul statistic asociat noii modalități de înregistrare a importurilor provenind din UE începând din acest an.

Dinamica volumului fizic al exporturilor



Sursa: INS, calcule BNR

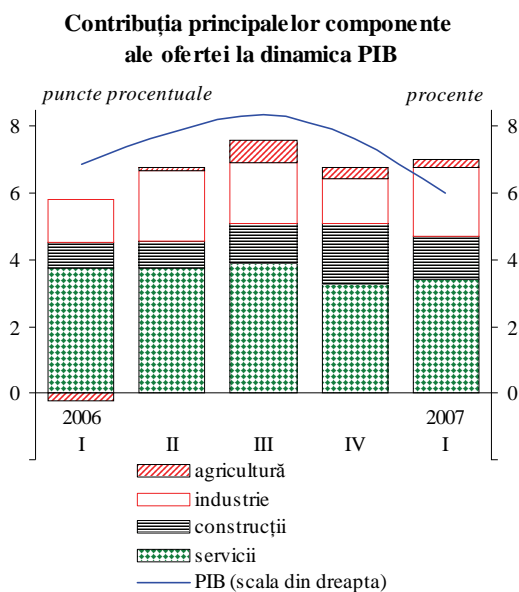
Dinamica volumului fizic al importurilor



Sursa: INS, calcule BNR

¹⁸ Până la 1 ianuarie 2007, statisticile de comerț exterior cu statele membre ale UE se bazau pe informațiile furnizate de Autoritatea Națională a Vămirilor. Ulterior aderării la UE, declarațiile vamale au fost înlocuite de declarațiile statistice INTRASTAT ale agenților economici cu activitate de comerț exterior, fapt care îngreunează procesul de colectare, conducând la prelungirea cu circa 40 de zile a termenului de publicare.

¹⁹ Costul real unitar cu forța de muncă a crescut cu 25 la sută în termeni anuali în trimestrul I 2007 față de o medie de circa 3 la sută în 2006. În structura costurilor de producție, cheltuielile salariale reprezintă aproximativ 75 la sută.



1.2. Oferta

Încetinirea ritmului de creștere a PIB în trimestrul I s-a datorat în exclusivitate componentei „impozite nete pe produs”, a cărei traiectorie s-a inversat (de la +8,1 la sută în trimestrul IV 2006 la -7,8 la sută), anulând câștigul de 0,5 puncte procentuale acumulat de ritmul anual al valorii adăugate brute (până la 8,1 la sută). Potrivit declarațiilor oficiale, această situație – o premieră pentru ultimii opt ani – s-a datorat schimbării aduse regimului fiscal ca urmare a aderării la UE, mai precis posibilității de întârziere cu maximum 60 de zile a plății TVA pentru bunurile care fac obiectul tranzacțiilor comerciale externe, până când mărfurile ajung la utilizatorul final.

În industrie, dinamica valorii adăugate brute s-a majorat cu 1,2 puncte procentuale (7,8 la sută), pe fondul traiectoriei similare a producției în acest sector. Evoluția a fost indusă de segmentul prelucrător (intensificări ale ritmului producției înregistrând industria bunurilor intermediare și, în mai mică măsură, cea a bunurilor de uz curent), în timp ce activitatea subsectorului energetic și-a restrâns în continuare volumul, dat fiind impactul negativ exercitat de vremea neobișnuit de caldă asupra producției de energie termică.

Valoarea adăugată brută a sectorului „servicii” și-a menținut viteza de creștere la un nivel similar celui din trimestrul IV 2006 (6,4 la sută), acumulări mai importante de ritm al cifrei de afaceri înregistrând segmentele: comerțul cu amănuntul de autovehicule și carburanți, comerțul cu ridicata, precum și activitățile de transport terestru (cu excepția celui feroviar), poștă, telecomunicații, informatică, tranzacții imobiliare, proiectare și urbanism.

Agricultura a cunoscut o accelerare de circa 2,5 ori a dinamicii anuale comparativ cu intervalul precedent (până la 9,2 la sută), susținută de redresarea sectorului zootehnic (producția de carne și lapte).

Pe fondul condițiilor climaterice favorabile, activitatea de construcții și-a continuat expansiunea în trimestrul I, valoarea adăugată brută marcând un nou record al ritmului anual pentru perioada 1999-2007 (30,7 la sută). Similar intervalului anterior, dinamica cea mai alertă a fost observată în cazul execuției proiectelor de clădiri (circa 42 la sută, respectiv 33 la sută pe segmentele rezidențial/nerezidențial), însă o intensificare de ritm s-a consemnat și în cazul construcțiilor inginerești (circa 26 la sută).

2. Piața muncii

Accentuarea tensiunilor pe piața forței de muncă a favorizat menținerea dinamicii anuale a câștigurilor salariale la un nivel înalt, peste cea a productivității muncii. În acest context, a continuat tendința de deteriorare a costurilor unitare cu forța de muncă din industrie, vizibilă încă din a doua jumătate a anului 2006; intensificarea produsă în trimestrul II 2007 s-a datorat totuși, în bună măsură, influenței unor factori conjuncturali asupra volumului producției. Prolungirea acestor efecte nefavorabile ar putea genera presiuni de creștere a prețurilor, îndeosebi în cazul menținerii potențialului de consum ridicat, reflectat de majorarea puternică a venitului disponibil real și, implicit, de cea a capacității de îndatorare a populației.

2.1. Forța de muncă

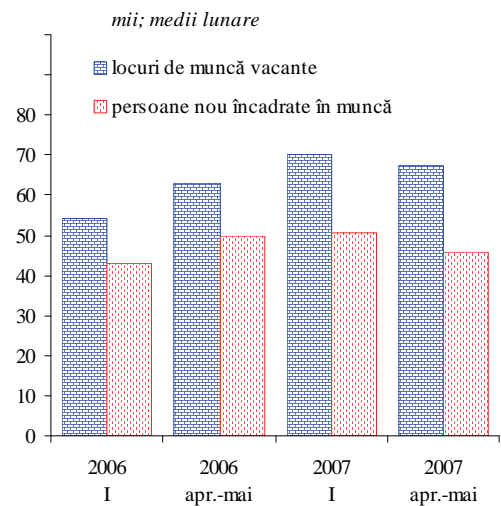
Comprimarea ofertei excedentare de forță de muncă a constituit principala caracteristică a pieței muncii în prima parte a anului 2007, fiind reflectată de scăderea abruptă a ratei șomajului înregistrat de la un nivel de 5,2 la sută în trimestrul I la 4,3 la sută în perioada aprilie-mai (respectiv de la 4,8 la sută la 4,3 la sută, date ajustate sezonier). Din perspectiva cererii de forță de muncă, datele statistice furnizate de ANOFM explică doar parțial evoluția, în condițiile în care, în primele două luni ale trimestrului II: (i) numărul locurilor de muncă vacante a continuat să crească în termeni anuali, însă într-un ritm semnificativ mai lent decât în trimestrul I, iar (ii) numărul angajărilor a fost inferior atât nivelului din perioada similară a anului anterior, cât și celui din trimestrul I. De asemenea, nu există indicii privind intensificarea plecărilor în străinătate din rândul șomerilor, chiar dacă aderarea la UE implică accesul mai facil pe piețele muncii din unele state membre.

În schimb, o contribuție importantă la reducerea ratei șomajului au avut o parte dintre șomerii neindemnizați, care nu și-au reînnoit cererea de a fi menținuți în evidențele instituției. Posibilele motivații sunt legate de faptul că aceștia fie au continuat să-și caute un loc de muncă pe cont propriu (ceea ce ar explica menținerea indicatorului „rata șomajului BIM” la niveluri semnificativ superioare indicatorului „rata șomajului înregistrat”²⁰), fie chiar s-au angajat, cel mai probabil în sectorul informal²¹ – inexistența, în multe cazuri, a unei

²⁰ Această ipoteză urmează a fi verificată după publicarea anchetelor AMIGO aferente trimestrelor I-II 2007, cele mai recente date privind rata șomajului BIM referindu-se la trimestrul IV 2006 (7,2 la sută).

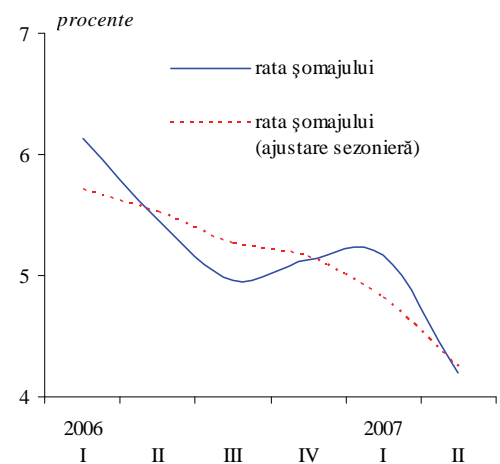
²¹ Este posibil ca expansiunea puternică a activității de construcții să fi determinat extinderea acestui sector.

Locuri de muncă vacante și ocuparea acestora



Sursa ANOFM

Rata șomajului



Sursa ANOFM, calcule BNR

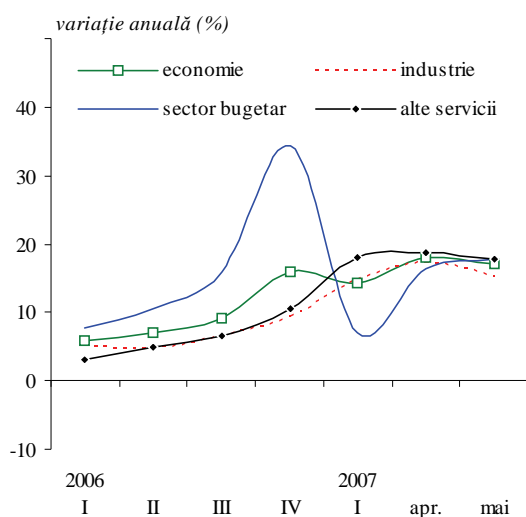
calificări și/sau a experienței reprezentând un obstacol în calea obținerii unui contract în țară sau în străinătate. Astfel, presupunând că angajatorii preferă șomerii indemnizați²² (șomeri pe termen scurt, care în general au o experiență de muncă de minimum un an²³), trebuie menționat faptul că ponderea acestora în totalul șomerilor înregistrați s-a redus la 33,4 la sută în perioada aprilie-mai 2007 (-2,8 puncte procentuale față de aceeași perioadă a anului 2006); alături de restrângerea numărului total al șomerilor, evoluția constituie un alt indiciu cu privire la creșterea restrictivității condițiilor pe piața muncii.

2.2. Venituri

Dinamica anuală deosebit de alertă a câștigurilor salariale, consemnată în majoritatea sectoarelor economice în primele două luni ale anului 2007, s-a menținut și în perioada următoare, în contextul dezvoltării activității întreprinderilor. Astfel, după scăderea abruptă din luna ianuarie (asociată integral efectului de bază rezultat din devansarea cu o lună a acordării celui de-al 13-lea salariu în sectorul bugetar), ritmul anual de creștere a salariului mediu net nominal pe ansamblul economiei pare să se fi stabilizat la circa 22 la sută²⁴.

Analiza sectorială relevă că veniturile salariale din sectoarele economice preponderent private s-au majorat în medie într-un ritm similar celui din sectorul public. În perioada ianuarie-mai 2007, viteza de creștere a salariului net din sectoarele preponderent private a variat de la circa 10-11 la sută (în intermediari financiare și poștă și telecomunicații) la 29 la sută (în comerț), observându-se o corelație negativă între aceasta și nivelul de remunerare. Presiunea de recuperare a decalajelor existente în economie a survenit pe fondul: (i) cererii ridicate de personal calificat în construcții, turism, comerț, (ii) creșterii oportunităților de obținere a unui loc de muncă în spațiul Uniunii Europene, datorită expansiunii economice susținute a acesteia și a modificărilor legislative ce decurg din aderarea la UE²⁵, dar și (iii) al impulsului dat de politica salarială, prin stabilirea unei creșteri de 18 la sută a salariului minim brut pe țară; aceasta a

Salariul net real*



*) deflatat cu IPC

Sursa: INS, calcule BNR

Salariile în sectorul privat

	ianuarie-mai 2007	
	% din media pe economie	variație anuală, %
Turism	63,5	22,5
Comerț	83,2	29,1
Construcții	83,8	24,8
Industria prelucrătoare	84,4	20,4
Comunicații	148,1	9,7
Intermediere financiară	306,8	11,3

Sursa: INS, calcule BNR

²² ANOFM nu deține evidențe la zi privind ponderea șomerilor indemnizați în totalul șomerilor care au fost încadrați în muncă.

²³ Pentru definiția exactă a șomerilor indemnizați, a se vedea notele metodologice ale Buletinului statistic lunar publicat de INS, edițiile 2007.

²⁴ Date disponibile până în luna mai inclusiv.

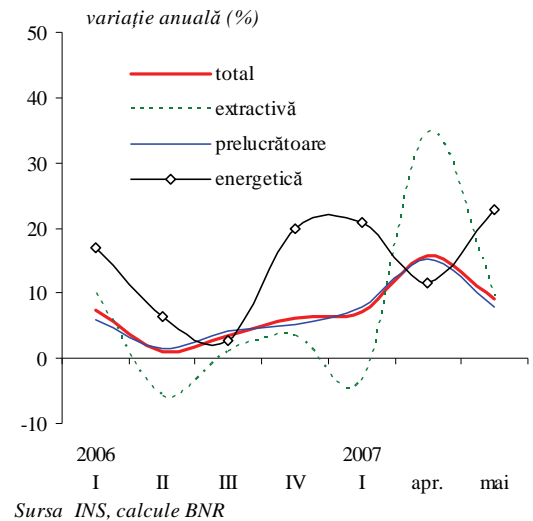
²⁵ Conform Oficiului pentru Migrația Forței de Muncă, începând cu 1 ianuarie 2007, Bulgaria, Republica Cehă, Cipru, Estonia, Finlanda, Letonia, Lituania, Polonia, Slovacia, Slovenia și Suedia au liberalizat total accesul pe piața muncii pentru lucrătorii români, Belgia și Ungaria au simplificat procedura de acordare a permiselor de muncă pentru anumite meserii, iar Franța și Italia au liberalizat piața muncii pentru anumite activități economice (de exemplu, construcții, turism, agricultură).

contribuit, alături de acordarea de prime, la majorarea cu 21,5 la sută a salariului mediu net din sectorul bugetar (în februarie-mai 2007 față de aceeași perioadă a anului anterior).

În industrie a continuat tendința de deteriorare a costurilor unitare cu forța de muncă, semnalată din a doua jumătate a anului 2006. În acest sens au acționat majorările salariale și, în unele subsectoare, acordarea de prime semnificative, dar mai ales apariția în luna aprilie a unor influențe adverse, de natură conjuncturală, care au frânat puternic dinamica producției industriale și, implicit, creșterea productivității muncii. Astfel, dacă în trimestrul I 2007 majorarea indicelui anual al costului unitar al forței de muncă față de trimestrul anterior (+0,8 puncte procentuale, până la 107 la sută) a fost limitată de sporurile consistente de productivitate, în trimestrul II aceasta va fi considerabilă, având în vedere valoarea din luna aprilie (+8,7 puncte procentuale). O contribuție importantă la această evoluție au avut industriile afectate de intrarea în revizie a unei importante rafinării (industria de prelucrare a țițeiului, industria chimică, cauciuc și mase plastice). Deteriorări de mai mică amploare au consemnat însă și principalele ramuri producătoare de bunuri de consum (industria alimentară, textile și confecții, pielărie și încălțăminte), precum și unele ramuri producătoare de bunuri de capital (mașini și echipamente, mașini și aparate electrice), dar în acest caz nu este clar dacă influența preponderentă aparține factorilor conjuncturali sau structurali.

Din perspectiva cererii, cele mai recente date privind venitul disponibil real au confirmat menținerea dinamicii anuale alerte a acestuia (15,9 la sută în trimestrul I 2007, comparativ cu 15,2 la sută în trimestrul anterior). Atât veniturile reale din salarii (+17 la sută), cât și remiterile și transferurile din străinătate (+25,3 la sută) au consemnat variații anuale comparabile cu cele din perioada anterioară, în timp ce veniturile bugetare și extrabugetare și-au dublat rata reală de creștere (8,8 la sută). Conform datelor statistice provizorii aferente trimestrului II 2007, riscurile inflaționiste asociate cererii de consum se mențin ridicate – se manifestă, pe de o parte, efectul direct al accelerării ritmului anual de creștere a venitulului real disponibil, iar pe de altă parte un efect indirect, generat de susținerea oferită de această evoluție expansiunii creditului.

Costul unitar cu forța de muncă în industrie



3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul I 2007, presiunile exercitate de prețurile de producție s-au diminuat sensibil, cu precădere în industriile producătoare de bunuri cu largă reprezentare în coșul de consum (bunuri energetice și bunuri de consum). Aceeași tendință s-a observat la nivelul prețurilor de import, influența favorabilă a aprecierii nominale a monedei naționale dominând impactul creșterii mai rapide a prețurilor externe. În cazul produselor agricole, ritmul anual nu s-a modificat comparativ cu intervalul anterior, însă pentru trimestrul II se estimează o decelerare, susținută atât de segmentul vegetal, cât și de cel animal.

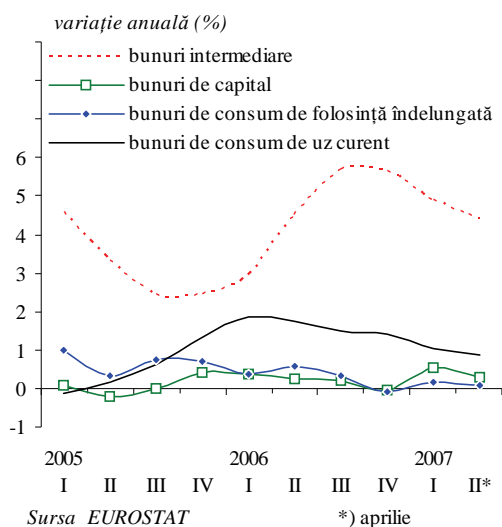
3.1. Prețurile de import

În trimestrul I 2007, inflația importată a avut un impact favorabil asupra dinamicii prețurilor interne, influența ritmului mai alert de creștere a prețurilor externe²⁶ (în termeni anuali, de la 1,4 la sută în trimestrul IV 2006 la 2,3 la sută) fiind complet anulată de aprecierea leului în raport cu euro (5,4 la sută, în comparație cu 4,6 la sută în ultimele trei luni ale anului 2006).

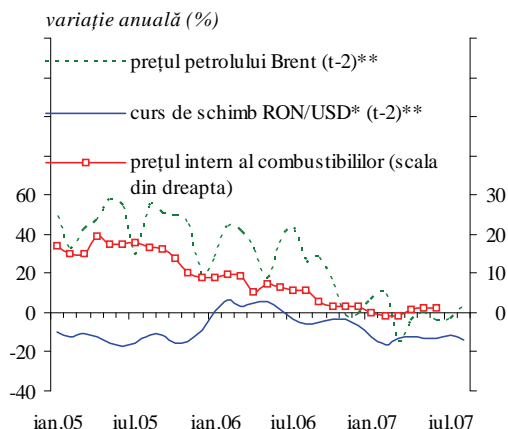
Accelerarea ritmului anual de creștere a prețurilor externe a fost vizibilă mai ales pe relația cu Uniunea Europeană, indicele valorii unitare a importurilor majorându-se în comparație cu trimestrul anterior cu 4 puncte procentuale, până la 5,4 la sută. De remarcat faptul că majoritatea categoriilor de mărfuri afectate – carne, fructe comestibile, produse farmaceutice, îmbrăcăminte și aparate și echipamente electrice – aparțin bunurilor de consum. Pe ansamblu, efect inhibitor semnificativ au generat scăderile de preț consemnate de petrol și de produsele alimentare.

Pentru trimestrul II 2007, datele disponibile indică presiuni asupra prețului intern al carburanților, cotațiile petrolului pe piețele internaționale crescând semnificativ, de la un nivel mediu de 57,8 USD/baril în primele trei luni ale anului 2007 la 68,6 USD/baril. Evoluții favorabile sunt vizibile însă la nivelul celorlalți factori de influență: (i) moneda națională a continuat să se aprecieze în termeni nominali față de euro și dolarul SUA (+7,1 la sută și respectiv +14,9 la sută, ritmuri anuale); (ii) prețurile producției industriale pentru export ale UE25 (exclusiv construcții și energie) au consemnat în lunile aprilie și mai un ritm mediu anual de creștere de 1,9 la sută, cu 0,4 puncte procentuale mai redus decât media trimestrului anterior; (iii) prețul gazelor naturale a continuat să scadă.

Prețurile producției industriale pentru export în UE-25



Prețul petrolului și prețul combustibililor



*) (-) apreciere RON, (+) depreciere RON

***) decalaj determinat de durata ciclului de producție (45 de zile)

Sursa INS, AIE

²⁶ Calculat pe baza indicilor valorii unitare a importurilor.

3.2. Prețurile de producție

3.2.1. Prețurile producției industriale

În trimestrul I 2007, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a continuat să se diminueze (-1,1 puncte procentuale), ajungând la 10,4 la sută. Contribuția principală la această evoluție a revenit grupelor de produse cu cea mai rapidă transmisie a prețurilor de producție către prețurile de consum: (i) bunuri energetice, care au consemnat încetinire de ritm pentru al treilea interval consecutiv (-3 puncte procentuale, până la 12,3 la sută)²⁷, indusă de ramurile de extracție și prelucrare a hidrocarburilor și datorată evoluțiilor de pe piața externă; (ii) bunuri de consum (cu până la 1,7 puncte procentuale în cazul bunurilor de folosință îndelungată), posibil ca urmare a încercării producătorilor autohtoni de a-și păstra cotele de piață în condițiile intensificării importurilor ulterior aderării la UE.

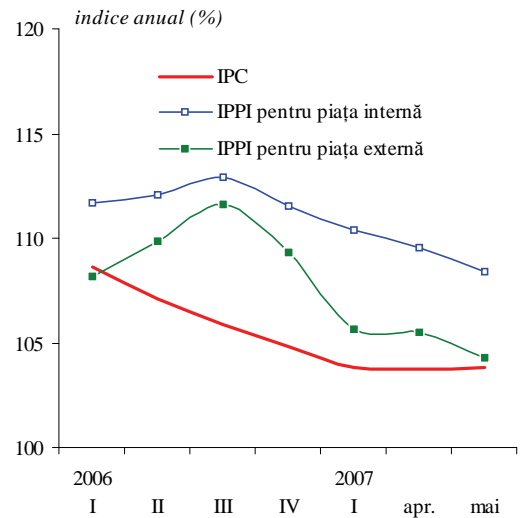
Mișcări de sens contrar s-au consemnat în cazul bunurilor intermediare (+0,5 puncte procentuale, la 9,9 la sută), contribuția determinantă revenind industriei chimice și celei a materialelor de construcții, ambele în asociere cu expansiunea activității din sectorul construcțiilor. Pe un trend similar s-au plasat și prețurile de producție aferente bunurilor de capital (+0,3 puncte procentuale, respectiv 7 la sută), deși în acest caz aportul decisiv a revenit unor ramuri cu pondere mică în valoarea producției²⁸; în schimb, principalele segmente cu activitate în producția de bunuri de capital (mașini și aparate electrice și respectiv mijloace de transport rutiere și nerutiere) au consemnat reduceri de dinamică de până la 2,7 puncte procentuale, posibile explicații fiind costurile mai mici cu materia primă și respectiv aprecierea monedei naționale.

Pentru trimestrul II 2007, este posibilă menținerea tendințelor actuale, segmentul bunurilor energetice continuând să acționeze ca principal factor de atenuare a presiunilor din partea prețurilor de producție ale bunurilor industriale.

3.2.2. Prețurile producției agricole

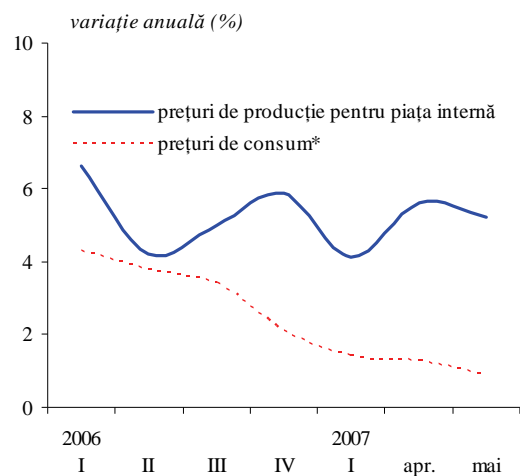
Deși în trimestrul I 2007 dinamica anuală a prețurilor producției agricole s-a menținut la nivelul din trimestrul anterior (+3,3 la

Prețurile producției industriale și de consum



Sursa: INS

Prețurile aferente bunurilor de folosință îndelungată

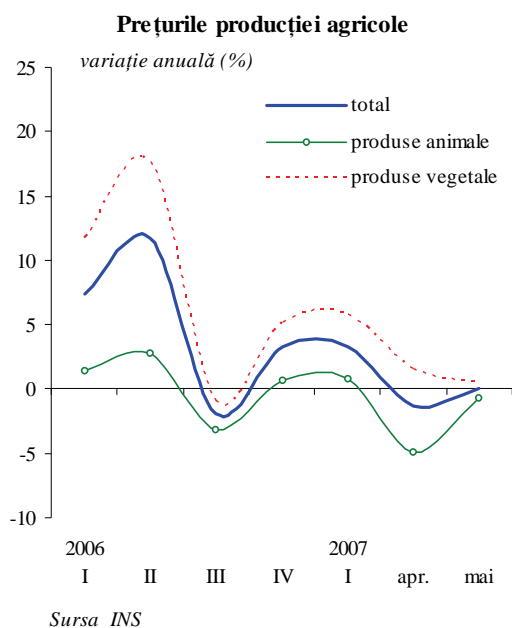


* s-au luat în considerare grupele: produse de uz casnic, mobilă și produse cultural-sportive

Sursa: INS, calcule BNR

²⁷ Decalajul dintre dinamica anuală a prețurilor de producție pentru piața internă în cazul bunurilor energetice și media sectorului industrial s-a diminuat la 1,9 puncte procentuale în trimestrul I 2007, cel mai scăzut nivel din ultimele nouă trimestre.

²⁸ „Construcții metalice și produse din metal” (+0,3 puncte procentuale, până la 6,75 la sută) și respectiv „aparatură și instrumente medicale, de precizie, optice și fotografice, ceasornicărie” (+5,4 puncte procentuale, până la 15,1 la sută).



sută), pe segmentul produselor vegetale au continuat să se acumuleze tensiuni, mișcarea fiind și mai evidentă din perspectiva variației trimestriale (+11,3 la sută). Similar intervalului precedent, prețurile cerealelor s-au majorat într-un ritm alert, dar evoluțiile au fost în bună măsură compensate de reducerile importante de preț consemnate de unele categorii de legume.

În cazul produselor animale, ritmul de creștere a prețurilor a fost comparabil cu cel din intervalul anterior (+0,7 la sută), în condițiile în care reducerile de preț consemnate de principalele sortimente de carne s-au situat între -5,1 la sută în cazul cărnii de vită (mișcare asimilată unei corecții, în condițiile în care, în ultimii doi ani, s-au observat dinamici tot mai alerte ale prețurilor pentru acest produs) și -20,6 la sută în cazul cărnii de porc (în principal, din motive conjuncturale – menținerea embargoului impus de Rusia importurilor de carne din Polonia și înlăturarea restricției de vânzare a cărnii de porc după vaccinarea împotriva pestei porcine, într-o perioadă cu cerere scăzută pentru acest tip de carne).

Pentru trimestrul II 2007 se estimează o încetinire a ratei anuale de creștere a prețurilor producției agricole. Deși evoluția s-a datorat ambelor segmente, determinantă pare a fi scăderea prețurilor produselor animale, în special în cazul cărnii de porc și de pasăre. În acest context, trebuie remarcată persistența discrepanței dintre mișcările de prețuri la producător și cele la consumator. Astfel, reducerile semnificative de preț operate de producătorii de carne de porc au fost reflectate doar marginal de prețurile de consum, în timp ce în cazul cărnii de pasăre traiectoriile au fost chiar divergente. Explicațiile includ probabil influența inhibitoare a celorlalte elemente ale prețului de vânzare, dar și tendința comercianților de a specula evoluția cererii.

IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

Pe parcursul trimestrului II, rata dobânzii de politică monetară a fost redusă în două etape – de la 7,5 la 7,0 la sută –, dar leul și-a accelerat aprecierea nominală față de euro și în raport cu dolarul. Austeritatea mecanismului rezervelor minime obligatorii a fost menținută, iar controlul monetar exercitat de banca centrală s-a ameliorat, determinând eliminarea graduală a ecartului negativ dintre rata medie efectivă a dobânzii plasamentelor instituțiilor de credit la BNR și rata dobânzii de politică monetară. Ca urmare, gradul de restrictivitate a condițiilor monetare în sens larg a rămas adecvat menținerii dezinflației pe traiectoria compatibilă cu atingerea țintelor de inflație pe termen mediu.

Consolidarea dezinflației și ameliorarea sensibilă a traiectoriei pe termen scurt a inflației proiectate – în principal ca urmare a anticipării scăderii relative a presiunilor cererii agregate, dar și a efectelor inflaționiste ale unora din factorii ofertei – au constituit argumentele majore ale deciziilor de prelungire a trendului de reducere a ratei dobânzii de politică monetară pe care le-a adoptat Consiliul de administrație al BNR în cadrul ședințelor sale din 2 mai și 25 iunie 2007. Date fiind însă riscurile la adresa dezinflației identificate în contextul analizelor efectuate, în principal cele legate de majorarea consistentă a salariilor, de atitudinea prociclică a politicii fiscale și de adâncirea dezechilibrului extern, autoritatea monetară a decis să reducă la 0,25 puncte procentuale amplitudinea celor două ajustări descendente operate asupra ratei dobânzii de politică monetară. Totodată, banca centrală a exercitat un control monetar care a condus la îngustarea și ulterior la anularea decalajului negativ dintre rata medie efectivă a dobânzii plasamentelor instituțiilor de credit la BNR și rata dobânzii de politică monetară. În același timp, autoritatea monetară a menținut restrictivitatea mecanismului rezervelor minime obligatorii, ratele acestora fiind păstrate la nivelul de 20 la sută pentru pasivele constituite în moneda națională²⁹ și respectiv la 40 la sută pentru pasivele denuminate în valută.

Prima decizie de scădere a ratei dobânzii de politică monetară din trimestrul II a avut ca principală motivație ameliorarea sensibilă, comparativ cu proiecția anterioară, a perspectivelor

²⁹ Cu scadență reziduală mai mică de 2 ani.

inflației în prima parte a orizontului de transmisie a politicii monetare³⁰ relevată în contextul proiecției actualizate a evoluțiilor economice pe termen mediu. Premisele principale ale coborârii viitoare a traiectoriei ratei anuale a inflației le constituiau accelerarea peste așteptări a dezinflației în prima parte a anului, scăderea pe termen scurt a impactului inflaționist previzionat al unor factori ai ofertei, dar mai ales continuarea restrângerii deviației pozitive a PIB în prima parte a orizontului de prognoză. Ca urmare a persistenței unor riscuri la adresa echilibrului intern și a celui extern ale economiei – cele mai semnificative fiind creșterile ample de salarii consemnate în sectorul privat și cel de stat, precum și previzibila relaxare a politicii fiscale – BNR a redus cu prudență rata dobânzii de politică monetară, luând în considerare în același timp efectul restrictiv exercitat asupra condițiilor monetare în sens larg de continuarea aprecierii consistente a leului și de menținerea austerității mecanismului rezervelor minime obligatorii.

Operarea unei noi ajustări descendente a ratei dobânzii de politică monetară a fost decisă după evaluarea setului de date statistice publicate ulterior, care a confirmat așteptările privind continuarea încetinerii creșterii economice în trimestrul I 2007; scăderea ritmului anual de creștere a PIB a fost însă chiar mai amplă decât s-a anticipat (6,0 la sută, față de un ritm prognozat de 6,8 la sută, respectiv față de 7,7 la sută în trimestrul IV 2006 – a se vedea *Capitolul III. Evoluții ale activității economice*), în principal datorită efectului advers *one-off* exercitat asupra dinamicii formării PIB de modificarea odată cu aderarea României la UE a sistemului de plată a TVA, concretizat în reculul volumului trimestrial al impozitelor încasate la bugetul de stat.

Încetinirea creșterii economice s-a datorat însă într-o oarecare măsură și reducerii dinamicii cererii interne (de la 13,5 la 11,9 la sută), produsă inclusiv ca urmare a moderării creșterii consumului final efectiv al gospodăriilor populației (11,3 la sută, față de 12,7 la sută în trimestrul IV 2006). Atenuarea în acest context a presiunilor inflaționiste ale absorbției interne a fost potențată de modificările produse în primele luni ale anului în structura cererii de consum³¹; acestea au fost însă mai puțin favorabile din perspectiva dezechilibrului extern, majorarea consemnată de dinamica soldului negativ al exportului net în

³⁰ Rata proiectată a inflației pentru finele anului 2007 fiind de 3,7 la sută, cu 0,3 puncte procentuale sub punctul central al țintei de 4,0 la sută \pm 1 punct procentual, respectiv cu 0,9 puncte procentuale sub nivelul prognozat în *Raportul asupra inflației* din luna februarie.

³¹ Amplificarea cererii de produse nealimentare – în special a celor de autovehicule și carburanți – și scăderea puternică a dinamicii cumpărărilor de produse alimentare și a celei a serviciilor.

acest interval sporind amplitudinea scăderii înregistrate de dinamica PIB.

În aceste condiții, Consiliul de administrație al BNR a limitat din nou la 0,25 puncte procentuale pasul scăderii operate asupra ratei dobânzii de politică monetară; această atitudine prudentă a mai fost motivată de incertitudinile majore privind durabilitatea încetinirii creșterii economice și perspectivele potențialului inflaționist al cererii agregate, în condițiile în care evoluțiile principalilor indicatori relevanți din perioada aprilie-mai indicau ca posibilă o accelerare în acest interval a creșterii cererii de investiții, dar și a consumului privat. Astfel, dinamica anuală a volumului cifrei de afaceri din comerț a consemnat o creștere în raport cu valoarea medie din trimestrul I – atât pe seama categoriei bunuri alimentare, cât și pe seama vânzărilor de bunuri de folosință îndelungată destinate mobilării, dotării și întreținerii locuințelor –, iar rata de creștere a cifrei de afaceri în comerțul cu autovehicule și carburanți a înregistrat doar o ușoară reducere, nivelul său rămânând astfel ridicat. Evoluția cererii de consum a continuat însă să contrasteze cu tendința de ameliorare a economisirii financiare nete a populației, care s-a consolidat în prima parte a trimestrului II.

Din această perspectivă, favorabilă scăderii ratei dobânzii de politică monetară a fost și traiectoria pe care s-a înscris în ultimele luni dinamica creditelor acordate populației; rata medie anuală de creștere³² a acestora s-a redus sensibil în primele două luni ale trimestrului II (la 65,8 la sută, cu 9,1 puncte procentuale sub nivelul din trimestrul I), în principal pe seama temperării vitezei de creștere a componentei destinate finanțării consumului. Variația anuală medie a celei din urmă s-a restrâns la 68,9 la sută (față de 82,7 la sută în primele 3 luni ale anului 2007), în condițiile în care costurile cu dobânda s-au menținut relativ ridicate³³; astfel, rata medie a dobânzii variabile practicate pentru împrumuturile noi destinate consumului cu scadență de peste 5 ani – unul dintre cele mai populare produse oferite de instituțiile de credit – s-a redus doar marginal, în timp ce rata medie a dobânzii practicate de bănci pentru creditele *overdraft* acordate populației a fost superioară cu circa 0,2 puncte procentuale celei din trimestrul I. În schimb, rata anuală de creștere a împrumuturilor pentru locuințe s-a mărit ușor (51,2 la sută în medie în lunile aprilie-mai, față de 49,5 la sută în intervalul ianuarie-martie 2007), cu toate că în perioada analizată nu s-a produs o ameliorare de proporții a condițiilor de obținere a unui

³² Ratele anuale de creștere sunt exprimate în termeni reali.

³³ Nici la nivelul comisioanelor practicate nu s-a produs o ameliorare sensibilă, în condițiile în care rata medie a dobânzii anuale efective aferente creditelor de consum acordate populației a fost de 18,3 la sută în perioada aprilie-mai, față de 18,8 la sută în trimestrul I 2007.

credit³⁴. Creșterea dinamicii acestei categorii de credite a fost alimentată însă mai puțin de componenta în lei – cu toate că rata medie a dobânzii practicate pentru creditele noi pentru locuințe s-a redus cu 1,2 puncte procentuale³⁵ –, cât mai ales de cea în valută; trendul ascendent al celei din urmă a fost susținut de scăderea mai puternică a costurilor asociate acestor categorii de împrumuturi, datorată atât reducerii ratelor dobânzilor aferente creditelor noi în euro, cât și aprecierii continue a leului și anticipării continuării acestui proces. Din această perspectivă, similar trimestrului precedent, reducerea ratei dobânzii de politică monetară a avut drept argument și necesitatea contracarării tendinței de accentuare a fenomenului de substituție a creditului în lei cu cel denominat în devize.

Și evoluția depozitelor bancare ale populației a constituit un argument favorabil deciziilor de coborâre a ratei dobânzii, în condițiile în care accelerarea ritmului de creștere a depozitelor la termen în lei cu scadența sub doi ani ale persoanelor fizice s-a prelungit și în perioada aprilie-mai (12,7 la sută, față de 8,2 la sută în trimestrul I), sugerând o posibilă accentuare a înclinației populației spre economisire; în plus, traiectoria variației anuale a acestei categorii de plasamente a contrastat cu declinul dinamicii depozitelor la termen în valută, fiind posibil ca nivelul mult mai atractiv al câștigurilor oferite de investițiile în monedă națională³⁶ să fi antrenat o realocare de portofoliu. În același timp, creșterea depozitelor *overnight* în lei ale persoanelor fizice a continuat să se accelereze (121,0 la sută) – deși sensibil mai lent comparativ cu primul trimestru – în special datorită efectului stimulat de randamentele înalte atașate de unele instituții de credit depozitelor la vedere constituite de persoanele fizice.

O altă evoluție relevantă care a înclinat deciziile BNR în favoarea reducerii ratei dobânzii de politică monetară a constituit-o continuarea declinului ratei anuale a inflației CORE2. Fiind chiar ușor superioară așteptărilor, amplitudinea scăderii ratei inflației CORE2 a contribuit, alături de reducerea variațiilor anuale ale unor prețuri administrate, la neutralizarea impactului direct exercitat asupra ratei anuale a inflației totale de abaterea nefavorabilă față de prognoză înregistrată atât de ritmul de creștere a prețurilor legumelor și fructelor – datorată apariției unui deficit de ofertă pe aceste segmente – cât și de

³⁴ Inclusiv datorită faptului că procesul de avizare de către BNR a normelor de creditare proprii ale băncilor nu a produs încă efecte sesizabile.

³⁵ Reducerea ratei medii a dobânzii efective a fost relativ mai amplă (1,5 puncte procentuale), ceea ce sugerează posibilitatea operării unor scăderi și asupra altor categorii de costuri asociate creditelor pentru locuințe.

³⁶ În lunile aprilie-mai rata medie a dobânzii aferente depozitelor la termen în lei pe scadența de până la doi ani ale persoanelor fizice a rămas relativ apropiată de cea consemnată în trimestrul I.

prețul combustibililor. Cu toate acestea, la finalul trimestrului II rata anuală a inflației a depășit cu 0,5 puncte procentuale nivelul prognozat, ea majorându-se față de luna martie cu 0,14 puncte procentuale. Această deviație s-a datorat însă exclusiv neașteptatei corecții ample aplicate în luna mai chiriilor stabilite de administrația locală care, date fiind caracterul *one-off* al ajustării, precum și natura specifică a prețului, nu deține potențialul de a exercita efecte secundare asupra prețurilor, inclusiv prin intermediul anticipațiilor inflaționiste.

Ajustările descendente ale ratei dobânzii au avut ca argumente și anumite considerente legate de creșterea peste așteptări a ritmului de apreciere a leului în raport cu principalele monede (leul s-a întărit în medie cu 3,0 la sută față de euro comparativ cu trimestrul I). Pe de o parte, s-a apreciat că impactul exercitat asupra restrictivității condițiilor monetare în sens larg de această evoluție a cursului de schimb al monedei naționale face posibilă continuarea scăderii precaute a ratei dobânzii de politică monetară. Pe de altă parte, s-a considerat că aprecierea leului riscă să devină nesustenabilă în ipoteza în care, pe fondul persistenței diferențialului încă înalt al ratei dobânzii față de piețele internaționale, capitalul volatil și-ar exacerba presiunea exercitată asupra cursului de schimb.

În pofida manifestării unor presiuni considerabile asupra ratei de schimb a leului, BNR a evitat producerea unei scăderi de proporții a randamentelor de pe piața monetară, politica de gestionare a lichidității fiind adaptată din perspectiva asigurării stabilității ratei dobânzii interbancare și a plasării acesteia pe un palier aflat în proximitatea ratei dobânzii de politică monetară. Astfel, în prima parte a lunii aprilie autoritatea monetară și-a menținut nemodificată maniera de exercitare a controlului asupra lichidității de pe piața monetară, pentru ca ulterior BNR să reducă frecvența și respectiv volumul operațiunilor de sterilizare, ca reacție la puternica tensionare pe care au înregistrat-o condițiile lichidității; aceasta a avut la origine, pe de o parte, efectuarea de către Trezorerie a unor absorbții monetare peste așteptări, și, pe de altă parte, amplificarea substanțială a cererii de rezerve a unor bănci sub impactul sporirii interesului nerezidenților pentru efectuarea de plasamente în moneda națională. Creșterea abruptă în acest context a randamentelor pieței monetare interbancare urmată de replierea ulterioară a acestora pe un palier neobișnuit de ridicat au determinat BNR să efectueze – în premieră în ultimii cinci ani – o serie de injecții de lichiditate, banca centrală derulând în luna mai patru operațiuni *repo*³⁷ cu scadența la o săptămână, la o rată medie a dobânzii de 7,92 la sută. Relativa normalizare a condițiilor

³⁷ Volumul mediu zilnic de monedă astfel injectat în sistem a fost în luna mai de 361,1 milioane lei.

pieței a condus la reluarea în iunie a operațiunilor de atragere de depozite cu scadența de o lună, autoritatea monetară acceptând integral sumele oferite de bănci în cadrul licitațiilor; operațiunile de piață destinate absorbției de lichiditate au fost însă din nou sistate în ultima decadă a lunii, anticiparea producerii unei creșteri puternice a cererii de rezerve a instituțiilor de credit – și implicit, a consemnării unei noi deraieri a randamentelor pieței interbancare – determinând BNR să efectueze încă o operațiune *repo*³⁸.

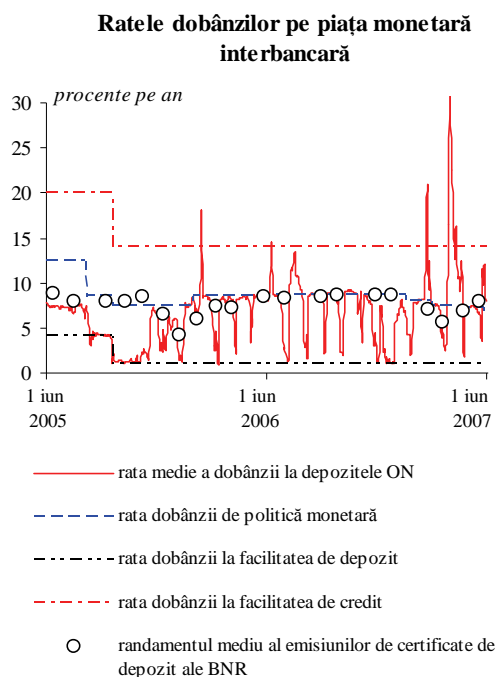
2. Piețe financiare și evoluții monetare

Sub impactul unui puternic efect contracționist exercitat de factorii autonomi ai lichidității, ratele dobânzilor interbancare au înregistrat în trimestrul II creșteri abrupte temporare, valoarea medie a acestora plasându-se astfel la un nivel superior mediei trimestrului anterior. În acest context, presiunile exercitate de intrările de capital volatil asupra cursului de schimb leu/euro s-au amplificat, leul accelerându-și în consecință aprecierea. Deși într-un ritm mai lent, dinamica anuală a masei monetare a continuat să crească exclusiv datorită consolidării tendinței ascendente a dinamicii creditului acordat sectorului public.

2.1. Ratele dobânzilor

Ratele dobânzilor de pe piața interbancară și-au amplificat sensibil fluctuațiile în trimestrul II, evoluția lor fiind marcată de recurența în acest interval a unor deficite substanțiale de lichiditate, la originea cărora s-a aflat un puternic efect contracționist exercitat de factorii autonomi ai lichidității. În aceste condiții, randamentul mediu al depozitelor interbancare a avut o traiectorie opusă ratei dobânzii de politică monetară, urcând cu 2,6 puncte procentuale față de trimestrul precedent, până la nivelul de 9,6 la sută.

În prima decadă a lunii aprilie, randamentele interbancare s-au plasat în apropierea ratei dobânzii de politică monetară, pentru ca apoi ele să intre pe un trend descendent ce s-a prelungit până la finele perioadei de constituire a RMO. În ultima parte a lunii însă, ratele medii zilnice ale depozitelor ON au urcat abrupt (atingând pe 27 aprilie un maxim de 34,5 la sută), ca urmare a creșterii ample a cererii de lichiditate a băncilor; aceasta s-a datorat majorării mult peste așteptări a valorii plăților efectuate către Trezorerie, precum și sporirii puternice a volumului decontărilor interbancare, pe fondul intensificării fără precedent a operațiunilor valutare cu caracter speculativ efectuate de



³⁸ Aceasta a avut scadența la 2 săptămâni și un randament de 7,0 la sută.

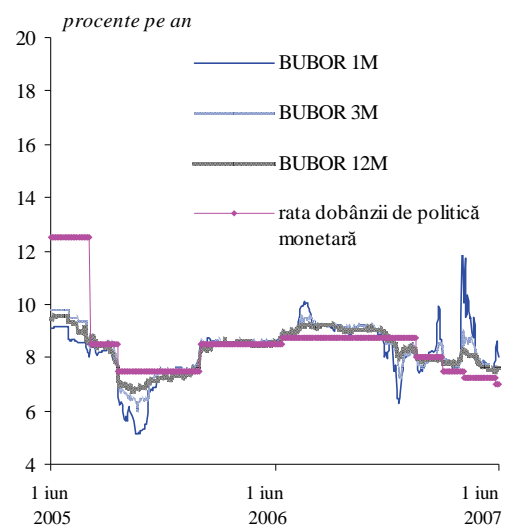
nerezidenți. În acest context s-a manifestat mai pregnant relativa constrângere pe care a început să o exercite asupra flexibilității gestionării lichidității de către bănci scadența de o lună a atragerii de depozite – principalul instrument *open market* al BNR.

Deficitul de lichiditate a persistat și în prima parte a lunii mai, ceea ce a determinat plasarea randamentelor pe termen scurt la niveluri înalte, în condițiile în care apelul la facilitatea de creditare – deși consistent – a fost insuficient în raport cu cererea de rezerve pe termen scurt, el fiind restricționat inclusiv de absența din portofoliul unor bănci a volumului necesar de active eligibile; în plus, funcționarea facilității de furnizare de lichiditate *intra-day* și parțial a celei de creditare a continuat să fie afectată de unele bariere de ordin tehnic. Cuplarea randamentelor interbancare cu rata dobânzii de politică monetară s-a realizat prin urmare de-abia în ultima săptămână a lunii mai – ulterior efectuării de către banca centrală a unor operațiuni de injecție monetară – ele menținându-se în jurul acestei valori până la jumătatea lunii iunie. După o scurtă perioadă de declin, ratele medii zilnice ON au înregistrat o nouă creștere bruscă în ultima zi a perioadei de constituire a RMO, în condițiile în care o parte dintre bănci au subestimat cererea de rezerve pe ansamblul sistemului, iar surplusul de lichiditate existent nu a fost redistribuit eficient între operatori. Ca urmare, unele instituții de credit și-au procurat resursele necesare prin atragerea de depozite de pe piața interbancară la rate de dobândă superioare celei aferente facilității de creditare³⁹. Randamentele depozitelor pe termen foarte scurt s-au menținut la niveluri ridicate și în primele zile ale noii perioade de constituire a RMO, normalizarea valorilor acestora având loc doar după rebalansarea condițiilor lichidității prin efectuarea de către BNR a unei noi operațiuni *repo*.

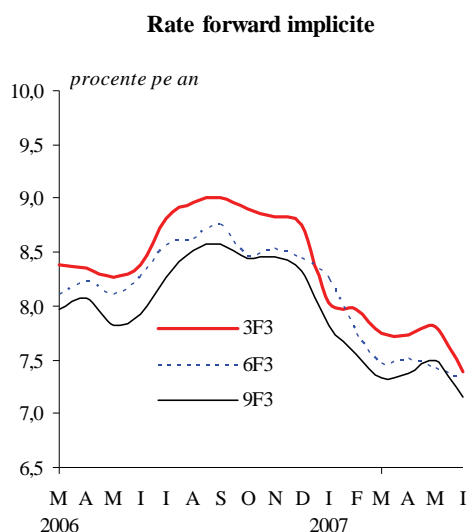
În aceste condiții, pe ansamblul trimestrului II, ratele dobânzilor ON s-au caracterizat printr-o creștere pronunțată a volatilității și o extindere a intervalului de fluctuație. *Spread*-ul mediu dintre cotațiile *bid* și *ask* pe această scadență a fost superior cu 1,4 puncte procentuale celui consemnat în primele trei luni ale anului 2007, valoarea înaltă a acestuia fiind cu precădere consecința creșterii puternice a cererii de resurse în perioada aprilie-mai.

Curba randamentelor BUBOR (1M-12M) s-a plasat în luna iunie pe un palier inferior celui din martie, aceasta continuându-și astfel declinul pentru al treilea trimestru consecutiv. Cotațiile au coborât pe întregul spectru de maturități (în medie cu 0,4 puncte procentuale), mișcarea lor reflectând, pe

Rata dobânzii de politică monetară și ratele BUBOR



³⁹ Și în acest caz, insuficiența activelor eligibile pentru garantare a limitat apelul unor bănci la facilitatea de creditare.



de o parte, trendul descendent al ratei dobânzii de politică monetară, iar, pe de altă parte, evoluția așteptărilor inflaționiste ale operatorilor⁴⁰. Scăderea randamentelor a fost mai pronunțată pe scadențele scurte, astfel încât panta negativă a curbei acestora s-a atenuat, *spread*-ul dintre mediile lunare ale cotațiilor BUBOR 12M și 1M diminuându-se de la -0,6 la -0,2 puncte procentuale.

Ratele *forward* implicite calculate pe baza cotațiilor medii din iunie indică absența unor schimbări notabile în privința nivelurilor anticipate ale randamentelor interbancare pentru anul curent. Astfel, valoarea medie a lunară a ratei BUBOR 3M este așteptată să scadă lent pe orizontul următoarelor trei trimestre, atingând 7,4 la sută în septembrie (nivel doar marginal inferior celui consemnat la finele trimestrului I), 7,3 la sută în decembrie și respectiv 7,2 la sută în martie 2007.

În contrast cu evoluția randamentelor de pe piața monetară interbancară, ratele dobânzilor titlurilor de stat nu au cunoscut oscilații deosebite, ele situându-se în jurul valorii de 7,2 la sută la aproape fiecare emisiune, în condițiile în care randamentele solicitate au fluctuat între 6,76 și 12 la sută. În încercarea de a diminua costurile cu plățile de dobânzi, MEF a respins parțial sau chiar integral (în două cazuri) ofertele de cumpărare depuse de participanții la licitațiile de titluri de stat, ratele dobânzilor maxime acceptate fiind diminuate treptat de la 7,41 la 7,15 la sută.

În acest context, MEF și-a redus prezența pe piața primară a titlurilor de stat, în trimestrul doi fiind puse în circulație înscrise publice însumând circa 2 208 milioane RON (din care aproape 69 la sută s-au concentrat în luna aprilie), volum ce reprezintă mai puțin de jumătate din cel lansat în intervalul precedent și circa 44 la sută din cel anunțat.

În luna iunie, autoritatea publică a emis pentru prima dată de la reluarea emisiunilor de titluri de stat, obligațiuni de stat cu scadența de 10 ani (înscrisele precedente având maturități de 1, 3 și 5 ani), al căror randament mediu s-a situat la nivelul de 6,91 la sută.

Pe piața secundară a titlurilor de stat volumul tranzacțiilor derulate s-a majorat sensibil în perioada aprilie-iunie, în principal pe seama operațiunilor efectuate de BNR. Astfel, rulajul total al pieței secundare s-a cifrat la circa 15 653 milioane RON (comparativ cu 3 250 milioane RON în

⁴⁰ Comparativ cu finele trimestrului anterior, anticipațiile inflaționiste aferente sfârșitului acestui an s-au ameliorat în luna iunie, cele pe orizontul decembrie 2008 înregistrând, în schimb, o ușoară deteriorare.

intervalul precedent), din care aproape 76 la sută a avut drept contrapartidă banca centrală. Tranzacțiile ireversibile au totalizat circa 2 973 milioane RON (în creștere cu circa 6 la sută față de perioada anterioară) și s-au efectuat în cea mai mare parte cu înscrisuri având scadența reziduală de 5 ani, 3 ani și mai puțin de un an; majoritatea lor s-au încheiat între bănci și clienți.

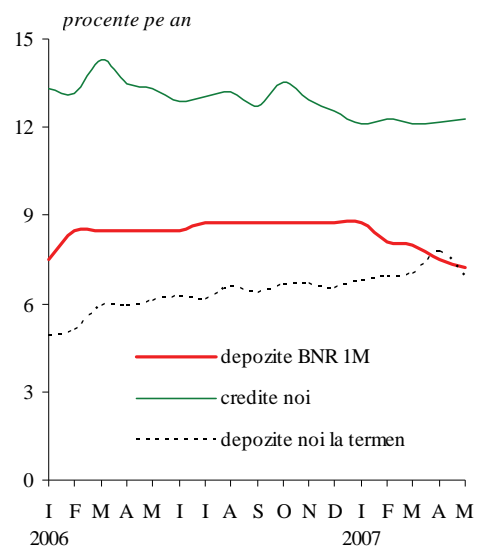
Randamentul mediu al operațiunilor ireversibile cu titluri de stat a crescut de la 6,67 la sută în martie la 7,02 la sută în iunie; cele mai ridicate rate de dobândă s-au înregistrat în cazul operațiunilor cu obligațiuni de stat având maturitatea reziduală mai mică de un an (7,40 la sută), la polul opus situându-se tranzacțiile cu înscrisuri publice cu scadența reziduală de un an (6,19 la sută).

Sub influența ajustărilor ratei dobânzii de politică monetară, dar și a celei exercitate de evoluția cotațiilor pieței interbancare, ratele dobânzilor practicate de bănci în relațiile cu clienții au consemnat în perioada martie – mai 2007 schimbări mai mult sau mai puțin semnificative de traiectorie. Excepția a constituit-o rata dobânzii aferente creditelor noi, a cărei valoare medie a fluctuat doar imperceptibil de-a lungul perioadei, atingând la finele acesteia o valoare similară celei înregistrate în februarie (12,28 la sută). În schimb, rata medie a dobânzii aferente depozitelor noi la termen a înregistrat fluctuații ample în ambele sensuri, înregistrând însă la rândul ei la finele intervalului o valoare aproape identică celei din a doua lună a anului.

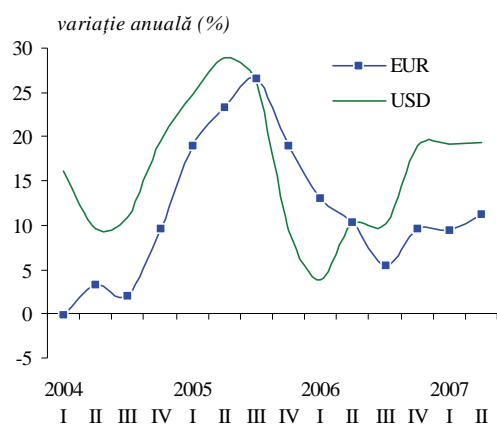
Evoluția ratelor medii ale dobânzilor a fost însă net diferențiată pe cele două segmente principale de clientelă. Inclusiv sub impactul scăderilor consecutive ale ratei dobânzii de politică monetară, rata medie a dobânzii bonificată pentru depozitele la termen noi ale populației a consemnat o ușoară mișcare descendentă pe parcursul celor trei luni analizate, plasându-se în luna mai la 6,74 la sută (cu 0,15 puncte procentuale sub valoarea din februarie). În schimb, randamentul aferent plasamentelor similare ale societăților nefinanciare a fost neobișnuit de volatil, frecvențele și relativ amplele oscilații ale valorilor medii lunare fiind relativ strâns corelate cu cele consemnate de cotațiile pieței monetare interbancare. La rândul ei, rata medie a dobânzii aferente creditelor noi acordate persoanelor fizice și-a prelungit tendința predominant descendentă – atingând în luna mai o valoare inferioară cu 0,89 puncte procentuale celei din februarie –, în timp ce rata medie a dobânzii practicate pentru împrumuturile noi acordate societăților nefinanciare a consemnat creșteri lunare sistematice, plasându-se la finele intervalului analizat la 12,29 la sută.

Și evoluția ratei medii a dobânzii la creditele *overdraft* a reflectat o sensibilitate crescândă a acestora față de randa-

Ratele dobânzilor în sistemul bancar



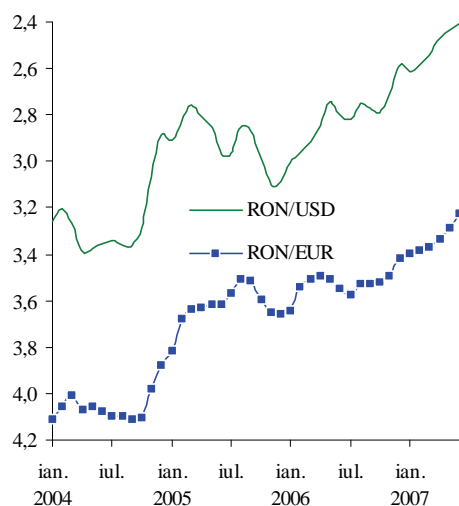
Evoluția în termeni reali a cursului de schimb al leului*



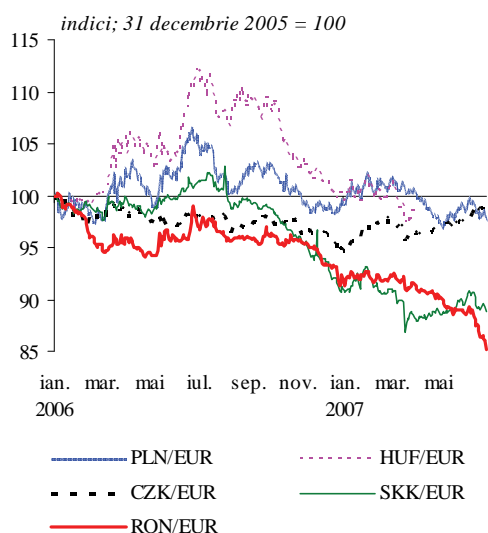
*) apreciere (+), depreciere (-); deflatat cu IPC

Sursa: INS, BNR

Cursul de schimb nominal



Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



mentele pieței monetare interbancare, în special pe segmentul relațiilor cu companiile (rata medie a dobânzii la creditele *overdraft* ale societăților nefinanciare s-a plasat în mai la 13,61 la sută – în creștere cu 92 puncte de bază față de luna februarie –, după ce în aprilie ajunsese la 23,28 la sută, un nivel maxim al primelor cinci luni). În schimb, rata medie a dobânzii la creditele *overdraft* acordate populației s-a situat la sfârșitul perioadei analizate la 22,36 la sută, în scădere cu 0,14 puncte procentuale față de februarie.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Procesul de apreciere a monedei naționale în raport cu euro a cunoscut în trimestrul II o intensificare peste așteptări; aceasta s-a datorat pe de o parte, contextului extern caracterizat prin creșterea apetitului pentru risc al investitorilor financiari și, pe de altă parte, sporirii oportunităților de câștig oferite de principalele segmente ale pieței financiare interne⁴¹, mai ales de majorarea puternică a randamentelor pieței monetare interbancare. Sub impactul amplificării în acest context a intrărilor de capital, în special a celor cu caracter speculativ, precum și a presiunilor exercitate de acestea, cursul de schimb leu/euro și-a accelerat sensibil scăderea începând cu ultima parte a lunii aprilie, traiectoria acestuia decuplându-se astfel temporar de cea a ratelor de schimb ale monedelor din regiune; în schimb o evoluție similară celei consemnate în cazul altor monede regionale a consemnat volatilitatea cursului de schimb leu/euro, aceasta înregistrând o ușoară scădere.

Aprecierea nominală acumulată de moneda națională pe ansamblul primului semestru al anului a fost net superioară celei consemnate în trimestrul I (5,8 la sută, respectiv 7,5 la sută în termeni reali față de euro și 7,4 la sută, respectiv 9,1 la sută în termeni reali față de dolar). Astfel, din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb înregistrate pe ansamblul trimestrului, leul a continuat să își consolideze aprecierea atât față de euro (7,1 la sută în termeni nominali și 11,2 la sută în termeni reali), cât și – într-o mai mică măsură însă – față de dolar (14,9 la sută în termeni nominali și 19,3 la sută în termeni reali).

Atitudinea investitorilor *vis-a-vis* de piețele emergente din regiune, inclusiv față de piața românească, s-a menținut favorabilă în prima parte a trimestrului II, pe fondul consemnării de către aceste țări a unor evoluții economice încurajatoare, dar și al nemodificării ratelor dobânzilor de către principalele bănci centrale. Acestui context i s-au asociat pe plan intern o relativă

⁴¹ Conform datelor furnizate de BVB, cumpărările de înscrisuri ale nerezidenților au atins în luna mai nivelul record de 240,5 milioane euro.

atenuare a tendinței de creștere a dinamicii anuale a deficitului contului curent, precum și menținerea la un nivel relativ ridicat a volumului intrărilor de capital de natura investițiilor directe și a împrumuturilor financiare, în principal a celor pe termen mediu și lung, consecința acestor evoluții fiind prelungirea mișcării descendente a cursului leu/euro. Tendința de apreciere a monedei naționale a fost însă temperată de sporirea plăților efectuate în contul datoriei externe pe termen scurt – cu precădere a celei deținute de sectorul bancar –, de influențele exercitate de contextul politic intern⁴² și de modificarea de către una dintre agențiile de evaluare financiară a perspectivei rating-ului de țară acordat României. Cu toate acestea, în ultimele zile ale lunii, cursul leu/euro și-a accelerat puternic scăderea, în condițiile în care creșterea neașteptat de bruscă pe care au înregistrat-o randamentele pieței monetare interbancare (a se vedea subsecțiunea 2.1. *Ratele dobânzilor*) a exacerbât interesul nerezidenților pentru plasamentele pe termen scurt în moneda națională. În aceste condiții, ritmul lunar de apreciere a leului s-a mărit la 1,0 la sută, dimensiunea acestuia fiind totuși inferioară celei consemnate de majoritatea valutelor din regiune⁴³.

Întărirea alertă a leului a continuat și în luna mai, prevalența determinanților interni conjuncturali ai acestei evoluții fiind pusă în evidență de apariția și accentuarea unei tendințe de reddecuplare a traiectoriei raportului leu/euro de cea a ratelor monedelor din zonă. Astfel, determinantul major al aprecierii rapide a leului în acest interval l-a constituit nivelul ridicat la care s-au menținut pentru o perioadă neobișnuit de îndelungată ratele dobânzilor depozitelor pe termen foarte scurt de pe piața monetară interbancară, impactul său fiind însă potențat și de creșterea în această perioadă a apetitului pentru risc al investitorilor⁴⁴. Alți posibili susținători ai acestei aprecieri au fost (i) majorarea substanțială a vânzărilor (nete) de devize efectuate prin casele de schimb, ceea ce sugerează sporirea volumului remiterilor din străinătate, (ii) creșterea la o valoare record a volumului obligațiunilor denominate în lei emise pe piața financiară internațională și, probabil, achiziționarea cel puțin parțială a acestuia de către nerezidenți, precum și (iii) sporirea pasivelor externe pe termen scurt ale sistemului bancar. În aceste condiții, evoluția cursului leu/euro a întârziat să recepteze impactul scăderii ratei dobânzii de politică monetară și al măsurilor adoptate de banca centrală în scopul gestionării lichidității pe piața monetară și al stabilizării ratelor

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2006 5 luni	2007 5 luni
Contul financiar	3 490	5 213
Investiții directe	2 920	2 138
reșidenți în străinătate	-13	-18
nerezidenți în România	2 932	2 154
Investiții de portofoliu și derivate financiare	214	107
reșidenți în străinătate	123	-181
nerezidenți în România	91	288
Alte investiții de capital	2 294	3 724
<i>din care</i>		
pe termen mediu și lung	182	705
pe termen scurt	1 012	-1 069
numerar și depozite pe termen scurt	1 125	2 641
Active de rezervă ale BNR (net)		
("-" creștere/"+" scădere)	-1 938	-755

⁴² Evenimentele asociate suspendării Președintelui României.

⁴³ Față de euro, în luna aprilie zlotul s-a apreciat cu 1,9 la sută, forintul cu 1,6 la sută, iar lira turcească cu 1,6 la sută.

⁴⁴ Optimismul investitorilor financiare *vis-a-vis* de piețele emergente a fost susținut de prelungirea expansiunii economice globale și a posibilității obținerii de împrumuturi pe unele piețe financiare cu costuri foarte reduse.

dobânzilor corespunzătoare, raportul de schimb leu/euro atingând în data de 21 mai cel mai mic nivel din octombrie 2002. Scăderea ratei de schimb leu/euro s-a întrerupt doar în ultima săptămână a lunii, când s-a produs o revenire la echilibru a condițiilor lichidității pe piața monetară interbancară, pe ansamblul perioadei leul înregistrând o apreciere lunară nominală de 1,5 la sută.

Ca urmare a normalizării nivelului randamentelor pieței monetare, dar mai ales în contextul producerii unei corecții ușoare a prețului activelor pe piețele financiare emergente⁴⁵, rata de schimb leu/euro a consemnat o mișcare ușor ascendentă în prima parte a lunii iunie. Apariția ulterioară a unor semnale pozitive privind robustețea creșterii economice în principalele economii ale lumii, precum și dispariția temerilor față de o posibilă majorare a ratei dobânzii de către Banca Japoniei⁴⁶ au dat însă un nou impuls tranzacțiilor speculative derulate de investitori pe piețele financiare emergente și inclusiv cursurilor de schimb ale monedelor locale. Reacția cursului leu/euro a fost însă mai amplă față de cea a altor monede din regiune, reaccelerarea în acest context a aprecierii leului fiind potențată atât de revenirea începând cu data de 22 iunie a randamentelor pieței monetare interne la niveluri ridicate, cât și de consolidarea așteptărilor operatorilor valutare privind accentuarea trendului descendent al cursului leu/euro în condițiile menținerii strategiei BNR de non-intervenție pe piața valutară interbancară. În aceste condiții, volumul tranzacțiilor derulate de nerezidenți pe această piață a atins în cursul lunii un nou record absolut, majoritatea acestora constituind operațiuni cu caracter speculativ. Ca urmare, în a doua jumătate a lunii, raportul leu/euro s-a repoziționat pe o traiectorie alert descendentă, pragurile succesive depășite de acesta culminând cu atingerea pe data de 29 iunie a celui mai scăzut nivel consemnat de această variabilă începând cu iunie 2002. Astfel, ritmul de apreciere lunară a leului în raport cu euro a atins maximul ultimelor șase luni (1,8 la sută).

Și în perioada următoare este posibil ca traiectoria cursului de schimb al monedei naționale să reflecte cu preponderență fluctuațiile apetitului pentru risc al investitorilor financiari, precum și gradul înalt de atractivitate al plasamentelor în lei ce decurge din menținerea diferențialului încă înalt al ratelor dobânzilor interne față de piața internațională. Pe un orizont de timp mai mare s-ar putea însă ca evoluția fundamentelor economice și a

⁴⁵ Creșterea neașteptată a ratei dobânzii de către banca centrală a Noii Zeelande și sporirea randamentelor oferite de obligațiunile americane au avut ca efect o scădere temporară a prețurilor pe piețele de capital emergente.

⁴⁶ În data de 15 iunie în cadrul ședinței de politică monetară a Băncii Japoniei s-a decis menținerea ratei dobânzii la depozitele pe o zi la 0,5 la sută.

așteptărilor induse de acestea să-și amplifice influența exercitată asupra cursului de schimb al leului.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Masa monetară (M3) și-a încetinit în intervalul martie – mai 2007 creșterea dinamicii⁴⁷ comparativ cu perioada anterioară (de la +4,3 puncte procentuale la +0,6 puncte procentuale), nivelul de 22,2 la sută atins de acest ritm reprezentând, însă, al doilea vârf din ultimul an și jumătate. Evoluția dinamicii M3 a reflectat influențele de sens opus exercitate, pe de o parte, de (i) menținerea robusteții creșterii economice și de (ii) accelerarea dinamicii veniturilor populației și, pe de altă parte, de (i) atenuarea ritmului de creștere a cheltuielilor bugetare, (ii) multiplicarea alternativelor de investiții financiare ale companiilor, (iii) creșterea costurilor de oportunitate ale deținerii de active monetare incluse în M3⁴⁸, (iv) adâncirea deficitului comercial și de (v) efectele contabile ale aprecierii monedei naționale. Din perspectiva contrapartidelor, singura componentă care a acționat în sensul accelerării dinamicii M3 a fost creditul acordat sectorului public⁴⁹; impactul acestuia a fost contrabalansat în bună măsură de efectele exercitate de (i) încetinirea creșterii creditului acordat sectorului privat⁵⁰, (ii) accentuarea declinului soldului activelor externe nete ale sistemului bancar, precum și de (iii) accelerarea vitezei de creștere a pasivelor financiare pe termen lung⁵¹ (exclusiv conturile de capital).

Cu excepția instrumentelor tranzacționabile⁵², cele mai importante componente ale M3 și-au menținut dinamicele anuale pe

⁴⁷ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor anuale de creștere din perioada martie – mai 2007, exprimată în termeni reali.

⁴⁸ În perioada martie – mai 2007, ratele dobânzilor la depozitele noi cu scadența mai mare de doi ani (neincluse în M3) oferite societăților nefinanciare au crescut consecvent; totodată, pe segmentul populației, aceste randamente s-au menținut net superioare celor oferite de depozitele noi la termen cu scadențe mai mici de doi ani.

⁴⁹ Creditul acordat sectorului public (respectiv administrației publice centrale, administrațiilor publice locale și administrațiilor sistemelor de asigurări sociale) include și portofoliul de titluri guvernamentale deținute de instituțiile de credit.

⁵⁰ Sectorul privat include societățile nefinanciare, instituțiile financiare nemonetare, gospodăriile populației și instituțiile fără scop lucrativ în serviciul gospodăriilor populației; primele două categorii formează sectorul companiilor, iar următoarele două pe cel al populației.

⁵¹ Pasivele financiare pe termen lung sunt incluse în contrapartida M3. Ele cuprind: depozitele la termen cu scadența peste doi ani, depozitele rambursabile după notificare la mai mult de trei luni, titlurile de valoare negociabile cu maturitatea mai mare de doi ani emise de instituțiile de credit și conturile de capital.

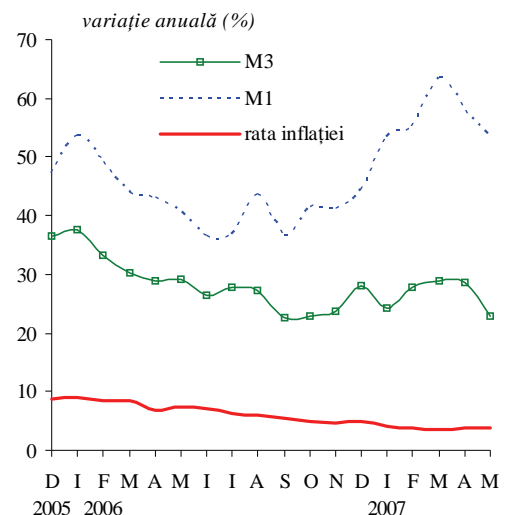
⁵² Includ împrumuturi din operațiuni *repo*, acțiuni/unități ale fondurilor de piață monetară și titluri de valoare negociabile cu scadența sub doi ani.

Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

	variație procentuală în termeni reali					
	2006			2007		
	II	III	IV	I	apr.	mai.
	<i>medii lunare</i>					
M3	19,8	18,9	19,2	22,6	23,9	18,5
M1	30,7	31,2	35,8	51,7	52,2	47,8
Numerar în circulație	33,5	32,7	28,4	22,1	19,5	21,7
Depozite overnight	29,4	30,5	39,5	66,6	70,3	61,3
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	13,3	11,2	9,0	4,1	5,4	-1,1

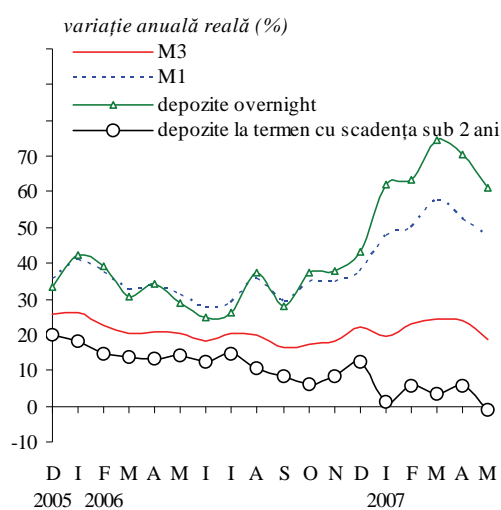
Sursa INS, BNR

Masa monetară și rata inflației



Sursa INS, BNR

Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

trajectoriile din intervalul precedent. Astfel, ritmul creșterii masei monetare în sens restrâns (M1) a continuat să se mărească, ponderea acestui agregat monetar în M3 consemnând, ca urmare, o valoare medie reprezentând maximumul ultimilor doi ani și jumătate (49,2 la sută). Determinantul exclusiv al acestei evoluții l-a constituit, și de această dată, intensificarea ritmului de creștere a depozitelor *overnight*; tendința a fost replicată la nivelul tuturor componentelor (depozite în lei, respectiv valută, deținute de toate categoriile de clienți), fiind susținută de creșterea economică robustă, precum și de sporirea mai accelerată a veniturilor populației. În schimb, viteza de creștere a numerarului în circulație a stagnat, resimțind efectul de bază determinat de aplicarea, din ianuarie 2007, a noii metodologii de calcul al acestui indicator⁵³.

Dinamica depozitelor la termen cu scadența sub doi ani⁵⁴ și-a accentuat însă declinul, pe seama consemnării unor variații negative ale plasamentelor companiilor și ale celor aparținând administrațiilor locale și administrațiilor asigurărilor sociale (atât a celor în lei, cât și a celor în valută). În cazul agenților economici, evoluția s-a datorat, în principal, amplificării plăților către bugetul de stat⁵⁵, sporirii volumului importurilor, precum și efectuării unor realocări de portofolii (în special în favoarea obligațiunilor în lei emise de nerezidenți atât pe piața internă, cât și internațională, precum și a titlurilor de stat⁵⁶); o influență de sens opus a exercitat însă nivelul ridicat la care s-au plasat ratele medii ale dobânzilor oferite pentru depozitele noi ale societăților nefinanciare. În schimb, creșterea depozitelor la termen cu maturitatea de maxim doi ani ale populației a continuat să se intensifice, printre factorii determinanți numărându-se (i) sporirea veniturilor salariale⁵⁷ și a celor de altă natură – în special a remiterilor din străinătate⁵⁸, (ii) evoluția randamentelor oferite de bănci, (iii) diminuarea depozitelor pe care le dețin persoanele fizice la Trezoreria statului și posibil (iv) relativa temperare a creșterii consumului populației.

⁵³ Începând cu luna ianuarie 2007, conform Ordinului Guvernatorului BNR nr. 24/2006 privind modificarea și completarea Ordinului Guvernatorului BNR nr. 5/2005 pentru aprobarea "Reglementărilor contabile conforme cu directivele europene, aplicabile instituțiilor de credit", grupa "Casa și alte valori" include în mod explicit numerarul aflat în ATM-uri și ASV-uri.

⁵⁴ Inclusiv depozitele rambursabile după o perioadă de notificare de cel mult trei luni.

⁵⁵ Soldul Trezoreriei statului a consemnat în această perioadă valori deosebit de ridicate, ajungând la finele lunii mai la al doilea vârf istoric.

⁵⁶ În luna mai 2007, Banca Europeană de Investiții a emis pe piața locală de capital obligațiuni în valoare de 300 milioane lei; totodată, în perioada martie – mai 2007, fluxul titlurilor de stat deținute de companii a redevenit pozitiv, după două perioade consecutive de scădere a portofoliului corespunzător.

⁵⁷ Ritmul mediu de creștere anuală a câștigurilor salariale reale nete a ajuns în perioada martie – mai 2007 la un record absolut (17,7 la sută).

⁵⁸ În perioada martie - mai 2007, valoarea vânzărilor nete de devize efectuate de persoanele fizice la casele de schimb a fost cea mai mare începând din trimestrul III 2006.

La rândul său, dinamica instrumentelor tranzacționabile a consemnat o reducere abruptă, ca efect al restrângerii soldului împrumuturilor din operațiuni *repo* și al acțiunilor emise de fondurile de piață monetară⁵⁹, dar și al unor influențe generate de aplicarea noii metodologii statistice.

Creditul

După trei perioade consecutive de relativă stagnare, ritmul de creștere⁶⁰ a creditului acordat sectorului privat⁶¹ a consemnat în perioada martie-mai 2007 o reducere (de 1,7 puncte procentuale), mai pregnantă în ultima lună a intervalului analizat; cu toate acestea, dinamica creditului acordat sectorului privat (46,0 la sută) a rămas la un nivel înalt din perspectivă istorică.

Similar ultimelor 10 luni, ritmul de creștere a creditului în lei s-a redus, iar cel al împrumuturilor în valută a sporit – valorile atinse în această perioadă reprezentând nivelul minim, respectiv maxim al ultimului an și jumătate –, aceste evoluții reflectând efectul accelerării aprecierii leului, dar și persistența impactului exercitat de eliminarea limitelor impuse instituțiilor de credit pentru expunerile rezultate din acordarea de împrumuturi în valută⁶² și respectiv de creșterea în a doua jumătate a anului 2006 a ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei; viteza de creștere a împrumuturilor în devize a devansat-o chiar – în premieră în ultimele șase trimestre – pe cea a creditelor în lei, cu toate că ponderea celor dintâi în totalul creditelor acordate sectorului privat s-a menținut aproape neschimbată (48,3 la sută, ca medie a perioadei).

Factorii stimulativi ai ofertei de credite au rămas în mare parte neschimbați, în perioada analizată continuând să se manifeste efectele (i) intensificării concurenței în sistemul bancar (inclusiv ca urmare a creșterii numărului de instituții de credit ce acționează pe piața locală⁶³), (ii) ameliorării percepției băncilor asupra situației financiare a clienților, pe fondul îmbunătățirii evoluției curente și a celei anticipate a economiei românești și (iii) menținerii accesului relativ facil al instituțiilor de credit la

⁵⁹ Conform comunicatului de presă al UNOPC, în cursul lunii aprilie 2007, investitorul majoritar al Depfa Romania Money Market și-a marcat profitul înregistrat pe ultimii ani, fapt care a condus la o puternică diminuare a activului net a acestui fond la finele perioadei raportate.

⁶⁰ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor anuale de creștere din perioada martie-mai 2007, exprimată în termeni reali.

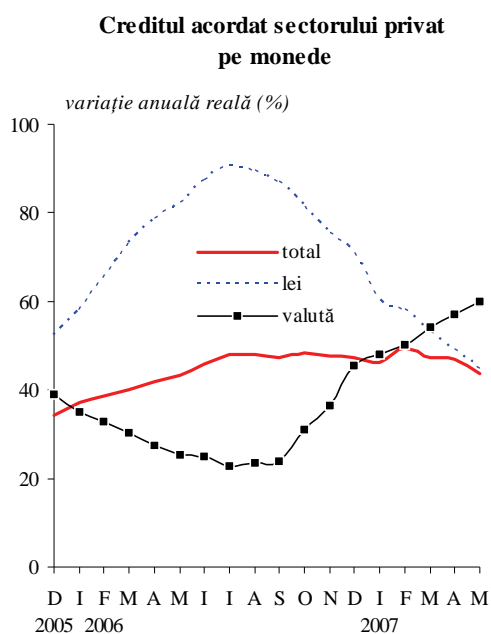
⁶¹ Sectorul privat include societățile nefinanciare, instituțiile financiare nemonetare, gospodăriile populației și instituțiile fără scop lucrativ în serviciul gospodăriilor populației; primele două categorii formează sectorul companiilor, iar următoarele două pe cel al populației.

⁶² Începând din ianuarie 2007 a fost abrogată Norma nr.11/2005 privind limitarea gradului de concentrare a expunerilor din credite în valută.

⁶³ Până la finele lunii mai, 52 de instituții de credit nerezidente au notificat BNR intenția de a oferi în mod direct servicii pe teritoriul României.

sursele de finanțare externă⁶⁴.

La rândul ei, cererea de credite a resimțit influențele generate de (i) menținerea unui ritm intens al activității economice, (ii) sporirea tot mai alertă a veniturilor populației, (iii) reducerea ratelor dobânzilor la anumite categorii de credite noi oferite populației (în special la cele în lei pentru locuințe, dar și la cele în euro) și (iv) accelerarea aprecierii monedei naționale și anticiparea continuării acestei tendințe; ultimele două aspecte au avut drept consecință și sporirea investițiilor populației în active imobiliare, după cum sugerează mărirea consecventă a ponderii creditelor pe termen lung în total credite acordate persoanelor fizice (de la 67,7 la sută în februarie, la 70,8 la sută în mai) dar, mai ales, accelerarea dinamicii împrumuturilor pentru locuințe⁶⁵ și respectiv încetinirea celor pentru consum (deși ritmul de creștere a acestora din urmă a rămas cel mai rapid).



Impactul acestor factori asupra creditării sectorului privat a fost însă devansat de cel inhibitor pe care l-au exercitat (i) intensificarea apelului companiilor la împrumuturile externe⁶⁶ și/sau la finanțarea prin intermediul vânzării de obligațiuni sau acțiuni⁶⁷ (nivelul acestora din urmă rămânând însă scăzut), dar mai ales (ii) creșterea înclinației spre economisire a populației (sugerată și de sporirea la 21,2 la sută – maximul ultimului an și jumătate – a dinamicii depozitelor totale la termen ale acestui segment), (iii) posibila amânare a momentului contractării de noi împrumuturi, în perspectiva relaxării condițiilor de creditare⁶⁸, precum și (iv) potențiala atingere a pragului de suportabilitate a îndatorării de către unele categorii de persoane fizice.

În aceste condiții, evoluția împrumuturilor populației a constituit determinantul încetinerii dinamicii creditului acordat sectorului privat. Reducerea sensibilă de ritm a celor dintâi (cu 8 puncte procentuale, până la 67,4 la sută) s-a localizat exclusiv

⁶⁴ Soldul pasivelor externe în valută ale instituțiilor de credit a reprezentat aproape trei sferturi din cel al creditelor în devize acordate sectorului privat.

⁶⁵ Până în luna decembrie 2006, conform datelor din "Situația comportamentului financiar al populației și agenților economici în profil teritorial" (exclusiv Creditcoop), iar din ianuarie 2007 pe baza raportărilor instituțiilor de credit conform Normei BNR nr. 13/2006.

⁶⁶ Conform datelor din Balanța de plăți, în perioada martie – aprilie 2007, valoarea medie lunară a creditelor financiare externe ale sectorului nebancaar a fost superioară celei consemnate în intervalul decembrie 2006 – februarie 2007.

⁶⁷ Ritmul de creștere a titlurilor de valoare emise de companii (titluri negociabile, acțiuni și participații de capital) achiziționate de instituțiile de credit a consemnat o nouă majorare.

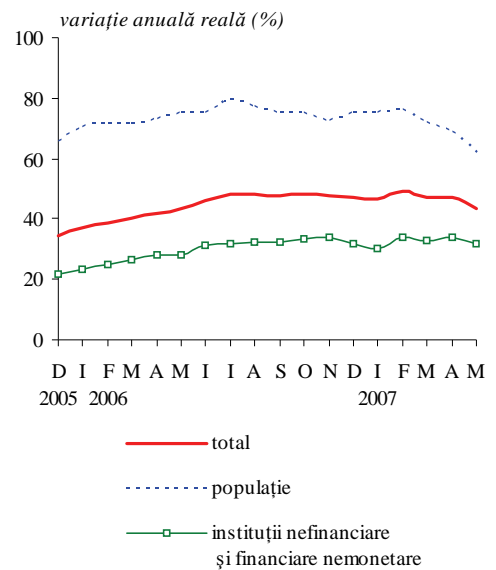
⁶⁸ Regulamentul BNR nr.3/2007 privind limitarea riscului de credit la creditele destinate persoanelor fizice, în vigoare din martie 2007, potrivit căruia gradul total de îndatorare și condițiile de garantare a creditelor se stabilesc de către instituțiile de credit (și de către cele financiare nemonetare) pe baza normelor proprii, după validarea acestora de BNR; la finele intervalului analizat, acest proces se afla încă în fază incipientă.

la nivelul componentei în lei, a cărei creștere a fost afectată, printre altele, de nivelul ridicat la care s-au plasat în perioada analizată ratele dobânzilor la creditele noi pentru consum și la împrumuturile acordate pe descoperit de cont.

Viteza de creștere a creditelor acordate companiilor s-a reaccelerat însă ușor, exclusiv pe seama sporirii ritmului de creștere a componentei în valută, susținută și de reducerea costurilor asociate (aprecierea leului a compensat, cel puțin în cazul creditelor în euro, creșterea ușoară operată asupra ratelor dobânzilor pentru creditele noi ale societăților nefinanciare); în schimb, creșterea soldului creditelor în lei s-a temperat sensibil, atât ca efect al majorării ratei medii a dobânzilor la creditele noi acordate societăților nefinanciare, cât și, posibil, al rambursării unui volum mai mare de credite.

La rândul său, ritmul de creștere a creditelor acordate sectorului public s-a plasat pentru a doua perioadă consecutiv pe o pantă puternic ascendentă, în pofida relativei scăderi consemnate de dinamica cheltuielilor bugetare.

Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Sursa: INS, BNR

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației la sfârșitul anului 2007 la nivelul de 3,9 la sută, cu 0,2 puncte procentuale peste cel prognozat în Raportul asupra inflației din luna mai. Pentru anul 2008, inflația proiectată la finele anului se situează cu 0,5 puncte procentuale sub cea prognozată anterior (3,7 la sută față de 4,2 la sută).

Revizuirea prognozei este rezultatul unor proiecții pentru factori de influență relevanți diferite de cele din scenariul precedent. Pentru anul 2007, diferențe semnificative sunt generate de creșteri mai ample ale prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare, ale prețurilor administrate și ale prețurilor combustibililor. Aceste efecte nefavorabile vor fi parțial atenuate de o evoluție descendentă mai rapidă a prețurilor de import, pe fondul unei aprecieri semnificativ mai accentuate a monedei naționale, comparativ cu proiecția din luna mai. Revizuirea în jos a prognozei inflației pentru anul 2008 se datorează influențelor favorabile pe termen scurt generate de proiecția unei creșteri mai lente a prețurilor administrate, precum și previzionării unui deficit de cerere relativ mai accentuat la nivelul celei de-a doua părți a intervalului de prognoză. Aceste efecte domină influențele moderate de sens contrar provenite din proiecția unei inflații mai ridicate a prețurilor combustibililor în comparație cu condițiile de piață prevalente la momentul efectuării prognozei.

Pornind de la o estimare a deviației PIB pentru trimestrul II similară prognozei anterioare, proiecția curentă prevede condiții monetare reale relativ mai restrictive decât cele prognozate anterior pentru ansamblul perioadei 2007-2008. Aceasta se datorează în principal unei aprecieri mai accentuate a monedei naționale în prima parte a intervalului de prognoză. Sporul de restrictivitate a condițiilor monetare este compatibil cu eliminarea programată a excesului de cerere și cu o traiectorie descendentă a ratei anuale prognozate a inflației la sfârșitul anului 2008 (3,7 la sută) față de sfârșitul anului 2007 (3,9 la sută), spre deosebire de prognoza anterioară care prevedea accelerarea inflației în 2008 (4,2 la sută față de 3,7 la sută în 2007).

Riscurile cu relevanță deosebită pentru proiecția curentă, a căror materializare ar putea abate traiectoria inflației de la cea prognozată, sunt generate de incertitudini substanțiale referitoare la: ritmul de creștere a salariilor comparativ cu cel al productivității muncii, conduita politicii fiscale pe termen scurt și mediu, dinamica viitoare a fluxurilor de capital și influența

acestora asupra deficitului de cont curent și a cursului de schimb al monedei naționale. Alte riscuri, atașate în mod obișnuit proiecțiilor, se referă la incertitudini legate de evoluțiile unor factori exogeni cu influență asupra ofertei, reflectate în dinamica unor prețuri precum cele administrate, cele ale produselor alimentare și ale combustibililor.

1. Scenariul de bază al proiecției

1.1. Proiecția inflației

Potrivit scenariului de bază al proiecției, inflația anuală a prețurilor de consum se va menține în imediata apropiere a țintei centrale pe întregul interval al proiecției, înregistrând niveluri estimate la 3,9 la sută la sfârșitul anului 2007 și respectiv 3,7 la sută la finele anului 2008. Rata anuală a IPC este mai ridicată pentru anul curent și mai scăzută pentru anul viitor, comparativ cu prognozele prezentate în raportul din luna mai 2007. Procesul de dezinflație este întrerupt temporar până în trimestrul I al anului viitor (abaterile estimate fiind însă de amploare redusă), după care continuă pe traiectoria descrisă de țintele anuale descrescătoare.

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

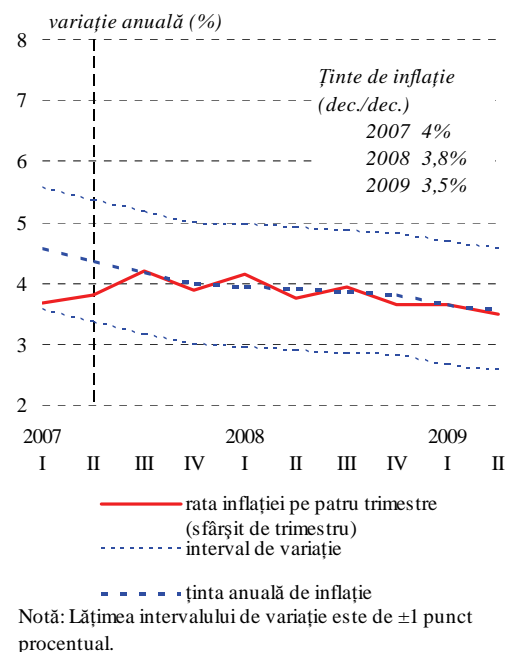
Perioada	procente							
	T3 2007	T4 2007	T1 2008	T2 2008	T3 2008	T4 2008	T1 2009	T2 2009
Țintă		4,0				3,8		
Proiectată	4,2	3,9	4,2	3,7	3,9	3,7	3,6	3,5

Rata anuală proiectată a inflației IPC revine în apropierea țintei centrale încă de la începutul intervalului de opt trimestre. Creșterea anticipată pentru trimestrul III 2007 este cauzată de un efect de bază dat de excluderea din calcul a deflației accentuate înregistrate de unele prețuri volatile în trimestrul III 2006, efect potențat și de impactul nefavorabil al secetei asupra prețurilor produselor agroalimentare. Rata inflației preconizată pentru sfârșitul anului curent se situează cu 0,1 puncte procentuale sub ținta centrală. Tendința de reducere a ratei inflației se păstrează în prognoza curentă până la orizontul proiecției (trimestrul II 2009).

La începutul intervalului de proiecție (trimestrul III 2007) inflația anuală estimată este cu 0,5 puncte procentuale peste cea prognozată în *Raportul asupra inflației* din luna mai. Cauzele acestei reevaluări sunt:

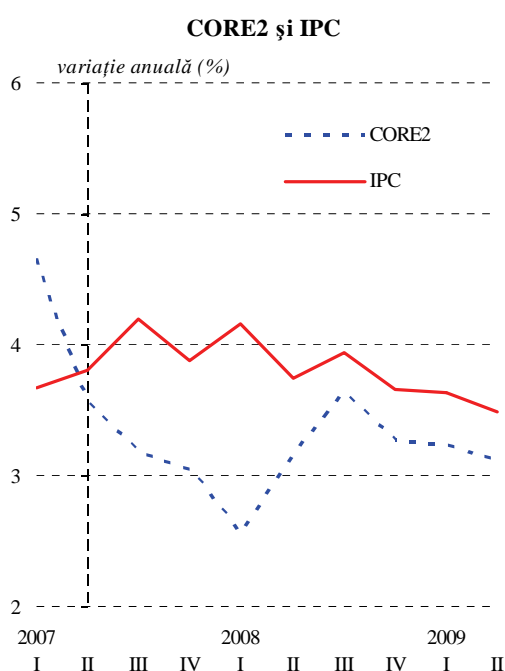
- o creștere a prețurilor volatile ale unor produse alimentare (legume și fructe), ca efect al secetei;

Previzuni privind evoluția inflației



- o creștere a prețurilor administrate superioară celei anticipate anterior, în principal pe seama majorării chiriilor stabilite de administrațiile locale (+320 la sută în luna mai);
- o creștere a prețului internațional al petrolului (cu aproximativ 10 USD/baril) reflectată într-o rată mai mare a inflației prețurilor combustibililor, în ciuda aprecierii nominale a leului.

În același timp, rata prognozată a inflației prețurilor de bază (CORE2) este inferioară celei din proiecția anterioară și temperază puseul inflaționist de natură exogenă din trimestrul III 2007.



Scenariul de bază curent anticipează menținerea ratei inflației de bază CORE2 la un nivel inferior inflației IPC pe întreg intervalul de prognoză. Previziunile sunt mai reduse față de *Raportul asupra inflației* din luna mai ca urmare a înregistrării unei evoluții descendente mai puternice a prețurilor produselor importate și a unei inflații de bază mai mici în trimestrul II 2007. Reducerea ratei inflației CORE2 până la 2,6⁶⁹ la sută în trimestrul I 2008 se realizează în principal pe baza evoluției favorabile a prețurilor de import sub impactul menținerii unor condiții monetare reale în sens larg restrictive, inclusiv din perspectiva anticipării continuării tendinței pe termen mai îndelungat de apreciere reală a leului în raport cu principalele valute. Mai mult, eliminarea excesului de cerere la începutul anului viitor contribuie la temperarea presiunilor inflaționiste. Procesul de dezinflație este încetinit de creșterile de prețuri anticipate – în special la produse de panificație – ca efect al secetei din anul curent.

Începând cu cel de-al doilea trimestru al anului viitor, impactul dinamicii prețurilor de import încetează a fi unul favorabil dezinflației, ceea ce implică o evoluție prognozată ascendentă a inflației CORE2, în ciuda contribuției favorabile a adâncirii deficitului de cerere. În plus, creșterea accizelor la țigarete și produse din tutun, estimată a adăuga inflației CORE2 0,7 puncte procentuale în trimestrele II și III ale anului 2008, precum și propagarea efectelor inflaționiste ale producției agricole slabe până în trimestrul II 2008, contribuie la o inversare moderată a tendinței dezinflaționiste la jumătatea anului viitor. Sporirea impactului favorabil al deficitului de cerere, coroborat cu un efect de bază corespunzător comparării unei producții agricole medii în anul viitor cu una sub medie în acest an, explică reluarea preconizată a dezinflației prețurilor din indicele CORE2 începând cu ultimul trimestru din 2008.

⁶⁹ Toate valorile ratelor anuale ale inflației pentru componentele IPC sunt calculate ca medie a prețurilor pentru trimestrul de referință, raportată la media acestora din trimestrul corespunzător al anului anterior.

Având în vedere fluctuațiile proiectate relativ reduse ale ratei inflației *headline*, așteptările inflaționiste sunt preconizate să aibă un impact cvasineutru asupra procesului dezinflaționist.

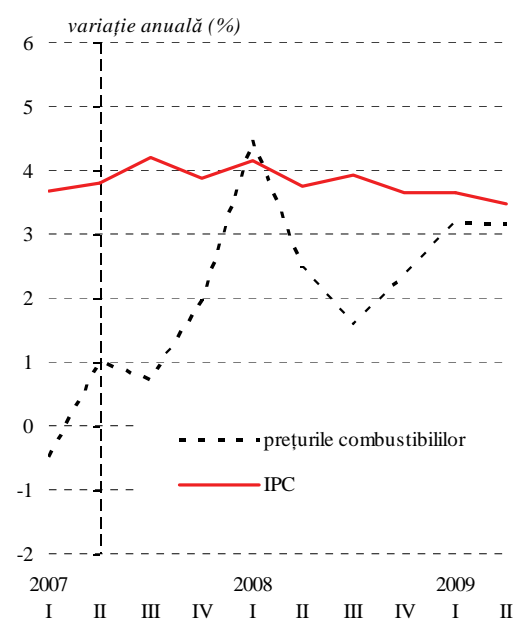
Prețurile administrate sunt principalul generator de șocuri inflaționiste și în scenariul de bază curent, modificarea lor anuală fiind superioară celei a prețurilor de consum până la orizontul proiecției. În condițiile în care unele ajustări de prețuri – în special energetice – au fost reprogramate pentru trimestrul IV 2007 și pentru anul 2008 sau au fost amânate pentru perioada 2009-2010, creșterile preconizate sunt de 6,4 la sută la sfârșitul anului 2007 și 5,6 la sută la sfârșitul anului 2008.

Prețurile volatile ale unor produse alimentare (legume, fructe, ouă – LFO) au o traiectorie distorsionată de efectele anticipate ale secetei și de un efect de bază în trimestrul III 2007⁷⁰, ceea ce duce la o rată anuală prognozată de creștere a acestor prețuri de circa 7,3 la sută la sfârșitul anului 2007. Pentru 2008, presupunând un an agricol neafectat de șocuri majore, prognoza inflației LFO este comparabilă cu cea a prețurilor de consum (3,7 la sută).

Evoluția proiectată a prețurilor interne ale combustibililor pornește de la ipoteza menținerii constante pe întreaga perioadă a prețului internațional al petrolului la nivelul său mediu anticipat pentru trimestrul III 2007. Deși ipoteza este mai pesimistă decât prognozele *Consensus Forecasts* din luna iunie, creșterea insuficientă a ofertei globale de produse petroliere justifică un scenariu în care prețul petrolului Brent se menține peste nivelul de 70 USD pentru un baril. În plus, au fost luate în calcul ajustările de accize aplicate unor categorii de combustibili și prevăzute de Codul Fiscal pentru începutul anilor 2008, 2009 și 2010. Cu toate acestea, inflația proiectată în cazul prețurilor interne ale combustibililor este inferioară modificării prețurilor de consum, ca urmare a continuării procesului de apreciere în termeni reali a leului.

Prețurile de import beneficiază de-a lungul primei părți a orizontului de proiecție de stocul acumulat de apreciere nominală a leului (5,8 la sută în primele șase luni ale anului 2007), exercitând un efect de atenuare a presiunilor inflaționiste provenind din partea excesului de cerere. Se anticipează că impactul favorabil maxim al evoluției acestor prețuri asupra inflației anuale va fi atins în trimestrul IV al acestui an. Pentru a doua parte a intervalului de proiecție, anticiparea atenuării treptate a presiunilor de apreciere a monedei naționale – coroborată cu menținerea inflației din zona euro în jurul valorii de 2 la sută –

Prețurile combustibililor și IPC



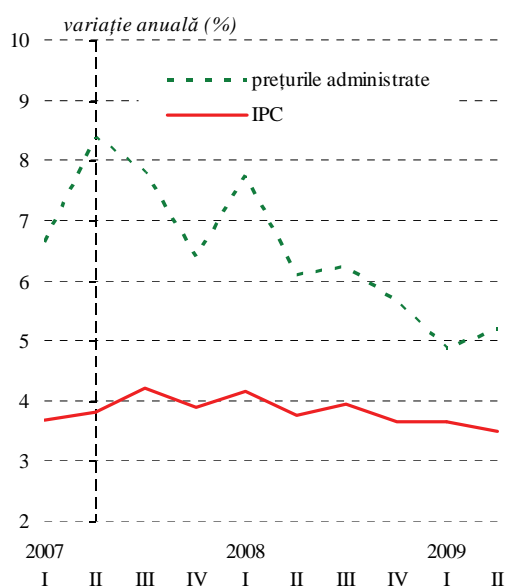
⁷⁰ Acest efect de bază este generat de raportarea la deflația accentuată înregistrată de prețurile LFO în trimestrul III 2006.

face ca rolul dezinflaționist al dinamicii prețurilor bunurilor de import să se diminueze gradual, impactul acestuia devenind neutru și apoi ușor inflaționist în ultimele trimestre ale prognozei curente.

1.2. Presiuni exogene asupra inflației

Contribuția cumulată a componentelor exogene ale inflației prețurilor de consum (prețuri administrate, prețuri volatile ale unor produse alimentare, acciza la țigarete și produse din tutun) preconizată pentru anul 2007 este mai mare cu 0,2 puncte procentuale în scenariul de bază curent față de proiecția precedentă, în timp ce pentru anul 2008 este cu 0,3 puncte procentuale mai mică.

Prețurile administrate și IPC



Creșterile așteptate în cazul prețurilor administrate sunt superioare celor din proiecția anterioară cu 0,7 puncte procentuale pentru anul curent – 6,4 la sută față de 5,7 la sută⁷¹ – și sunt inferioare cu 1,4 puncte procentuale pentru anul viitor – 5,6 la sută față de 7,0 la sută. Modificările de preț mai mari din anul 2007 sunt determinate în principal de creșterea în luna mai, cu 320 la sută, a chiriilor stabilite de autoritățile locale. Pentru prețurile energetice sunt prevăzute creșteri mai mici, atât în anul curent, cât și, cu excepția prețurilor energiei termice, pentru anul viitor. În plus, o parte din creșterile anticipate în *Raportul asupra inflației* din luna mai au fost amânate pentru perioada 2009-2010, cu consecințe inflaționiste potențiale inclusiv dincolo de orizontul proiecției curente. Tabelul 5.2 sintetizează evoluția prețurilor energetice, principala componentă a prețurilor administrate. În ciuda rectificărilor programate de mai mică amploare, prețurile administrate continuă să crească mai rapid decât celelalte prețuri de consum și să genereze efecte inflaționiste semnificative pe întreg intervalul de proiecție.

Tabelul nr. 5.2. Scenariul privind evoluția principalelor prețuri administrate

	procente					
	Energie electrică		Energie termică		Gaze naturale	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Proiecția curentă	4,2	4,2	12,3	11,4	-0,6	12,5
Proiecția anterioară	6,1	7,1	19,1	9,3	1,3	17,9

Scenariul referitor la prețurile volatile ale unor produse alimentare (LFO) preconizează o dinamică superioară celei din proiecția anterioară pentru anul 2007 și una similară pentru anul

⁷¹ Media prețurilor administrate pentru trimestrul IV, raportată la media lor din trimestrul IV al anului anterior.

2008. La fel ca în proiecțiile anterioare, modificarea prețurilor LFO are un caracter sezonier puternic, fiind anticipate valori pozitive ridicate în trimestrele I și IV și valori negative (deflație) în trimestrul III al fiecărui an. Evoluția prețurilor LFO proiectată pentru anul curent este superioară celei a prețurilor de consum și este cauzată de diminuarea anticipată a producției agricole ca urmare a secetei și de un efect de bază determinat de reducerea puternică a acestor prețuri volatile în trimestrul III 2006.

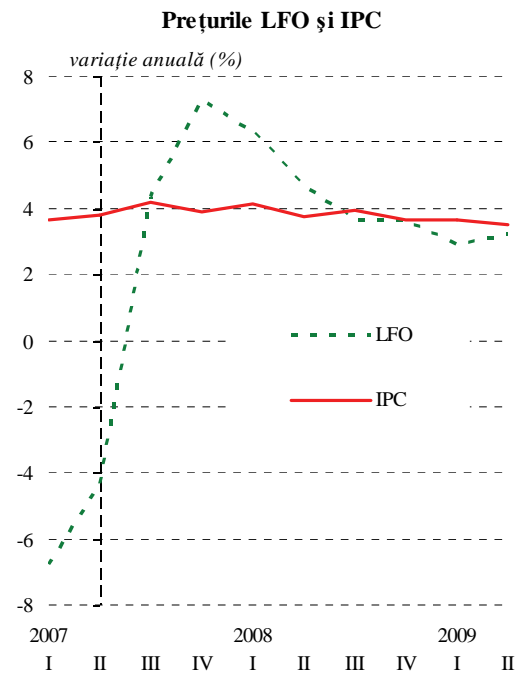
Scenariul privind modificarea prețurilor la țigarete și produse din tutun este construit în funcție de calendarul de aliniere a nivelului accizelor la cel stabilit de Uniunea Europeană⁷². Creșterile de preț preconizate sunt similare în anul 2007, mai mari în anul 2008 și mai mici în anul 2009 față de scenariul de bază anterior, ca urmare a reconsiderării cursului de schimb folosit în calculul valorii în lei a accizei. Acesta influențează prețurile produselor din tutun în principal prin intermediul componenteii specifice a accizei calculate în euro.

Conform prognozei publicate în luna iunie de *Consensus Forecasts*, rata anticipată a inflației pentru zona euro este superioară celei din proiecția trecută atât pentru anul curent (2,2 la sută față de 2,0 la sută), cât și pentru anul viitor (2,0 la sută față de 1,9 la sută). În *Buletinul lunar* publicat în luna iulie 2007, Banca Centrală Europeană preconizează fluctuații ale ratei inflației în jurul valorii de 2 la sută, aproape de definiția cantitativă a stabilității prețurilor⁷³. În ciuda evoluției benigne a inflației în zona euro, riscurile de inflamare a prețurilor agregate rămân importante. Banca Centrală Europeană nominalizează creșterea economică robustă, creșterile salariale ce depășesc dinamica productivității muncii și politica fiscală laxă a unor state membre ca principale surse de presiuni inflaționiste. Ca urmare, traiectoria ratei dobânzii EURIBOR este superioară celei preconizate în *Raportul asupra inflației* anterior.

1.3. Presiuni din partea cererii agregate

1.3.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

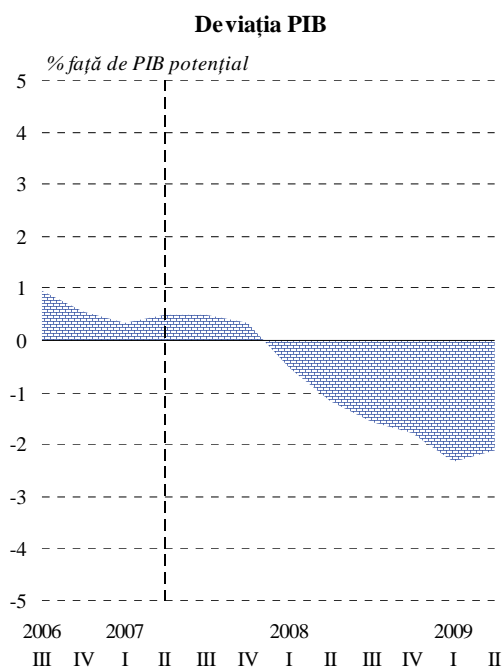
Datele statistice furnizate de către INS referitoare la PIB real pentru trimestrul I⁷⁴ indică încetinirea ritmului său de creștere comparativ cu perioada anterioară, situându-se la un nivel inferior proiecției din runda anterioară. Această evoluție se



⁷² Prevăzut de Directiva CE nr. 59/1995 completată ulterior cu Directiva CE nr. 10/2002 și implementat în legislația națională prin intermediul Legii nr. 343 din 17/07/2006 care aduce modificări Codului Fiscal.

⁷³ Consiliul Governorilor al Băncii Centrale Europene a stabilit definiția cantitativă a stabilității prețurilor ca fiind modificarea anuală a indicelui armonizat al prețurilor de consum pentru zona euro cu mai puțin de 2 la sută.

⁷⁴ A se vedea *Capitolul III. Evoluții ale activității economice*.



datorează unei diminuări temporare a impozitelor nete pe produs determinate de modificarea legislației referitoare la TVA (a se vedea caseta). Deoarece efectul acestei măsuri asupra veniturilor bugetare nu este permanent și ca atare nu implică în mod automat o reducere a presiunilor inflaționiste din partea cererii agregate, evaluarea excesului de cerere din acest trimestru s-a realizat prin atribuirea unui efect neutru schimbării legislative menționate. Chiar și în aceste condiții ritmul de creștere a PIB real ar fi inferior celor înregistrate în trimestrele anterioare, ceea ce a condus la revizuirea în sens descendent a excesului de cerere comparativ cu cel considerat în runda anterioară de prognoză.

În trimestrul II 2007 se anticipează revenirea ritmului anual de creștere a PIB real⁷⁵ la valori mai apropiate de cele înregistrate pe parcursul anului 2006, dar totuși inferioare atât acestora, cât și prognozelor anterioare. Evoluțiile meteorologice și hidrologice de pe parcursul trimestrului II, precum și prognozele aferente restului anului 2007 indică secetă. Sub aspect macroeconomic, seceta se manifestă ca un șoc negativ asupra ofertei agregate, pe lângă impactul direct pe care aceasta îl are asupra unor categorii de prețuri volatile. Șocul datorat secetei duce la reducerea temporară a ratei de creștere a PIB datorită contribuției nefavorabile a agriculturii, dar, datorită diminuării pe aceeași perioadă și a potențialului agricol, nu implică o reducere în aceeași măsură a excesului de cerere agregată pe seama acestui sector al economiei. În trimestrul I, impulsul transmis de ratele dobânzilor băncilor comerciale și de cursul de schimb excesului de cerere din perioada următoare a fost unul restrictiv, condițiile monetare din prima parte a anului acționând în sensul diminuării presiunilor inflaționiste din trimestrele viitoare. Datorită incertitudinilor legate de evenimentele ce au avut loc în acest trimestru, evaluarea referitoare la excesul de cerere din trimestrul II ia în considerare menținerea acestuia la un nivel apropiat de cel din trimestrul anterior.

Consumul final efectiv al populației se menține peste tendința pe termen mediu, cu toate că, sub impactul efectelor secetei, se anticipează o ușoară încetinire a dinamicii sale trimestriale față de trimestrul I 2007. Această dinamică rămâne însă ridicată, favorizată fiind de majorarea consistentă a salariilor și de continua reducere a ratei șomajului. Bugetul public, situat la un excedent de 0,16 la sută din PIB la finele lunii mai, exercită pe termen scurt o influență aproximativ neutră asupra cererii agregate.

Formarea brută a capitalului fix se menține peste tendința pe termen mediu, prognoza pentru trimestrul II indicând o revenire

⁷⁵ Datele referitoare la PIB real sunt ajustate sezonier.

la ritmuri de creștere mai ridicate după relativa încetinire din primul trimestru al anului. Creditul real pe termen mediu și lung pentru agenți economici, una dintre principalele surse de finanțare a investițiilor, a continuat să înregistreze o dinamică alertă în primele două luni ale trimestrului II. Ponderea importurilor de bunuri de capital în total importuri crește ușor pe parcursul perioadelor recente, ceea ce sugerează de asemenea situarea formării brute a capitalului fix peste valoarea corespunzătoare tendinței pe termen mediu.

Similar trimestrelor anterioare, importurile au înregistrat rate de creștere ridicate, situându-se în continuare peste trend. Abaterea de la tendința pe termen mediu este posibilă datorită evoluției factorilor care alimentează venitul disponibil al populației, precum salariul real, numărul angajaților din economie și creditele acordate populației. Dinamica exporturilor din primul trimestru al anului, precum și evoluția anticipată pentru trimestrul II plasează și această componentă peste tendința pe termen mediu, evidențiind totodată modificări structurale care atestă ajustarea durabilă a ofertei sectoarelor orientate către export la noile condiții ale piețelor internaționale. Pe ansamblu însă, decalajul persistent de ritm dintre creșterea importurilor și cea a exporturilor face ca exportul net să continue să acționeze în sensul reducerii cererii agregate, cu toate diluările caracterului restrictiv al acestuia prin efectele de avuție și bilanț manifestate de firme și gospodării, deopotrivă.

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

În trimestrul II, moneda națională a continuat să se aprecieze în termeni nominali și reali⁷⁶, creșterile înregistrate pe primele două trimestre fiind semnificativ mai pronunțate față de evoluțiile din 2006.

Menținerea unui ritm mai accelerat de apreciere se datorează unui cumul de factori care au acționat în prima parte a anului, cei mai importanți fiind: (i) perspectivele favorabile de creștere economică și evoluția inflației, (ii) deficitul de lichiditate care a apărut sporadic pe piața interbancară pe parcursul primelor două trimestre și care a avut repercusiuni și pe piața valutară și (iii) existența unei tendințe de apreciere la nivelul regiunii, pe fondul tendinței de corelare mai strânsă a fluctuațiilor cursului de schimb al leului cu cele ale altor monede ale economiilor emergente din Europa Centrală și de Est și de creștere a

⁷⁶ Cursul efectiv de schimb al monedei naționale este construit pe baza cursurilor de schimb dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolar, sistemul de ponderare reflectând sintetic importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

lichidității piețelor valutare locale. Incertitudinea cu privire la durata și sensul de manifestare a acestor influențe este substanțială. Spre exemplu, tendința de apreciere a monedelor naționale din regiune are loc și datorită faptului că aceste investiții sunt privite ca o alternativă la plasamente în monede de circulație internațională, ele fiind considerate în acest moment ca oferind un compromis bun între cerințele de randament și risc ale investitorilor.

Aprecierea în termeni reali a monedei naționale din trimestrul II 2007 face ca impulsul transmis economiei reale să fie unul restrictiv, acesta acționând în sensul restrângerii cererii agregate și implicit a presiunilor inflaționiste viitoare prin intermediul canalului exportului net. Cursul de schimb al monedei naționale exercită și o influență directă asupra inflației, prin intermediul prețurilor de import, care în cazul unei aprecieri tind să se reducă, determinând la rândul lor o anumită scădere a inflației. Pe de altă parte, dată fiind ponderea substanțială a creditului neguvernamental denominat în valută, cursul de schimb are o influență de sens contrar celor menționate anterior prin intermediul efectelor de avuție și bilanț, aprecierea fiind un factor de reducere a costului creditelor în valută, transmițând pe această cale un impuls stimulativ cererii agregate. În aceste condiții, efectul net al aprecierii monedei naționale în trimestrul II este unul de întărire relativă a caracterului restrictiv al cursului de schimb.

Evoluția pe termen mediu a cursului de schimb este determinată de factori fundamentali (diferențialul de productivitate față de principalii parteneri externi, intrările de capital pe termen mediu și lung). În condițiile convergenței reale a României către economia zonei euro, cursul de schimb manifestă o tendință normală de apreciere în termeni reali pe termen mai îndelungat. Sub influența unor factori relevanți pe termen scurt, cursul de schimb se poate abate temporar de la traiectoria determinată de factorii fundamentali, spre care tinde însă să revină după epuizarea efectelor conjuncturale.

În trimestrul II 2007, BNR a operat noi reduceri ale ratei dobânzii de politică monetară, aceasta coborând până la nivelul de 7 la sută la finele trimestrului. Pe parcursul trimestrului a avut loc o restrângere a apelului băncilor comerciale la facilitatea de depozit pe fondul menținerii deficitului de lichiditate din piața interbancară (lunile aprilie și mai). Sterilizarea substanțială a excesului de lichiditate a condus la eliminarea decalajului apărut pe parcursul primului trimestru al anului între rata de politică monetară și rata medie a dobânzii aferentă plasamentelor băncilor comerciale la BNR, cea din urmă situându-se ușor peste nivelul înregistrat în trimestrul anterior. Drept urmare, rata reală a dobânzii s-a modificat doar

sub influența ușoarei majorări a așteptărilor inflaționiste, impulsul restrictiv transmis de rata reală a dobânzii BNR activității economice rămânând la un nivel apropiat de cel înregistrat în perioada precedentă.

Rata medie a dobânzii BNR influențează economia în mod indirect, prin intermediul ratelor dobânzilor practicate de băncile comerciale în relațiile cu clienții. Acestea, de regulă, se ajustează treptat la modificările operate asupra ratei dobânzii de politică monetară. În trimestrul II însă, posibil datorită condițiilor de lichiditate de pe piața interbancară, ratele dobânzilor băncilor comerciale au urmat îndeaproape dinamica ratei dobânzii plasamentelor băncilor comerciale la BNR; în plus, ca reacție la apariția sporadică a deficitelor de lichiditate pe piața interbancară și în scopul temperării variațiilor dobânzilor pe termen scurt pe această piață, Banca Națională a efectuat în perioada respectivă primele operațiuni de injecție monetară din ultimii cinci ani. Astfel, atât ratele dobânzilor la depozite, cât și cele la credite au consemnat ușoare creșteri în perioada analizată. Majorarea ratelor nominale a fost însă compensată de variația modestă în același sens a anticipațiilor inflaționiste, astfel încât ratele reale ale dobânzilor băncilor comerciale au rămas aproximativ la nivelul înregistrat în trimestrul anterior. În aceste condiții, magnitudinea impulsului transmis de ratele reale ale dobânzilor este neschimbată față de primul trimestru al anului, acestea având, *caeteris paribus*, un efect restrictiv asupra activității economice.

Pe ansamblu, în trimestrul II, ratele reale ale dobânzilor la depozite și la credite în lei s-au menținut la niveluri apropiate de cele înregistrate în perioada precedentă, transmițând economiei un impuls restrictiv similar ca magnitudine celui din trimestrul anterior. Aprecierea reală a monedei naționale din trimestrul II a determinat o adâncire a impulsului restrictiv transmis activității economice prin canalul exportului net. Acest efect restrictiv al aprecierii leului este atenuat de impulsul stimulat datorat efectului de avuție și bilanț. Pe ansamblu, efectele cumulate ale ratelor dobânzilor și cursului de schimb intensifică în termeni relativi în acest trimestru presiunea restrictivă exercitată asupra cererii agregate și a inflației viitoare.

1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

Scenariul de bază al proiecției curente prevede o evoluție descendentă a deviației PIB până în trimestrul I al anului 2009. Resortul principal al eliminării excesului de cerere până la începutul anului 2008 este reprezentat de efectul restrictiv al ansamblului condițiilor monetare reale, un rol important alături de dobândă revenindu-i nivelului cursului real efectiv.

Comparativ cu proiecția precedentă, presiunile inflaționiste din partea cererii agregate sunt prevăzute a fi ușor mai mari la nivelul anului curent și mai reduse în restul perioadei incluse în proiecție (trimestrul I 2008 – trimestrul II 2009). La începutul intervalului de proiecție, excesul de cerere prognozat se situează la niveluri apropiate de cele din *Raportul asupra inflației* din luna mai, în ciuda unei atenuări anticipate a creșterii economice față de proiecția trecută, considerându-se că aceasta din urmă se bazează pe factori conjuncturali. Astfel, încetinirea creșterii economice înregistrate de către Institutul Național de Statistică în trimestrul I 2007 se explică în mare măsură prin aspecte ce țin de procedura de încasare a unor impozite indirecte, neafectând evoluția valorii adăugate brute sau cea a principalelor componente ale cererii agregate, dinamica celor din urmă menținându-se alertă (a se vedea caseta). Un alt factor conjunctural este seceta din acest an, care implică o reducere *caeteris paribus* a dinamicii activității economice (pe seama producției agricole) și presiuni de creștere a prețurilor produselor agricole din partea ofertei. Presiunile din partea cererii asupra prețurilor de piață pot fi de asemenea afectate de secetă, în mai multe direcții: (i) acțiunea de șoc negativ asupra ofertei agregate exercitată de către secetă tinde să sporească *caeteris paribus* excesul de cerere, cu influență potențială asupra dinamicii prețurilor agregate, nu numai a celor ale produselor volatile; (ii) veniturile producătorilor agricoli tind să se reducă, însă ponderea semnificativă a autoconsumului în producția agricolă limitează presiunile directe și durabile asupra prețurilor pieței; (iii) acordarea de compensări pentru o parte a pierderilor de venituri ale producătorilor agricoli fie prin despăgubiri acordate de Guvern de la fondul de rezervă, fie prin alocarea autonomă către consum a unei părți mai importante din transferurile muncitorilor români din străinătate poate juca de asemenea un rol. În plus, în prima parte a intervalului de prognoză acționează factori de amplificare a presiunilor din partea cererii, dintre care se remarcă creșterile substanțiale de venituri din alte sectoare ale economiei (a se vedea și subsecțiunea 1.4 din acest capitol).

Eliminarea proiectată a excesului de cerere și deschiderea graduală a unui deficit de cerere de la începutul anului 2008 sunt corelate cu condițiile monetare reale restrictive, un rol important jucându-l cursul real de schimb. Aprecierea reală anticipată este mai mare decât în proiecția trecută și se reflectă în deficite mai mari de cerere începând cu primul trimestru al anului viitor. Evoluția deviației PIB este susținută și de impactul restrictiv al politicii fiscale din a doua parte a intervalului de prognoză, potrivit construcției bugetare oficiale.

Revizuirea gradului de restrictivitate proiectat al condițiilor monetare reale pornește de la modificări ale impactului ratelor

reale ale dobânzilor și cursului real de schimb asupra cererii agregate. În ciuda reducerii dobânzii de politică monetară, aprecierea monedei naționale în raport cu principalele valute a determinat întărirea caracterului restrictiv al condițiilor monetare reale. Pe lângă câștigurile de productivitate anticipate, nivelul încă ridicat al lichidității pe piețele internaționale, precum și ameliorarea riscului suveran inclusiv datorită aderării la Uniunea Europeană mențin România printre destinațiile preferate ale plasamentelor investitorilor străini pe piețele emergente. Această tendință se reflectă în aprecierea reală proiectată să continue până la orizontul proiecției, fiind însă mai accentuată în prima parte a intervalului vizat.

Pentru anul în curs, ratele reale ale dobânzilor bancare proiectate au un caracter mai puțin restrictiv decât în *Raportul asupra inflației* anterior, evoluție compatibilă cu reducerea ratei dobânzii de politică monetară în perioada parcursă de la momentul realizării proiecției precedente. Pentru restul intervalului de prognoză se anticipează însă efecte relativ mai constrângătoare asupra cererii agregate. Reducerea și stabilizarea ratei inflației, precum și concurența sporită de pe piața bancară sprijină reducerea proiectată a dobânzilor bancare până la începutul anului 2009, concomitent cu îngustarea marjei dintre dobânzile la credite și cele la depozite.

Pornind de la coordonate de deficit bugetar nemodificate față de proiecția anterioară, estimarea impactului politicii fiscale pentru intervalul de proiecție se modifică marginal, ca urmare a unei estimări revizuite a evoluției soldului ciclic al bugetului general consolidat. Efectul cel mai important se manifestă în anul 2008, când deficitul de cerere mai accentuat decât în runda precedentă de proiecție presupune că reducerea deficitului bugetar de la 2,8 la 2,7 la sută din PIB implică o contracție fiscală, ajustată cu componenta ciclică a bugetului, mai puternică decât cea anticipată anterior. La nivelul anilor 2008 și 2009, efectul unei prognoze mai ridicate a deficitului ciclic este însă parțial compensat de o ușoară îmbunătățire a proiecției privind absorbția fondurilor europene, având în vedere, ca termen de comparație orientativ, estimările preliminare aferente absorbției de fonduri structurale din țările care au aderat la UE în anul 2004. Ca și în prognoza trecută, pentru anul curent se anticipează un impuls fiscal cu caracter stimulativ asupra excesului de cerere, contribuind la menținerea acestuia până la începutul anului viitor.

Prognoza actuală plasează creșterea economică pe un palier inferior celui din raportul precedent pentru anul 2007 și la un nivel ușor superior pentru anul 2008. Prognoza încetinirii creșterii din anul curent reflectă, pe partea ofertei, influența unei restrângeri prognozate a activității economice din domeniul

agriculturii datorate secetei, precum și pe cea a dinamicii atenuate a impozitelor nete pe produs datorate impactului aderării la Uniunea Europeană. Pe partea cererii, ritmul de creștere a produsului intern brut va fi afectat cel mai puternic de evoluția exporturilor nete, atât în ceea ce privește prognoza sa pentru acest an, dar mai ales cea pentru anul viitor. Resortul principal al acestei evoluții îl va reprezenta riscul creșterii pe termen scurt a deviației negative a cursului real de la nivelul său determinat de factorii fundamentali pe termen mediu. Deși depășită de avansul prognozat al importurilor, dinamica exporturilor va rămâne conform estimărilor una robustă, impulsivă atât de investițiile realizate în rețehnologizare și de continuarea tendinței de orientare a producției de export către bunuri și servicii cu valoare adăugată mai ridicată, cât și de perspectiva favorabilă a cererii de importuri din partea partenerilor din Uniunea Europeană, ponderea exporturilor României pe piața UE înregistrând până în prezent creșteri ușoare. Componentele cererii interne vor continua să înregistreze și în perioadele următoare o dinamică alertă, anticipându-se însă o tendință de atenuare a acesteia față de nivelurile ridicate din anul trecut. Consumul gospodăriilor va fi impulsiv de creșterea amplă a salariilor de pe parcursul acestui an, dar și de probabila menținere a unui ritm înalt de creștere a veniturilor populației până la orizontul proiecției curente (având în vedere aici atât creșterea preconizată a pensiilor, cât mai ales continuarea politicii unor sporuri consistente de salarii în sectorul guvernamental). În sens invers vor acționa ratele reale ale dobânzilor, în special ale celor aferente creditelor, atât în lei, cât și în valută (acestea din urmă ca urmare a întăririi politicii monetare a Băncii Centrale Europene), care vor păstra un caracter restrictiv în cea mai mare parte a intervalului de prognoză în pofida reducerii treptate a dobânzilor nominale. Perspectiva unei dinamici alerte a investițiilor este susținută, pe termen scurt, de tendința deosebit de favorabilă înregistrată de sectorul de construcții în prima parte a anului. Pe termen mediu, un rol important îl are în acest sens anticiparea unor lucrări de investiții de impact, inclusiv ca urmare a efectelor de multiplicare generate de începerea accesării fondurilor structurale din partea Uniunii Europene.

Casetă

Ajustarea creșterii PIB din trimestrul I 2007 cu efectele modificării legislației privind încasarea TVA

Creșterea anuală a produsului intern brut (PIB) comunicată de Institutul Național de Statistică pentru trimestrul I al anului curent a fost de 6 la sută, în ciuda unei creșteri de 8,1 la sută a valorii adăugate brute, diferența dintre cele două dinamici fiind determinată de contribuția negativă a impozitelor nete pe produs. Evoluția s-a datorat modificărilor intervenite în colectarea TVA ulterior aderării României la Uniunea Europeană, și anume posibilității de întârziere cu maximum 60 de zile a plății TVA pentru bunurile importate, până când acestea sunt puse în vânzare sau reexportate. Ca urmare, în trimestrul I 2007 s-a înregistrat o reducere semnificativă a veniturilor din TVA, reducere care nu înseamnă, însă, decât o amânare a încasării de către stat a respectivei taxe. Începând cu data de 15 aprilie, legislația a fost modificată pentru a permite încasarea în vamă a TVA aferentă importurilor din afara Uniunii Europene (care reprezintă însă mai puțin de 30 la sută din valoarea totală a importurilor).

Deoarece efectele acestei măsuri asupra veniturilor bugetare nu sunt permanente (încasarea TVA a fost doar amânată de la momentul trecerii importurilor prin vamă la momentul punerii lor în vânzare pe teritoriul României sau la momentul reexportării lor), evaluarea excesului de cerere din trimestrul I 2007 s-a realizat atribuind un efect neutru schimbării legislative menționate. Pe baza unei simulări teoretice s-a estimat că o evoluție normală a valorii taxelor încasate și sporirea subvențiilor bugetare în trimestrul I 2007 ar fi dus la o creștere economică superioară cu cel puțin un punct procentual celei comunicate de INS.

Reducerea încasărilor din TVA a fost vizibilă și în alte țări din regiune în preajma datei aderării la Uniunea Europeană. Tabelul 5.3 prezintă variația procentuală a valorii încasărilor bugetare pentru România, Cehia, Polonia, Slovacia, Slovenia și Ungaria.

Tabelul nr. 5.3: Modificarea încasărilor bugetare ca urmare a aderării la Uniunea Europeană

Țara	Perioada	Modificarea valorii taxelor încasate (procente)		Modificarea anuală a PIB real (procente)	
		Venituri din taxe și impozite	TVA	trimestrul premergător aderării	trimestrul ulterior aderării
România	T1 2007/T1 2006	5,5	-21,7	7,7	6,0
Cehia	T2 2004/T2 2003	-2,9	-26,4	4,4	4,6
Polonia	T2 2004/T2 2003	2,3	-5,2	5,8	3,8
Slovacia	T2 2004/T2 2003	2,1	2,7	5,4	5,2
Slovenia	T2 2004/T2 2003	3,8	-8,6	4,6	5,0
Ungaria	T2 2004/T2 2003	-7,6	-26,9	5,1	4,9

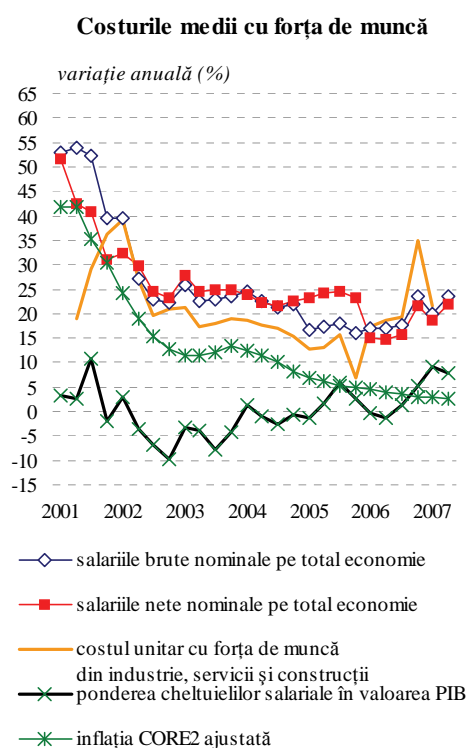
Sursa: website-urile ministerelor de finanțe ale țărilor menționate; EUROSTAT.

Notă: Datele referitoare la România și la celelalte țări nu sunt perfect comparabile datorită faptului că acestea din urmă au aderat la Uniunea Europeană la data de 1 mai 2004, ceea ce înseamnă că încasările lor bugetare au fost afectate de modificările legislației fiscale doar pentru două luni din cele trei ale primului trimestru postaderare. De asemenea, în cazul Slovaciei, datele privind TVA au suferit și influența adoptării la data de 1 ianuarie 2004 a unei cote unice de TVA de 19 la sută care a înlocuit cotele diferențiate de 14 și 20 la sută.

1.4. Riscuri și incertitudini asociate proiecției

În afara scenariului principal al proiecției, analiza trimestrială a perspectivelor macroeconomice a avut în vedere și riscurile cele mai importante ce vizează actuala configurație a proiecției. Astfel, dintre incertitudinile considerate a avea cel mai ridicat potențial de a modifica traiectoria proiectată a inflației se remarcă următoarele:

- posibila menținere a unui ritm ridicat de creștere a costurilor salariale ale companiilor;
- posibile modificări ale coordonatelor politicii fiscale și ale calendarului de ajustare a prețurilor administrate;
- evoluția viitoare a cursului de schimb, existând incertitudini în ceea ce privește influența asupra acesteia atât din partea conjuncturii macroeconomice interne, cât mai ales din partea contextului internațional.



Sursa: calcule BNR pe baza datelor INS; estimări sau prognoze pentru trim.II.

Evoluția recentă a câștigurilor salariale se remarcă printr-o accelerare însemnată comparativ atât cu perioadele similare ale anului trecut, cât și cu dinamica prețurilor agregate și cu cea a productivității muncii. Astfel, trimestrul I al anului 2007 a consemnat o creștere anuală a costului unitar real cu forța de muncă – aproximată la nivelul întregii economii prin raportul dintre salariul mediu brut nominal și PIB nominal pe salariat – de circa 9,3 la sută, față de o scădere de 0,18 la sută în trimestrul I al anului trecut. Această evoluție indică presiuni în creștere resimțite de firme la nivelul costurilor cu forța de muncă. De asemenea, ea reflectă menținerea pe termen scurt a unor presiuni ale cererii asupra prețurilor de consum (prin canalul creșterea cererii de produse => creșterea cererii de forță de muncă => creșterea salariilor => creșterea costurilor companiilor peste nivelul productivității => intensificarea presiunilor de creștere a prețurilor). Analizând ratele inflației înregistrate în primele 6 luni ale anului (în special cele ale inflației CORE2 ajustate), se observă faptul că, pe termen scurt, influențele dinamicii accelerate a salariilor și ale menținerii excesului de cerere asupra prețurilor agregate au fost contracarate de către o serie de factori cu acțiune favorabilă dezinflației, precum aprecierea substanțială a leului pe parcursul aceleiași perioade, menținerea la cote ridicate a presiunilor concurențiale din partea bunurilor și serviciilor importate cărora produsele românești trebuie să le facă față (intensificate odată cu aderarea României la Uniunea Europeană), precum și temperarea anticipațiilor inflaționiste ca urmare a consemnării unei inflații scăzute în perioadele anterioare. Cu toate acestea, perspectiva menținerii unor ritmuri înalte de creștere a salariilor în raport cu cele ale productivității muncii implică riscuri inflaționiste ridicate pe termen mediu, deoarece acțiunea

compensatoare a factorilor menționați nu poate fi garantată la un asemenea orizont, nici chiar în condițiile unei restrictivități sporite a politicii monetare.

În cazul manifestării unui astfel de risc, una dintre consecințele probabile ar fi amânarea eliminării excesului de cerere față de perioada indicată de scenariul de bază, în condițiile în care creșterile salariului mediu brut s-ar reflecta de asemenea într-o dinamică alertă a veniturilor disponibile ale populației⁷⁷. Aceasta ar avea un impact de creștere excesivă a consumului gospodăriilor în raport cu viteza de creștere a potențialului productiv al economiei, atât direct, cât și indirect, prin impulsivitatea cererii de credite de consum, în condițiile în care veniturile mai mari corespund și unui acces înlesnit al populației la astfel de credite, atât din punct de vedere al eligibilității unui număr sporit de potențiali debitori, cât și din cel al bonității mai ridicate a debitorilor individuali. Menținerea unui exces de cerere și pe parcursul anului 2008 ar duce, *caeteris paribus*, la o inflație superioară în mod semnificativ celei prognozate în scenariul de bază.

Având în vedere că sectorul public deține în jur de 20 la sută din totalul efectivului de salariați înregistrat de Institutul Național de Statistică și este furnizorul principal al veniturilor unei serii întregi de alte categorii sociale (pensionari, șomeri, alți beneficiari de ajutor social etc.), politicile guvernamentale din domeniul salariilor și al transferurilor sociale au un rol direct în determinarea evoluției cererii agregate din economie⁷⁸. Un risc important în acest sens îl reprezintă posibilă relaxare a cheltuielilor bugetare, inclusiv în perioadele electorale. Riscurile par relativ mai estompate în ceea ce privește execuția bugetară din anul curent, deoarece creșterile relativ importante ale cheltuielilor de personal și ale transferurilor ar fi putea fi susținute printr-un spor de venituri bugetare bazat pe o creștere ciclică a bazei de impozitare (având în vedere excesul de cerere

⁷⁷ Majorarea veniturilor disponibile ale populației survine nu doar prin creșterea salariilor nete, ci și prin creșterea pensiilor, a căror modalitate de calcul este strâns legată de evoluția salariului mediu brut pe economie.

⁷⁸ Conform celui mai recent studiu FMI privind România (Costas Christou, „Romania: Selected Issues - Section II: Wage dynamics in the Romanian Economy”, June 2007, IMF Country Report No. 07/220), importanța sectorului public în domeniul salarial este cu atât mai mare cu cât în ultimii anii salariile aferente acestui sector par să cauzeze în sens Granger salariile din sectorul privat. Autorul studiului pune acest rezultat econometric, printre altele, pe seama rolului de semnal pe care negocierile salariale din sectorul guvernamental îl au pentru negocierile similare din sectorul privat (în condițiile în care primele le preced de obicei pe cele din urmă) și a competiției dintre sectorul privat și cel public pentru personal cu un nivel ridicat de educație și de aptitudini profesionale, ambele canale fiind potențate de caracterul încordat al pieței muncii reflectat de nivelul relativ redus al ratei șomajului.

prognozat până la sfârșitul anului)⁷⁹. Pentru anul 2008, însă, reducerea programată a deficitului de la 2,8 la 2,7 la sută din PIB va fi mai dificilă, ținând cont de eliminarea prognozată a excedentului de cerere începând cu primul trimestru al aceluși an. Aceasta din urmă ar putea duce la o diminuare ciclică a dinamicii veniturilor bugetare, care, coroborată cu planificata reducere a contribuțiilor de asigurări sociale, presupune că atingerea țintei de deficit s-ar putea realiza doar printr-o diminuare a cheltuielilor bugetare ca pondere în PIB. În același timp însă, presiunile pentru creșterea cheltuielilor bugetare sunt tot mai acute, ele putându-se corela cu alte măsuri de relaxare a cheltuielilor în perspectiva alegerilor europarlamentare, locale și parlamentare programate. În aceste condiții, depășirea în mod semnificativ a proiecțiilor actuale ale deficitului bugetului consolidat nu reprezintă un risc neglijabil.

Pe lângă efectul asupra cererii agregate și excesului acesteia față de nivelul PIB potențial, o eventuală creștere substanțială peste țintele actuale a deficitului bugetului consolidat cauzată de majorarea compensațiilor sociale și salariale poate crea probleme suplimentare pe termen mediu:

- (i) o posibilă depășire semnificativă a pragului de la care se declanșează de către Comisia Europeană procedura de deficit excesiv ar pune problema unei ajustări pe termen mediu a deficitului public. Așa cum arată experiența altor țări europene (exemple recente sunt în acest sens Germania și Ungaria), astfel de ajustări sunt dificil de realizat exclusiv pe seama reducerii cheltuielilor bugetare, măsurile mai ample de ajustare putând avea o răsfrângere și asupra evoluției nivelului agregat al prețurilor;
- (ii) creșterile salariale din sectorul public și nevoia de finanțare a acestora ar putea afecta și calendarul de ajustare a prețurilor administrate, în condițiile în care majorarea acestora presupune de obicei și creșterea unor venituri bugetare (de exemplu, creșterea tarifelor de la energia termică duce la un spor de încasări la nivelul bugetelor locale, iar creșterea prețului gazelor naturale se reflectă într-un spor de venituri la regiile naționale);
- (iii) un eventual derapaj al deficitului bugetului consolidat ar crea o sursă suplimentară de alimentare a creșterii deficitului de cont curent. O astfel de combinație ar putea reprezenta un semnal negativ pentru investitorii străini, ducând la o posibilă încetinire a ritmului intrărilor de

⁷⁹ În ciuda comprimării încasărilor bugetare din primul trimestru al acestui an, datele preliminare aferente execuției bugetare cumulate pe primele 5 luni ale anului indică un excedent al bugetului general consolidat de circa 0,16 la sută din PIB, pus în special pe seama revigorării dinamicii încasărilor bugetare din al doilea trimestru.

capital și, în consecință, la o intensificare semnificativă a presiunilor de depreciere a monedei naționale. Aceasta din urmă, în condițiile în care se dovedește a fi semnificativă și persistentă, ar urma să fie transmisă la rândul său într-o creștere a inflației prețurilor de import și, implicit, a celor de consum.

Evoluția cursului de schimb al leului se află în strânsă legătură cu cea a fluxurilor de capital. Decizia investitorilor internaționali de a continua să investească în active denominate în lei este determinată de o evaluare de risc și de randament legată atât de perspectivele economiei românești, cât și de combinația de risc și randamente pe care acești investitori o pot obține investind în active similare denominate în monedele altor țări. În primul caz, unul din scenariile nefavorabile din perspectiva proiecției inflației provine dintr-o eventuală reconsiderare a estimărilor privind dinamica viitoare a economiei României. Aceasta ar putea fi influențată, printre altele, de lărgirea persistentă și substanțială a deficitului comercial, de posibila supraîncălzire a economiei (cu efecte ulterioare de încetinire a ritmului creșterii economice și de pierderi de competitivitate, situație similară celei parcurse de Portugalia începând cu anul 2000), de întârzierea reformelor structurale de către autoritățile române, precum și de posibile reduceri de rentabilitate în sectoare dinamice ale economiei (cum ar fi sectorul imobiliar sau cel de *retail*). Ipostaza externă a riscului de curs are în vedere o posibilă schimbare de conjunctură pe piața financiară internațională. Deși majoritatea cercetătorilor economici sunt de acord cu privire la existența unui dezechilibru global, caracterizat printre altele de existența în continuare a unui surplus global de lichiditate care alimentează un *boom* al piețelor emergente, există o mare diversitate de opinii cu privire la momentul sau scenariul precis al unei eventuale ajustări. Deși procesul de convergență în plan nominal și real cu zona euro al economiei românești reprezintă o ancoră importantă pentru investitorii străini, având în vedere volatilitatea ridicată specifică investițiilor speculative pe o piață de capital complet liberalizată, precum și mărimea relativ redusă a pieței financiare românești, vulnerabilitatea cotațiilor leului la diverse șocuri de natură globală rămâne una însemnată, dată fiind corelația parțială între variațiile cursului de schimb al monedei naționale și condițiile fundamentale ale economiei românești.

Pe lângă factorii menționați, volatilitatea proiecției inflației mai este cauzată și de o serie de alte surse de incertitudine, menționate în repetate rânduri în precedentele rapoarte asupra inflației. Astfel, condițiile climaterice, având inevitabil un caracter de impredictibilitate, își pun amprenta asupra evoluției prețurilor produselor alimentare. Cu toate acestea, experiența perioadelor recente relevă o posibilă asimetrie în ceea ce

privește impactul asupra prețurilor mărfurilor alimentare al unui an agricol sub medie, respectiv peste medie. Astfel, în cazul celui dintâi, impactul reducerii temporare a ofertei interne de produse agricole asupra prețurilor s-a dovedit a fi într-o anumită măsură estompat de completarea deficitului de ofertă din importuri, mai ales în condițiile aprecierii nominale a leului. În schimb, în cazul unui an agricol peste medie, surplusul relativ de ofertă își găsește cu mai mare dificultate un debușeu cantitativ sub forma creșterii exporturilor sau a reducerii importurilor⁸⁰, fiind mai degrabă reflectat de evoluția favorabilă a prețurilor. O altă sursă de risc este legată de posibile noi creșteri pe plan internațional ale prețurilor petrolului și gazelor naturale, cu efecte asupra prețurilor interne ale combustibililor și energiei. Cauzele unor astfel de creșteri ar putea fi reprezentate de menținerea unui climat politic tensionat pe plan internațional, în special în regiunile care furnizează cote importante ale producției mondiale de petrol. Având în vedere dezbaterile aprinse pe tema modalităților de realizare a obiectivelor asumate oficial privind combaterea încălzirii globale, nu pot fi ignorate nici eventualele măsuri de natură fiscală care ar putea fi adoptate la nivelul Uniunii Europene și care ar afecta în acest caz în mod direct sau indirect prețurile carburanților poluanți.

⁸⁰ Posibile cauze ale acestui fenomen includ: gradul relativ redus de penetrare a produselor agricole românești pe piețele externe, o relativă lipsă de substituibilitate între mărfurile alimentare produse pe plan intern și cele importate (la rândul său, aceasta s-ar putea datora unei diferențieri calitative sau reputaționale).

2. Evaluarea de politică monetară

În contextul derulării actualului exercițiu trimestrial de prognoză pe termen mediu și al elaborării actualului *Raport asupra inflației*, Consiliul de administrație al BNR a inițiat demersurile necesare fundamentării și stabilirii țintei de inflație pentru anul 2009, țintă asumată și de Guvern. În concepția BNR, concordanța de opinie cu Guvernul asupra țintei de inflație constituie un principiu esențial al strategiei de țintire directă a inflației, el având rolul de a spori eficacitatea acesteia, atât prin potențarea sprijinului acordat politicii monetare de politicile guvernamentale (fiscală, de venituri, structurală), cât și prin ancorarea mai solidă a anticipațiilor agenților economici. În urma evaluării diferitelor scenarii de proiecție și a principalelor ipoteze care au stat la baza elaborării lor (inclusiv a celor referitoare la variabile de politică economică guvernamentală), dar și a riscurilor și a incertitudinilor majore privind evoluția pe termen mediu a ritmului de creștere a prețurilor de consum, ținta de inflație pentru anul 2009 a fost stabilită la nivelul de 3,5 la sută +/-1 punct procentual.

Din perspectiva analizelor efectuate, acest nivel al țintei întrunește exigențele ce decurg atât din specificul implementării politicii monetare în contextul strategiei de țintire directă a inflației, cât și din necesitatea continuării procesului de convergență nominală și reală a economiei românești. Astfel, pe de o parte, el satisface cerința de a se consolida dezinflația și de a se atinge în concordanță cu calendarul prevăzut pentru adoptarea euro un nivel al ratei inflației compatibil cu criteriul de inflație al Tratatului de la Maastricht, precum și, ulterior, cu definiția cantitativă a stabilității prețurilor adoptată de Banca Centrală Europeană. Pe de altă parte, nivelul țintei pentru 2009 reflectă preocuparea BNR pentru atingerea consecventă a obiectivului de inflație stabilit, aceasta fiind esențială pentru întărirea credibilității băncii centrale – în contextul istoriei relativ scurte a strategiei de țintire directă în România – și în final pentru ancorarea eficace a anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu. Precauția BNR este justificată în actualul context de anticiparea persistenței pe parcursul anului 2009 a efectelor inflaționiste directe exercitate de factori aflați în afara sferei de influență a băncii centrale, cei mai importanți fiind: (i) influența exercitată asupra evoluției prețurilor de continuarea procesului de convergență a economiei românești; (ii) programarea efectuării în acest interval a unor ajustări semnificative de prețuri administrate, precum și de impozite indirecte; (iii) persistența unor rigidități nominale asimetrice.

Analizarea contextului actual pune în evidență faptul că întreruperea temporară pe parcursul celui de-al doilea trimestru a

procesului dezinflației, având drept consecință abaterea marginală a evoluției ratei anuale a inflației de la traiectoria prognozată inclusă în *Raportul asupra inflației* din luna mai, s-a datorat efectelor inflaționiste ale factorilor ofertei. Cele mai semnificative au fost generate de deteriorarea comparativ cu perioada anterioară a evoluției dinamicii anuale a prețului combustibililor, precum și a celei a ritmului anual de creștere a prețurilor legumelor și fructelor – datorată apariției sau anticipării manifestării unui deficit de ofertă pe aceste segmente ale producției agricole; acestora li s-a alăturat impactul advers exercitat asupra ratei anuale a inflației totale de corecția amplă aplicată în luna mai chiriilor stabilite de administrația locală. În schimb, rata anuală a inflației CORE2 și-a accelerat declinul, amplitudinea scăderii sale atenuând considerabil influențele nefavorabile ale factorilor cu acțiune pe partea ofertei. Decelerarea inflației CORE2 din acest interval este pusă în corelație cu menținerea gradului adecvat de restrictivitate a condițiilor monetare, în special cu accelerarea aprecierii monedei naționale în raport cu euro și dolarul; totodată, ea a mai fost susținută de intensificarea concurenței pe piața cu amănuntul, precum și de extinderea fenomenului de scădere a unor prețuri drept consecință a aderării României la UE.

Actualizarea prognozei indicatorilor macroeconomici relevă faptul că traiectoria ușor mai ridicată, comparativ cu prognoza anterioară, a ratei anuale a inflației se va prelungi în următoarele trei trimestre, principalii determinanți ai relativei accelerări a inflației prognozate constituindu-i anticipatele creșteri ale dinamicilor prețurilor legumelor și fructelor, ale prețului combustibililor, precum și ale componentei prețurilor administrate, aceasta din urmă incluzând corecția deja operată asupra chiriilor. În schimb, în a doua parte a orizontului de transmisie a politicii monetare, *pattern*-ul proiectat al inflației se ameliorează sensibil față de exercițiul anterior de proiecție, în principal datorită scăderii amplitudinii prognozate a ajustărilor de prețuri administrate, precum și decelerării relative a inflației CORE2. De altfel, de-a lungul întregului orizont de prognoză rata proiectată a inflației CORE2 urmează o traiectorie situată în mod consecvent sub nivelul celei anterior prognozate, cu toate că, după scăderea amplă pe care a înregistrat-o în primul trimestru, deviația pozitivă a PIB de la nivelul său potențial revine în următoarele trei trimestre ale actualei proiecții la valori relativ similare celor previzionate anterior, eliminarea acestei deviații pozitive urmând a avea loc cu începere din trimestrul I 2008.

Menținerea excedentului de cerere la nivelurile prognozate anterior și implicit persistența acestuia până la finele anului 2007 constituie cel mai semnificativ risc din perspectiva asigurării sustenabilității dezinflației. Acestuia continuă să i se

alături perspectiva prelungirii dinamicii înalte a absorbției interne, care incumbă riscul adâncirii până la niveluri nesustenable a deficitului de cont curent și implicit al producerii unei corecții brutale a dezechilibrului extern de natură să reînflameze inflația pe termen mediu. Aceste riscuri decurg, pe de o parte, din ampla relaxare aplicată politicii veniturilor în acest an, care a antrenat creșterea substanțială a câștigurilor salariale nu doar în sectorul bugetar, dar și în cel privat, și pe de altă parte, din perspectiva manifestării caracterului prociclic al politicii fiscale în următoarele trimestre.

În contextul actualei proiecții, menținerea deviației pozitive a PIB în prima parte a orizontului de transmisie a politicii monetare se datorează atât persistenței robusteții cererii interne, cât și ajustării temporare în sens descendent a nivelului potențial al PIB ca urmare a șocului advers pe partea ofertei pe care-l va produce scăderea previzibilă în 2007 a producției agricole și posibil și a celei de energie electrică. Deși dimensiunea pierderilor cauzate agriculturii, dar și industriei de seceta severă și cvasigeneralizată la nivelul țării este deocamdată incertă, elementele de analiză existente indică sectorul cerealiilor ca fiind cel mai puternic afectat de condițiile meteorologice nefavorabile din acest an. Este însă foarte probabil, ca cel puțin parțial, cererea excedentară de produse furnizate de sectoarele afectate să fie acomodată prin creșterea importurilor, ceea ce, pe de o parte, va exercita un efect antiinflaționist pe termen scurt, inclusiv prin intermediul evoluției favorabile a cursului de schimb, dar, pe de altă parte, va determina o adâncire suplimentară a deficitului de cont curent, posibil asociată unei creșteri a datoriei externe, și implicit o amplificare a potențialelor riscuri la adresa dezinflației pe termen mediu. Importurile de produse agricole ar putea însă genera unele efecte inflaționiste chiar și pe termen scurt în condițiile în care pe piața externă prețurile unora din aceste produse au înregistrat recent creșteri semnificative.

Un oarecare efect de atenuare a potențialului inflaționist al creșterii economice ar putea fi exercitat de posibila accentuare a unora din caracteristicile și modificările de structură recent sesizate la nivelul cererii interne. Astfel, din perspectiva evoluțiilor din primul trimestru al anului, ar fi posibil ca în trimestrele următoare ecartul pozitiv dintre ritmul de creștere a formării brute de capital fix și cel de expansiune a consumului privat să se amplifice. În favoarea acestei ipoteze pledează menținerea ritmului deosebit de înalt de creștere a lucrărilor de construcții în primele două luni ale trimestrului II și caracterul favorabil al așteptărilor privind evoluția activității în acest domeniu, precum și probabilitatea ridicată ca investițiile în utilaje să recupereze în perioada următoare pierderea consistentă de dinamică suferită în primul trimestru al anului (posibil datorată unei aglomerări a

investițiilor directe provenind din țări terțe înaintea momentului aderării României la Uniunea Europeană); totodată, este de așteptat ca unul din obiectivele urmărite de relaxarea cheltuielilor bugetare în a doua parte a anului să-l constituie eliminarea întârzierilor de execuție pe care le consemnează investițiile publice în raport cu programul bugetar, inclusiv în cazul proiectelor finanțate prin fonduri europene.

Indicii ale posibilei dinamizări a investițiilor de re tehnologizare în trimestrele următoare par a fi valorile ridicate ale importurilor de bunuri de capital din trimestrul I⁸¹ neregăsite în dinamica componentei investițiilor în utilaje din cadrul formării brute de capital fix din acest interval, precum și potențialul ridicat de creștere pe care l-au acumulat investițiile străine directe, în condițiile în care acestea au înregistrat în primele luni ale anului un volum neașteptat de scăzut. Acestea li se alătură creșterea în ultima perioadă a gradului de utilizare a capacităților de producție în industrie⁸² – care ar putea justifica o sporire în perioada următoare a investițiilor în anumite ramuri – precum și posibila majorare consistentă a profiturilor companiilor în trimestrul I pe care o sugerează creșterea substanțială față de trimestrele anterioare consemnată de volumul impozitului pe profit aferent trimestrului I⁸³.

Se apreciază că această posibilă dinamizare a investițiilor, în special a celor în utilaje, va impulsiona – deși cu un anumit *lag* – potențialul creșterii economice, inclusiv nivelurile productivității factorilor și ale concurenței, și va contribui astfel la asigurarea pe termen mediu și lung atât a sustenabilității dezinflației și ulterior a stabilității prețurilor, cât și a progresului procesului de convergență. Pe termen scurt, însă, accelerarea creșterii cererii de investiții incumbă riscul sporirii presiunilor inflaționiste, dar mai ales pe cel al adâncirii deficitului balanței comerciale, în condițiile în care, este foarte probabil ca o mare parte din noile tehnologii să fie importate. Amplificarea pe acest fond a soldului negativ al balanței comerciale poate fi asociată, cel puțin parțial, procesului de *catching-up* pe care-l parcurge economia românească, sustenabilitatea ei fiind, însă, condiționată de măsura în care investițiile străine directe dar și împrumuturile externe destinate sectoarelor producătoare de bunuri și servicii comercializabile cu alte țări contribuie la finanțarea sa.

Din perspectiva evoluției indicatorilor relevanți din trimestrul I, un grad mai ridicat de incertitudine se conturează în ceea ce

⁸¹ În trimestrul I, dinamica importurilor de bunuri de capital a fost cu mult superioară celor înregistrate de celelalte două clase de bază din Sistemul Conturilor Naționale.

⁸² Buletin de conjunctură, BNR, iunie 2007.

⁸³ Încasat de Ministerul Economiei și Finanțelor în aprilie 2007.

privește dimensiunea și distribuția temporală a impactului pe care-l va exercita asupra potențialului inflaționist al cererii interne evoluția viitoare a consumului populației. Astfel, în ipoteza prelungirii în trimestrele următoare a caracteristicilor și a modificărilor produse în structura consumului populației în prima parte a anului 2007 – acestea din urmă constând în dinamizarea puternică a cererii de produse nealimentare, în special de bunuri durabile, inclusiv de autoturisme, pe de o parte, și în decelerarea severă a ritmului anual de creștere a cererii de bunuri alimentare, pe de altă parte – presiunile generate de menținerea dinamicii înalte a acestei componente a cererii interne vor continua să fie resimțite cu precădere la nivelul deficitului balanței comerciale, dar posibil și la nivelul prețurilor interne.

Cu toate acestea, este posibil ca această relativă modificare a preferințelor de consum al populației să fie o consecință de scurtă durată a schimbării favorabile de regim fiscal induse de aderarea României la UE – fenomenul fiind, de altfel, observat și în alte țări în lunile ce au urmat momentului aderării lor la UE. În aceste condiții, posibila refacere în următoarele luni a trăsăturilor structurale anterioare ale consumului populației, dar și posibila redinamizare a acestei componente a cererii interne pe fondul continuării creșterii substanțiale a salariilor, ar putea acționa în sensul amplificării, comparativ cu perioada anterioară, a potențialului inflaționist al creșterii PIB. Această ipoteză este susținută într-o oarecare măsură de ușoara tendință de redresare a ritmului de creștere a cifrei de afaceri în comerțul cu bunuri alimentare evidențiată în primele luni ale trimestrului II, concomitent cu menținerea la valori ridicate a indicatorilor similari din comerțul cu bunuri durabile. Un alt argument în favoarea ipotezei dinamizării viitoare a consumului privat îl constituie previzibila restrângere în condițiile particulare ale acestui an agricol a dimensiunii specifice trimestrelor III și IV a autoconsumului și posibila creștere în consecință a cererii de produse alimentare – în parte finanțată prin sumele anunțate a fi acordate din bugetul de stat drept despăgubiri în contul producției agricole compromise; presiunile exercitate de această evoluție a cererii ar putea fi parțial preluate de dezechilibrul extern, potențialele riscuri la adresa inflației nefiind astfel eliminate, ci translatate asupra orizontului temporal mai îndepărtat.

În detrimentul creșterii dinamicii consumului privat pe termen scurt ar putea acționa însă accelerarea sporirii în perioada următoare a achizițiilor populației de active imobiliare și de active financiare, stimulată de menținerea sau chiar creșterea dinamicii veniturilor disponibile ale populației pe seama salariilor și a volumului remiterilor din străinătate. Un asemenea comportament ar putea fi justificat de atingerea, pe

palierul categoriilor de populație cu venituri relativ mari, a unui plafon de satisfacere a cerințelor de consum, coroborată cu sporirea preocupării pentru cumpărarea de locuințe și pentru realizarea de investiții financiare; argumente în favoarea acestui scenariu le constituie relativa accelerare din ultimele luni a creșterii creditului pentru locuințe, continuarea dinamizării creșterii depozitelor bancare ale populației, precum și temperarea creșterii creditului de consum.

O altă preocupare majoră în ceea ce privește traiectoria viitoare a inflației continuă să o reprezinte evoluția potențialului inflaționist al factorilor de natura costurilor și a ofertei. Astfel, în comparație cu prognoza trimestrială anterioară, actualul context relevă riscul creșterii potențialului inflaționist al evoluției pe termen scurt a prețurilor volatile, respectiv a prețurilor unor produse alimentare și a prețului combustibililor. Un impact inflaționist direct relativ mai scăzut se așteaptă a-l exercita pe termen scurt și corecțiile de prețuri administrate. Cu toate acestea, se consideră că persistența incertitudinilor generate de instabilitatea programului de ajustare a prețurilor reglementate, precum și manifestarea unei înclinații spre amânarea pe orizonturi de timp tot mai îndepărtate a acestor corecții induc serioase riscuri la adresa sustenabilității dezinflației și a asigurării stabilității pe termen mediu a nivelului prețurilor agregate.

Un alt risc luat în considerare în acest context îl constituie persistența dinamicii înalte a salariilor în sectorul privat și a tendinței de accelerare a ritmului anual de creștere a costului unitar cu forța de muncă în industrie. Capacitatea companiilor de a transfera asupra prețurilor această majorare de cost este considerată a fi însă restricționată, în cazul anumitor întreprinderi, de gradul înalt de concurență al piețelor pe care acestea activează. În schimb, pe segmentele economiei în care continuă să se manifeste o cerere excedentară și care, probabil, se confruntă cu un deficit de forță de muncă, majorarea substanțială a câștigurilor salariale ar putea antrena consecințe inflaționiste prin intermediul costurilor și al efectelor de demonstrație asupra altor sectoare ale economiei.

Un grad relativ crescut de incertitudine continuă să caracterizeze evoluția cursului de schimb al leului de-a lungul orizontului proiecției. Astfel, deși presiunile acute exercitate recent asupra acestei variabile de intrările de capital volatil par a se fi temperat, ele ar putea fi resuscitate temporar, în următorul interval, de sporirea sezonieră a remiterilor din străinătate. Nu este exclusă însă nici posibilitatea apariției unor presiuni în sensul deprecierei leului, volatilitatea cursului de schimb fiind dată de caracterul impredictibil al apetitului pentru risc al investitorilor străini pe piețele emergente, în condițiile în care

evoluțiile cursului de schimb al leului sunt numai în parte corelate cu modificările condițiilor fundamentale ale economiei românești.

Evaluarea de către Consiliul de administrație al BNR a contextului macroeconomic actual și a proiecției pe termen mediu a acestuia a pus în evidență o sensibilă ameliorare, comparativ cu proiecția anterioară, a perspectivei inflației în a doua parte a orizontului de transmisie a politicii monetare. În același timp, însă, s-a relevat faptul că potențialul inflaționist al unor factori ce vor continua să acționeze de-a lungul orizontului de prognoză este încă ridicat. Principalele riscuri la adresa sustenabilității dezinflației sunt considerate a fi persistența până la finalul anului 2007 a *gap*-ului pozitiv al PIB, precum și posibila continuare a adâncirii deficitului de cont curent ca efect al prelungirii dinamicii foarte înalte a absorbției interne. În acest context, în ședința sa din 31 iulie 2007, Consiliul de administrație al BNR a decis să mențină rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 7 la sută. Totodată, pentru a reduce amplitudinea fluctuațiilor ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară și pentru a consolida astfel rolul acestora în cadrul mecanismului de transmisie monetară, dar și rolul de semnal al ratelor dobânzilor cheie ale politicii monetare, Consiliul de administrație al BNR a decis să restrângă amplitudinea coridorului format în jurul ratei dobânzii de politică monetară de ratele dobânzilor facilităților permanente; prin urmare, rata dobânzii pentru facilitatea de depozit a fost majorată de la 1 la sută la 2 la sută, iar rata dobânzii pentru facilitatea de creditare a fost redusă de la 14 la sută la 12 la sută. În plus, pentru a armoniza mai bine scadența principalului instrument *open market* al BNR (cărui îi este asociată rata dobânzii de politică monetară), pe de o parte, cu durata perioadei de menținere a rezervelor minime obligatorii (o lună) și, pe de altă parte, cu maturitatea preponderentă a tranzacțiilor derulate pe piața monetară interbancară și implicit pentru a reduce volatilitatea ratei dobânzilor pe termen scurt de pe această piață, Consiliul de administrație al BNR a decis să reducă scadența depozitelor atrase de banca centrală de la o lună la două săptămâni. Totodată, pentru a consolida restrictivitatea condițiilor monetare în sens larg, Consiliul de administrație al BNR a hotărât să mențină nivelurile actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii.