

Parlamentul României
Camera Deputaților

G.P. Nr. 491 din 27.05.2008



PARLAMENTUL ROMÂNIEI
Camera Deputaților
REGISTRATURA GENERALĂ
Nr. 246
2008

BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

MUGUR ISĂRESCU
Guvernator

Parlamentul României
Camera Deputaților
Președinte
Nr. 991 / 11.8.08
din 05 / 2008

Domnului BOGDAN OLTEANU

Președintele Camerei Deputaților

PARLAMENTUL ROMÂNIEI
CAMERA DEPUTAȚILOR
SECRETAR GENERAL
Nr. 5180 / CP 10025 / 2008

Nr. XIII/G/131/8 mai 2008

Domnule Președinte,

În luna august 2005, Banca Națională a României a adoptat o nouă strategie de politică monetară – țintirea directă a inflației, al cărei principal instrument de comunicare îl constituie *Raportul asupra inflației*.

Am plăcerea să vă înaintez, spre informare, Raportul trimestrial asupra inflației – mai 2008, cu mențiunea că prezentarea publică a acestuia s-a realizat în cadrul unei conferințe de presă.

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al Băncii Naționale a României din data de 6 mai 2008.

Cu stimă,

MUGUR ISĂRESCU

Mugur Isărescu
Guvernator



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

Mai 2008

anul III, nr. 12

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 2 mai 2008 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 6 mai 2008.

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

Lista abrevierilor

AIE	Administrația pentru Informații privind Energia (din cadrul Departamentului Energiei al SUA)
AMIGO	Ancheta asupra forței de muncă în gospodării
ANOFM	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
CNP	Comisia Națională de Prognoză
CRB	Centrala Riscurilor Bancare
DAE	Dobânda Anuală Efectivă
EUROSTAT	Oficiul de Statistică al Comunităților Europene
FBCF	Formarea brută de capital fix
FED	Sistemul Rezervelor Federale ale SUA
FMI	Fondul Monetar Internațional
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i> (Comisia Federală a Operațiunilor de Piață)
IAPC	Indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	Indicele prețurilor de consum
IPPI	Indicele prețurilor producției industriale
IVU	Indicele Valorii Unitare
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
IW	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.....	18
2. Piața muncii	20
2.1. Forța de muncă	20
2.2. Venituri.....	20
3. Prețurile de import și prețurile de producție.....	22
3.1. Prețurile de import.....	22
3.2. Prețurile de producție	22
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	25
1. Politica monetară	25
2. Piețe financiare și evoluții monetare	29
2.1. Ratele dobânzilor.....	30
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital.....	32
2.3. Moneda și creditul	35
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	39
1. Scenariul de bază al proiecției.....	40
1.1. Proiecția inflației	40
1.2. Presiuni exogene asupra inflației.....	43
1.3. Presiuni din partea cererii agregate.....	45
1.4. Riscuri și incertitudini asociate proiecției.....	50
2. Evaluarea de politică monetară	53

I. SINTEZĂ

Evoluția inflației și cauzele acesteia

La sfârșitul primului trimestru al anului curent, rata anuală a inflației a atins nivelul de 8,63 la sută, cu circa 2 puncte procentuale peste valoarea înregistrată în luna decembrie 2007. Creșterea ratei inflației s-a datorat efectelor cumulate ale: persistenței și amplificării șocurilor de natura ofertei, presiunilor din partea excesului de cerere, deprecierei monedei naționale și deteriorării anticipațiilor privind inflația.

Pe partea ofertei, influențele inflaționiste au urmat două căi principale. Prima a constituit-o dinamica prețurilor interne ale produselor alimentare (atât cele volatile, cât și cele din indicele CORE2), care au continuat să resimtă efectele scăderii producției agricole în anul anterior și ale creșterii prețurilor produselor agroalimentare pe piețele externe. Un impact inflaționist suplimentar a fost generat în trimestrul I 2008 de accelerarea creșterilor prețurilor combustibililor și ale prețurilor administrate. Cea de-a doua cale se corelează cu tensiunile existente pe piața muncii, care au determinat continuarea creșterii semnificative a costului unitar cu forța de muncă în trimestrul IV 2007, alimentând pe de altă parte și persistența excesului de cerere.

În trimestrul I cursul mediu al monedei naționale a înregistrat o depreciere față de nivelul său din trimestrul IV, în condițiile unei volatilități zilnice pronunțate. Această depreciere s-a produs pe fondul amplificării turbulențelor pe piețele financiare internaționale și creșterii aversunii față de risc a investitorilor, contribuind la dinamica inflației prin intermediul creșterii prețurilor importurilor.

Efectele directe ale șocurilor menționate mai sus asupra prețurilor de consum au stimulat creșterea în continuare a anticipațiilor privind inflația, de natură să sporească potențialul propagării efectelor secundare asupra inflației CORE2 și să prelungească durata creșterii temporare a inflației IPC.

Impactul inflaționist generat de factorii ofertei a fost amplificat de menținerea presiunilor exercitate de excesul de cerere manifestat în creșterea rapidă a inflației de bază CORE2. Accelerarea creșterii economice în trimestrul IV 2007 (până la 6,6 la sută) a accentuat decalajul dintre nivelul realizat și cel potențial al PIB. Investițiile au continuat să reprezinte factorul principal al creșterii economice, înregistrând un spor anual de 28 la sută. Creșterea consumului final a continuat în ritm alert (8,9 la sută), iar exportul net și-a redus contribuția negativă la creșterea economică pe fondul accelerării creșterii exporturilor. Expansiunea cererii interne a fost susținută de majorarea substanțială a cheltuielilor bugetare la finele anului 2007, de ritmurile alerte de creștere a veniturilor populației din salarii și alte surse și de continuarea expansiunii rapide a creditului acordat sectorului privat.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

Decizia de majorare cu un punct procentual (până la 9 la sută) a ratei dobânzii de politică monetară, adoptată de Consiliul de administrație al BNR în ședința din 4 februarie 2008, a fost fundamentată în contextul actualizării proiecției inflației și al analizării riscurilor asociate acesteia (prezentate în *Raportul asupra inflației* din luna februarie). Noua proiecție anticipa situarea ratei inflației pe întreg intervalul de prognoză la niveluri substanțial peste cele din proiecția anterioară. Principalele riscuri identificate au fost posibilitatea creșterii excesive a

salariilor în raport cu productivitatea muncii, potențialul relaxării suplimentare a politicilor fiscale și de venituri în perioada electorală următoare și deteriorarea în continuare a anticipațiilor privind inflația.

Perioada următoare deciziei de politică monetară din februarie a reconfirmat înrăutățirea perspectivelor pe termen scurt și mediu ale inflației. Monitorizarea riscurilor identificate în asociere cu prognoza din februarie a relevat persistența acestora, apărând chiar posibilitatea amplificării riscului deteriorării suplimentare a anticipațiilor inflaționiste.

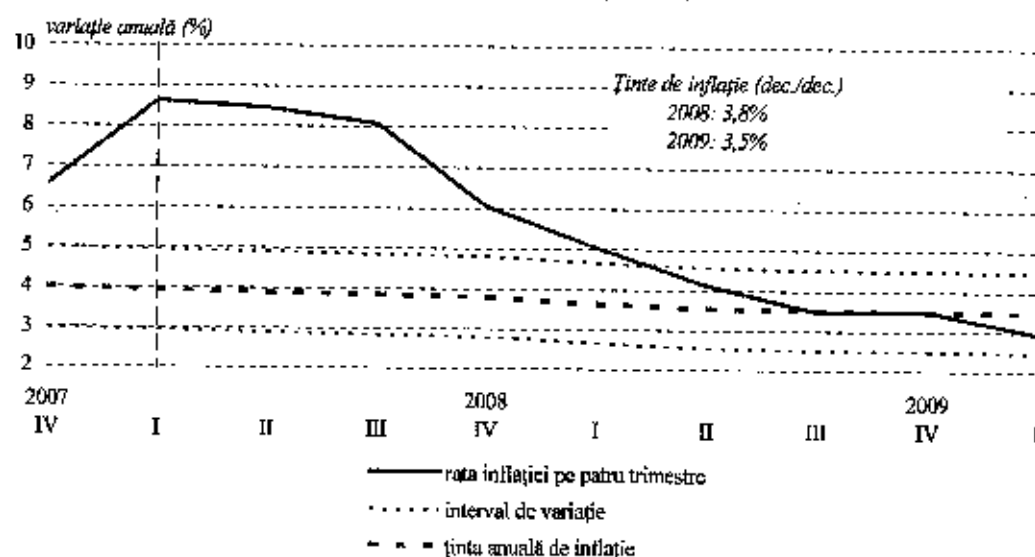
Ca urmare a analizării acestor evoluții, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 26 martie 2008 operarea unei noi majorări, de 0,5 puncte procentuale (până la 9,5 la sută), asupra ratei dobânzii de politică monetară. Decizia a urmărit continuarea întăririi restrictivității condițiilor monetare reale în vederea prevenirii amplificării suplimentare a excesului de cerere, precum și a contracarării potențialelor efecte secundare exercitate de anticipațiile inflaționiste asupra inflației CORE2, vizându-se ancorarea eficace a acestora.

Pe tot parcursul trimestrului I, impactul ajustărilor ratei dobânzii de politică monetară a fost potențat de gestionarea fermă de către BNR a lichidității de pe piața monetară. Totodată, continuarea expansiunii rapide a creditului acordat sectorului privat – în special a componentei în valută – a determinat decizia Consiliului de administrație al BNR de a nu reduce nivelul ratelor rezervelor minime obligatorii. În plus, BNR a adoptat măsuri prudențiale suplimentare, constând în majorarea coeficienților de provizionare pentru creditele în valută acordate de bănci debitorilor expuși riscului valutar și în extinderea acestor prevederi la nivelul instituțiilor financiare nebancare.

Perspectivile inflației

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației la sfârșitul anului 2008 la nivelul de 6 la sută, cu 0,1 puncte procentuale peste cel prognozat în *Raportul asupra inflației* din luna februarie. Pentru finele anului 2009, inflația proiectată se situează cu 0,4 puncte procentuale sub cea prognozată anterior (3,5 la sută față de 3,9 la sută).

Previziuni privind evoluția inflației



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

Pentru sfârșitul anului curent, ușoara revizuire în sens ascendent a prognozei precedente reflectă, în principal, depășirea cu 0,3 puncte procentuale a ratei anuale a inflației prognozate anterior pentru trimestrul I. Această depășire a fost cauzată cu precădere de presiunile din partea cererii agregate datorate accelerării peste așteptări a creșterii economice din trimestrul IV 2007 și de impactul nefavorabil al cursului de schimb asupra prețurilor importurilor în trimestrul I.

Pe termen scurt, în cursul anului 2008, eficacitatea întăririi de până acum a restrictivității politicii monetare se va manifesta mai ales prin limitarea efectelor șocurilor exogene asupra așteptărilor privind inflația. Aceasta va contribui la confirmarea caracterului temporar al episodului actual de inflație mai ridicată.

Efectele recentelor creșteri repetate ale ratei dobânzii de politică monetară asupra ansamblului condițiilor monetare reale se vor manifesta mai accentuat în cursul anului 2009. Acestea se vor materializa în reducerea treptată a presiunilor inflaționiste ale cererii agregate și în aducerea în teritoriu negativ a deviației PIB față de nivelul său potențial, începând cu trimestrul II 2009. În plus, este anticipată epuizarea în trimestrul III 2008 a efectelor negative ale șocurilor exogene survenite în a doua jumătate a anului 2007 și la începutul anului curent, care au alimentat anticipațiile inflaționiste ale agenților economici. Aceste corecții, alături de menținerea unei restrictivități pronunțate a politicii monetare pe întreg orizontul de prognoză, vor exercita un impact semnificativ asupra anticipațiilor privind inflația, explicând scăderea proiectată a acestora în anul 2009 mai rapid decât în scenariul aferent *Raportului asupra inflației* din luna februarie.

În orizontul actual al proiecției, riscurile semnificative de situare a traiectoriei viitoare a inflației peste cea prognozată includ: creșterea salariilor în exces față de cea a productivității muncii, o eventuală depreciere a monedei naționale ca urmare a persistenței turbulențelor de pe piețele internaționale, implementarea unei politici bugetare mai laxe decât cea asumată, creșteri ale prețurilor administrate și ale celor ale combustibililor mai ample decât cele anticipate în prezent. Consecințele inflaționiste ale materializării unora dintre aceste riscuri ar putea fi semnificativ diminuate de aplicarea unui set coerent de politici macroeconomice ferme. Înscrierea inflației pe o traiectorie mai favorabilă față de cea proiectată în scenariul de bază s-ar putea produce în cazul obținerii unei producții agricole bune în anul 2008.

Decizia de politică monetară

Având în vedere perspectiva nefavorabilă a inflației din prima parte a orizontului de prognoză, precum și persistența și predominanța riscurilor în sensul accelerării inflației, Consiliul de administrație al BNR a decis majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 9,75 la sută, precum și continuarea gestionării ferme a lichidității de pe piața monetară prin intermediul operațiunilor de piață. Totodată, în scopul consolidării restrictivității condițiilor monetare în sens larg, ratele rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și celor în valută ale instituțiilor de credit au fost menținute la nivelurile de 20 la sută și, respectiv, de 40 la sută. Consiliul de administrație al BNR a reafirmat în acest context faptul că implementarea unui ansamblu coerent de politici macroeconomice, precum și accelerarea reformelor structurale sunt esențiale pentru aducerea pe parcursul anului 2009 a ratei anuale a inflației pe o traiectorie compatibilă cu atingerea țintei de inflație pe termen mediu.

În același timp, pentru a crește eficacitatea gestionării de către banca centrală a condițiilor lichidității de pe piața monetară și, implicit, a influenței exercitate de instrumentele de politică monetară asupra ratelor dobânzilor pe termen scurt de pe această piață, Consiliul de

administrație al BNR a decis să reducă scadența operațiunilor standard de atragere de depozite de la două săptămâni la o săptămână. Totodată, în scopul ameliorării transmiterii semnalelor de politică monetară și al reducerii amplitudinii fluctuațiilor ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară, s-a decis imprimarea unui caracter simetric coridorului format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară și restrângerea amplitudinii acestuia la valoarea de ± 4 puncte procentuale; prin urmare, rata dobânzii pentru facilitatea de depozit, precum și rata dobânzii pentru facilitatea de creditare (Lombard) au fost majorate de la 2 la sută la 5,75 la sută și, respectiv, de la 12 la sută la 13,75 la sută, concomitent fiind majorată rata dobânzii penalizatoare pentru deficitul de rezerve minime obligatorii constituite în lei, de la 18 la sută la 20,5 la sută. Ambele modificări aduse instrumentelor de politică monetară fac parte din procesul de armonizare graduală a cadrului operațional al Băncii Naționale a României cu cel al Băncii Centrale Europene.

II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

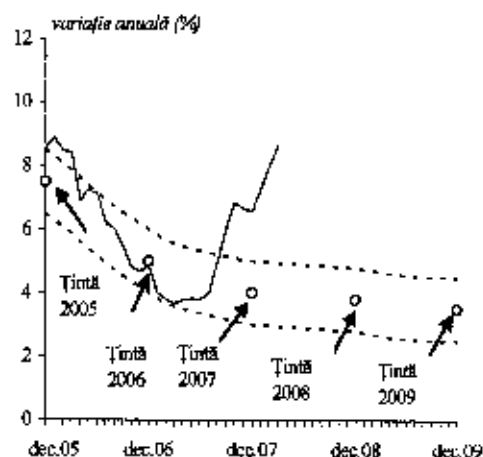
În trimestrul I 2008 rata anuală a inflației a continuat să evolueze în afara intervalului de variație de ± 1 punct procentual corespunzător țintei de 3,8 la sută stabilite pentru anul curent. Nivelul atins în luna martie (8,63 la sută) a fost rezultatul combinației dintre accentuarea presiunilor din partea șocurilor interne și externe de natura ofertei, deprecierea monedei naționale, persistența excesului de cerere (alimentat de majorarea veniturilor populației) și existența unui pronunțat efect de bază nefavorabil. Unii dintre acești factori au contribuit la deteriorarea anticipațiilor inflaționiste, ceea ce a facilitat propagarea șocurilor menționate în prețurile de consum. Tendința ascendentă vizibilă la nivelul inflației totale s-a păstrat și în cazul inflației de bază, care a crescut la 7 la sută, cu 1,2 puncte procentuale mai mult decât în luna decembrie 2007.

La accelerarea ratei anuale a inflației pe parcursul trimestrului I 2008 (+2,06 puncte procentuale față de finele anului 2007) au contribuit atât prețurile volatile și administrate, cât și prețurile bunurilor și serviciilor componente ale inflației de bază CORE2.

Pentru al doilea trimestru consecutiv, dinamica anuală a prețurilor volatile (+17,3 la sută, în creștere cu 4,7 puncte procentuale față de decembrie 2007) a fost impulsionată de atingerea unor noi maxime istorice ale prețului șteiului pe piețele internaționale, care s-au reflectat în majorări succesive ale prețului intern al carburanților (variație medie lunară de 1,4 la sută). În plus, rata anuală de creștere a prețurilor volatile ale produselor alimentare s-a menținut deosebit de ridicată, în principal ca urmare a persistenței efectului de bază nefavorabil care a marcat evoluția acestora în a doua jumătate a anului 2007; pe segmentul fructelor, la aceasta se adaugă deprecierea leului în raport cu euro, în condițiile în care oferta este dominată de importuri în sezonul rece.

Rata anuală a prețurilor administrate și-a reluat creșterea, urcând la 8,5 la sută în martie 2008, de la 5 la sută în decembrie 2007. În cazul utilităților, o creștere semnificativă a înregistrat prețul gazelor naturale (+8,42 la sută în luna februarie comparativ cu luna anterioară), în timp ce prețul energiei electrice a rămas nemodificat. Prețul energiei termice și cel al serviciilor de apă, canal, salubritate au consemnat majorări de amplitudine similară celei corespunzătoare trimestrului I 2007. Creșteri semnificative au înregistrat și tarifele serviciilor de

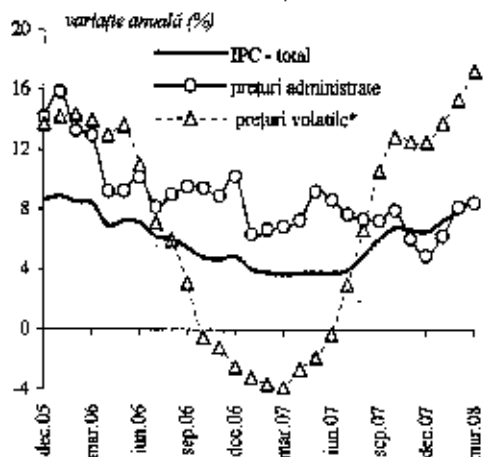
Evoluția inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

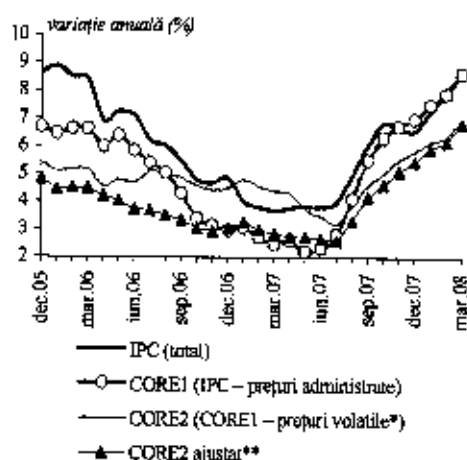
Rata inflației



*) 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

	2007				2008
	I	II	III	IV	I
Rata inflației	3,7	3,8	6,0	6,6	8,6
Prețuri administrate*	6,9	8,7	7,3	5,0	8,5
1. Mărfuri nealimentare**:	5,4	6,5	5,7	0,5	4,2
energie electrică	4,6	9,0	9,0	4,2	4,2
energie termică	20,8	20,8	20,8	5,8	3,9
gaze naturale	10,0	6,3	4,7	0,0	12,4
medicamente	-4,8	-4,2	-5,7	-6,7	-4,2
2. Servicii*, din care:	9,5	12,8	10,2	13,2	16,7
apă, canal, salubritate	20,5	14,6	14,1	12,0	12,0
telefonie fixă	5,6	0,0	-5,1	3,4	10,4
transport de călători pe calea ferată	23,7	29,8	37,2	27,4	16,5
transport urban (de călători)	3,5	5,2	6,8	7,5	11,1
Prețuri libere (CORE1)	2,5	2,3	5,5	7,0	8,6
CORE2**	4,4	3,5	4,6	5,8	7,0
CORE2 exclusiv tutun și băuturi alcoolice	2,8	2,7	4,2	5,5	6,8
tutun și băuturi alcoolice	22,9	12,7	9,3	10,0	9,0

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

Sursa: INS, calcule BNR

telefonie fixă, ancorate la cursul de schimb leu/euro, precum și tarifele pentru transport urban.

Traectoria ascendentă a inflației de bază CORE2, vizibilă încă din luna august 2007, a continuat în perioada analizată, mărfurile alimentare rămânând și de această dată principalul determinant (ritm anual în creștere cu 1,6 puncte procentuale). Comparativ cu trimestrul precedent, se observă însă modificări la nivelul surselor de presiune, efectul pozitiv al temperaturii creșterii prețurilor în cazul produselor de morărit și panificație fiind anulat de preluarea cu un anumit decalaj de timp a tensiunilor manifestate pe plan regional pe segmentul produselor lactate și al cărnii. De asemenea, deși a scăzut în intensitate, șocul produs de reducerea la circa o treime a producției de floarea soarelui în anul 2007 a afectat în continuare piața uleiului, în condițiile în care creșterea dependenței de importuri a survenit pe fondul majorării prețurilor externe și al deprecierei monedei naționale.

Variația cursului de schimb a avut un efect important și în cazul serviciilor libere, în special prin intermediul impactului exercitat asupra tarifelor aplicate de operatorii de telefonie mobilă. La nivelul mărfurilor nealimentare incluse în CORE2, influența a fost sesizabilă doar în cazul componentelor în care predomină importurile sau care au prețuri exprimate direct în euro (electrocasnice, electronice, autoturisme), pe ansamblul grupei inflația anuală rămânând relativ constantă (4,9 la sută în martie 2008).

La evoluția nefavorabilă a inflației CORE2 a contribuit și persistența excesului de cerere, alimentat de continuarea creșterii câștigurilor salariale într-un ritm anual superior dinamicii productivității muncii. În primele două luni ale anului 2008, acest ritm s-a menținut la un nivel similar celui înregistrat în anul anterior¹, în pofida unor semnale din piața muncii referitoare la temperarea cererii de forță de muncă și a declarațiilor autorităților privind limitarea majorărilor salariale în sectorul bugetar.

De asemenea, un impact negativ asupra prețurilor de consum au exercitat anticipațiile inflaționiste pe termen scurt ale operatorilor industriali, comerciali și bancari, toate sursele de informații disponibile indicând deteriorarea suplimentară a

¹ Se exclud evoluțiile din sectorul bugetar aferente lunii ianuarie 2008, afectate de un efect de bază (a se vedea subsecțiunea 2.2. Venituri).

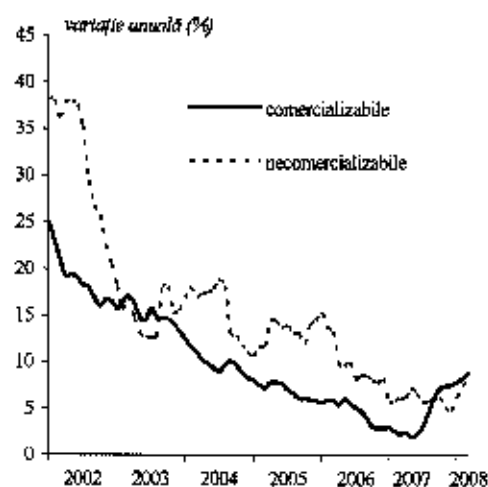
acestora, deși într-un ritm mai lent decât cel consemnat în trimestrul IV 2007².

Chiar dacă existența concurenței internaționale a continuat să exercite o influență în sensul încetinirii creșterii prețurilor mărfurilor nealimentare, la nivelul întregii grupe de bunuri comercializabile, determinant a rămas efectul tensiunilor manifestate pe plan mondial pe piețele produselor agroalimentare și petrolului. Astfel, rata anuală de creștere a prețurilor bunurilor comercializabile și-a menținut traiectoria ascendentă, atingând 9,0 la sută în luna martie 2008 (+1,4 puncte procentuale față de decembrie 2007). Rata inflației bunurilor necomercializabile a fost de 8,2 la sută, evidențiind o accelerare (+3,3 puncte procentuale) datorată inversării tendinței descendente a dinamicii prețurilor administrate.

Presiunile inflaționiste în creștere s-au reflectat în majorarea decalajului ratei medii anuale a IAPC față de media UE27, la 3,2 puncte procentuale în martie 2008 comparativ cu 2,5 puncte procentuale la sfârșitul anului 2007. De asemenea, ecartul față de media ratei inflației din cele mai performante trei state membre ale Uniunii Europene³ s-a lărgit la 4,2 puncte procentuale, cu 0,6 puncte procentuale peste cel din decembrie 2007.

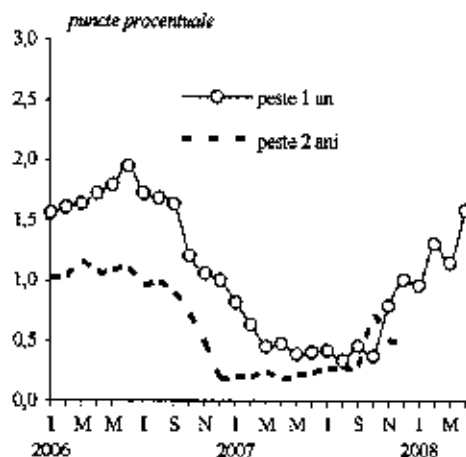
În luna martie 2008, rata anuală efectivă a inflației a depășit cu 0,3 puncte procentuale proiecția prezentată în *Raportul asupra inflației* din luna februarie. Deviația s-a datorat următorilor factori: (i) majorări ale prețului combustibililor mult mai substanțiale decât cele luate în considerare în proiecție; (ii) o depreciere a monedei naționale față de euro mai amplă decât cea anticipată, având ca efect creșterea peste așteptări a prețurilor libere și administrate ancorate la cursul de schimb.

Prețurile bunurilor comercializabile și necomercializabile



Sursa: EUROSTAT, calcule BNR

Ecartul dintre inflația așteptată și ținta anuală de inflație

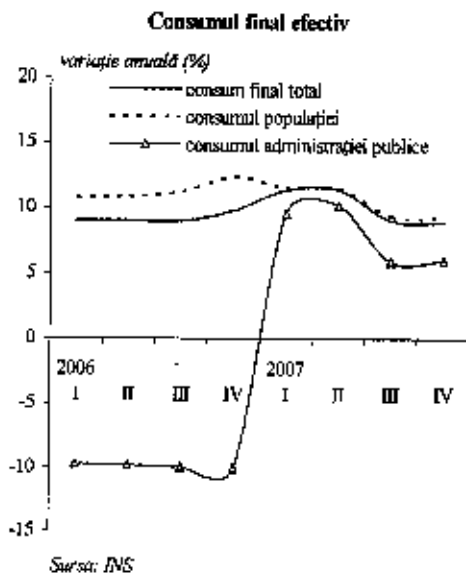
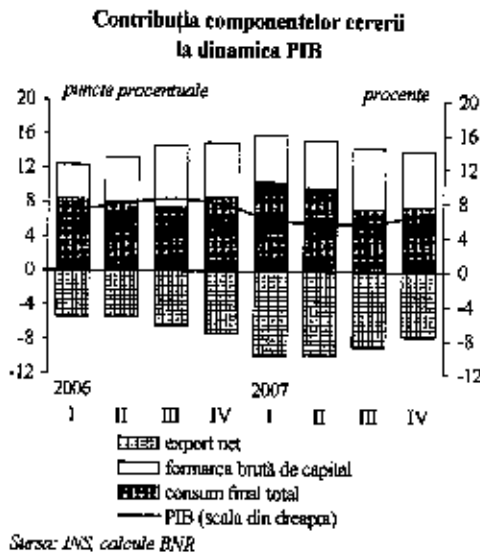


² Conform: (i) rezultatelor sondajului efectuat de BNR în rândul operatorilor bancari, care indică, pe parcursul perioadei analizate, lărgirea deviației ratei anuale a inflației de la ținta stabilită pentru finele anului 2008 și (ii) sondajului realizat de INS/DGECFIN în industrie, comerț și servicii, care relevă creșterea în continuare a soldurilor conjuncturale aferente evoluției viitoare a prețurilor (serii desezonalizate).

³ Calculată ca medie anuală pentru ultimele 12 luni.

III. EVOLUȚIA ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta



În trimestrul IV 2007, dinamica anuală a PIB real a fost de 6,6 la sută⁴, mai mare cu 0,9 puncte procentuale decât creșterea din trimestrul anterior și cu 0,7 puncte procentuale decât proiecția benchmark formulată în luna decembrie. Ca și în trimestrul anterior, contribuția majoră la creșterea PIB a venit absorbției interne, cu aportul notabil al investițiilor, în timp ce exporturile nete și-au menținut influența negativă. Pe partea ofertei, dinamica PIB a fost susținută de majoritatea sectoarelor economice, cu excepția agriculturii, care și în trimestrul IV a suferit influența condițiilor climatice nefavorabile.

1.1. Cererea

În trimestrul IV 2007, cererea internă a crescut cu 12,4 la sută. Ca și în trimestrul anterior, principala contribuție la dinamica PIB (7,9 puncte procentuale) a venit acumulărilor de capital fix, care au avut o viteză anuală de creștere de circa trei ori mai mare decât cea a consumului final. În pofida avansului substanțial de ritm marcat de exporturile de bunuri și servicii, contribuția negativă a cererii externe nete la creșterea economică a fost, și în trimestrul IV, ca de altfel pe tot parcursul anului 2007, mai accentuată decât în anul precedent (-7,5 puncte procentuale, comparativ cu o medie de -6,2 puncte procentuale în anul 2006).

1.1.1. Cererea de consum

În trimestrul IV, consumul final s-a majorat cu 8,9 la sută în termeni anuali, atât componenta privată, cât și cea guvernamentală consemnând ritmuri de creștere similare celor din perioada anterioară.

Cererea de consum a populației

Continuarea creșterii rapide a consumului final al populației (9,2 la sută) s-a datorat în principal cheltuielilor efectuate de gospodărie (10,3 la sută), în timp ce avansul cheltuielilor pentru consum individual efectuate de administrația publică și privată nu a depășit 4 la sută.

⁴ În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum.

Rezultatele agricole slabe au generat reducerea „autoconsumului și cheltuielilor pentru cumpărări de pe piața țărănească” (-11,3 la sută), dar și a cheltuielilor încadrate în „industria casnică”⁵. Achizițiile de mărfuri și servicii și-au menținut dinamica alertă (15,4 la sută), deși în scădere comparativ cu perioada anterioară (-6 puncte procentuale). Încetinirea s-a datorat în mare măsură componentei „alimente, băuturi și tutun” (cifra de afaceri înregistrată de operatorii comerciali și-a redus de 1,6 ori ritmul anual de creștere). Totuși, această grupă de mărfuri a continuat să avanseze deosebit de rapid (cu circa 32 la sută) ceea ce, coroborat cu ponderea semnificativă pe care o deține în structura coșului de consum al populației (peste 40 la sută), sugerează faptul că și trimestrul IV a fost marcat de un potențial inflaționist ridicat al cererii de consum.

Creșterea consumului privat a fost finanțată în principal din veniturile disponibile, care au crescut cu 12,8 la sută în termeni reali)⁶, principala contribuție având-o majorarea cu circa 22 la sută a fondurilor de proveniență internă. O contribuție notabilă la finanțarea consumului populației au avut-o creditele bancare (soldul acestora pe termen scurt și mediu a crescut în termeni reali cu 4,9 la sută), dar probabil și veniturile din activități care aparțin economiei neobservate din punct de vedere statistic. În același sens au acționat și stimulii de natura ofertei, în particular expansiunea robustă în profil teritorial a formelor moderne de comerț.

Datele statistice disponibile pentru analiza consumului populației pe piețe de proveniență nu sugerează redresarea poziției deținute de oferta autohtonă în comparație cu importurile – ambele segmente au consemnat decelerări ale ritmului anual față de trimestrul precedent, însă dinamica importurilor⁷ a rămas net superioară celei aferente ofertei interne⁸.

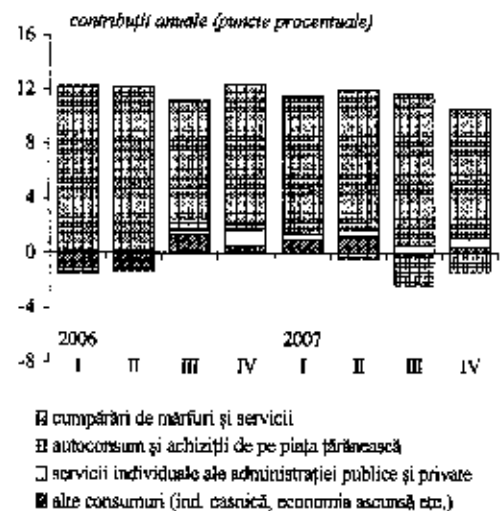
⁵ Industria casnică este definită de INS prin activitatea de prelucrare în gospodăriile populației (din mediul rural sau urban), cu mijloace proprii, a bunurilor agricole obținute din producție proprie sau cumpărate din comerț.

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

⁷ Modificările volumului fizic al exporturilor și importurilor au fost calculate pe baza datelor din balanța de plăți, prin deflatare cu indicii valorii unitare.

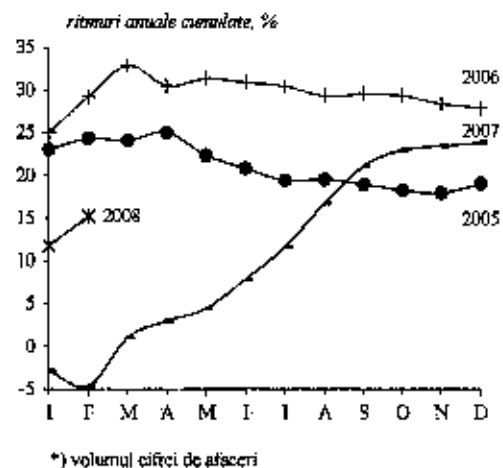
⁸ Volumul cifrei de afaceri pentru producția destinată pieței interne și-a diminuat de 2-3 ori ritmul anual de creștere atât în cazul bunurilor de uz curent (până la +1,6 la sută), cât și în cel a bunurilor durabile, cu excepția autovehiculelor (+4 la sută). În schimb, volumul importurilor s-a majorat cu circa 6 la sută pe segmentul bunurilor de uz curent, respectiv cu 25,1 până la 45,7 la sută la principalele grupe de produse de folosință îndelungată, identificabile pe baza Nomenclatorului Combinat.

Consumul final al populației
pe elemente de cheltuieli



Sursa: INS, calcule BNR

Comerțul* cu amănuntul de produse
alimentare, băuturi și tutun



*) volumul cifrei de afaceri

Sursa: INS, calcule BNR

Cererea de consum guvernamental

Consumul final guvernamental a înregistrat o dinamică anuală asemănătoare celei din intervalul precedent (6 la sută), evoluție corelată cu menținerea constantă a ritmului angajărilor de personal în administrația publică.

Evoluții bugetare

Bugetul general consolidat a înregistrat în 2007 un deficit de circa 9 448 milioane RON, ponderea acestuia în PIB încadrându-se în ținta stabilită la rectificarea bugetară din noiembrie (2,4 la sută⁹). În trimestrul IV, balanța consolidată a consemnat un sold negativ de circa 2,5 la sută din PIB (după un excedent de 0,4 la sută din PIB în trimestrul III), care s-a repartizat aproape egal între ultimele două luni ale anului. Înregistrarea acestui deficit a avut loc în condițiile în care dinamica anuală a veniturilor și a cheltuielilor s-a redus drastic în trimestrul IV comparativ cu intervalul precedent (inclusiv datorită unor efecte de bază).

Ritmul anual de creștere¹⁰ a veniturilor bugetare s-a diminuat până la 8,1 la sută (de la 18,8 la sută în trimestrul III), în urma comprimării aproape generalizate a dinamicii principalelor componente. Astfel, veniturile nefiscale și impozitele și taxele pe proprietate au consemnat pentru prima dată în ultimele 4 trimestre dinamici negative, în timp ce ritmul de creștere a încasărilor din impozitul pe salarii și venit, precum și a celor din contribuțiile de asigurări sociale de stat s-a încetinit¹¹, ajungând la cele mai scăzute valori din 2007 (35, respectiv 11 la sută).

O reducere substanțială a consemnat și dinamica anuală a cheltuielilor bugetului general consolidat (de la 23 la sută în trimestrul III la 1,6 la sută – cel mai mic ritm de creștere din ultimele 7 trimestre), ca rezultat al pierderilor de ritm suferite de majoritatea categoriilor de cheltuieli (capital, personal, bunuri și servicii, precum și alte transferuri). Excepție au făcut transferurile destinate asistenței sociale, al căror ritm anual de creștere a depășit dublul valorii celui din trimestrul anterior (ajungând la 28 la sută) datorită majorării pensiilor în luna noiembrie.

Cifrele de execuție pentru primele două luni ale anului 2008 relevă un sold pozitiv al bugetului general consolidat de circa

⁹ Cifra oficială din comunicatul Guvernului emis după cea de-a treia rectificare bugetară. Calculată pe baza valorii efective a PIB pentru anul 2007 publicată de INS, această pondere este de 2,3 la sută.

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

¹¹ În cazul ultimelor două categorii de încasări se manifestă un efect de bază cauzat de plata în avans în decembrie 2006 a drepturilor salariale aferente lunii ianuarie 2007.

0,2 la sută din PIB proiectat pentru acest an (superior cu 0,1 puncte procentuale celui consemnat în februarie 2007). Dinamica anuală a consumului guvernamental s-ar putea menține relativ moderată și în lunile următoare, în condițiile în care ținta de deficit bugetar pentru 2008 a fost coborâtă de la 2,7 la 2,3 la sută din PIB ca urmare a rectificării bugetare din prima decadă a lunii martie. În plus, reducerea deficitului bugetar programat s-a bazat în principal pe diminuarea cheltuielilor materiale, în timp ce cheltuielile de capital nu au suferit modificări majore.

1.1.2. Cererea de investiții

Deși inferioară nivelului din perioada anterioară, viteza de creștere a formării brute de capital fix s-a menținut deosebit de alertă (28 la sută).

Expansiunea acestui segment al cererii a fost atribuită îndeosebi lucrărilor de construcții (obiective noi și reparații capitale), dar și achizițiilor de utilaje (inclusiv mijloace de transport), ambele componente înregistrând ritmuri de creștere de peste 30 la sută.

În ceea ce privește modalitățile de finanțare, intensificarea acumulărilor de capital a fost susținută în principal de veniturile proprii ale sectorului corporativ și ale populației, în timp ce resursele bugetare alocate în acest scop s-au restrâns în termeni reali cu 27,5 la sută. Contribuții pozitive au revenit și fondurilor împrumutate din surse interne, fie de la bănci comerciale (soldurile creditelor pentru echipamente și ale celor imobiliare s-au majorat cu 28 la sută, respectiv 78,3 la sută¹²), fie de la firme de *leasing*.

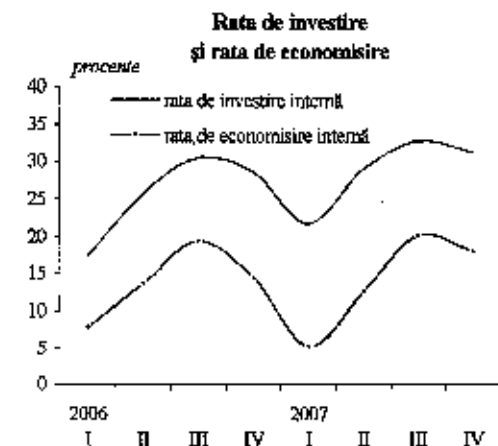
Un alt canal de alimentare a investițiilor a fost reprezentat de influxurile externe – creditele exprimate în euro contractate de sectorul real pe termen mediu și lung au înregistrat, și în trimestrul IV, un ritm ridicat de creștere (65,5 la sută), iar plasamentele nete ale nerezidenților sub forma investițiilor directe în sectorul nebancau au cumulat, la finele anului, o valoare superioară cu 15,6 la sută celei din anul 2006.

Din punct de vedere al piețelor de proveniență, datele privind volumul cifrei de afaceri aferente producției de bunuri de capital pentru piața internă indică o ușoară intensificare a dinamicii anuale în trimestrul IV comparativ cu intervalul precedent (până la 12,4 la sută). Această evoluție, coroborată cu decelerarea ritmului aferent volumului importurilor⁷, nu reflectă însă modificări substanțiale în privința preferinței autohton/im-

	Anul	Investiții realizate			
		variație anuală (%)			
Total	2006	10,8	15,1	15,8	18,4
	2007	22,8	28,3	31,9	29,5
- lucrări de construcții noi	2006	23,5	11,6	20,2	18,7
	2007	27,9	32,8	38,9	26,4
- utilaje	2006	2,6	20,8	6,2	12,4
	2007	19,0	22,7	25,3	32,1
- alte cheltuieli*	2006	4,8	-9,6	54,7	55,8
	2007	20,3	48,5	24,3	29,8

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

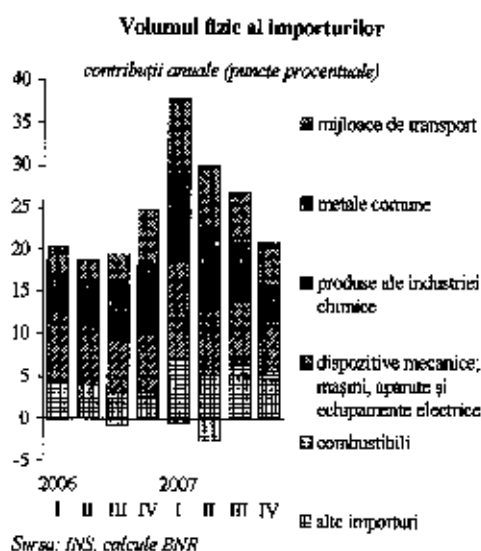
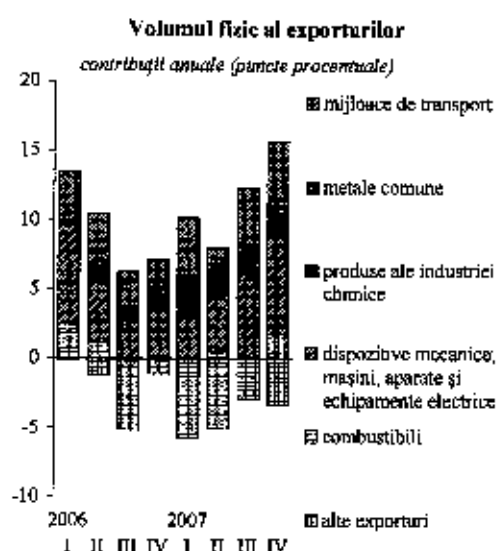
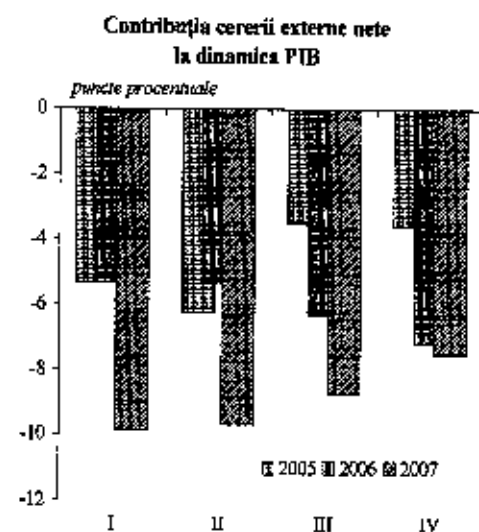
Sursa: INS



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

Sursa: INS, calcule BNR

¹² Variații în termeni reali, calculate pe baza datelor furnizate de Centrula Riscurilor Bancare.



port în achiziția de bunuri destinate investițiilor, trimestrul IV caracterizându-se prin menținerea unui ecart de ritm pronunțat negativ între cele două piețe¹³.

1.1.3. Cererea externă netă

Cererea externă netă a continuat să erodeze semnificativ dinamica PIB, contribuția sa negativă marcând totuși o îngustare față de trimestrul anterior (până la -7,5 puncte procentuale). Evoluția a fost atribuită accelerării cu circa 10 puncte procentuale a dinamicii anuale a exporturilor de bunuri și servicii, care a rămas însă net inferioară celei aferente importurilor (14,9 la sută, comparativ cu 28,6 la sută).

Este notabilă creșterea volumului fizic al exporturilor⁷, care s-a accelerat la 12,4 la sută (față de 9,4 la sută în intervalul anterior). Principalele contribuții au revenit grupelor „mijloace și materiale de transport” și „mașini și echipamente mecanice și electrice”. Traectoria ascendentă a exporturilor a fost stimulată de încetinirea sensibilă a ritmului mediu de apreciere nominală a monedei naționale (de la 9,5 la sută la 0,7 la sută, în termeni anuali). În sens invers a acționat însă restrângerea în continuare a livrărilor de produse ale industriei ușoare, afectate de pierderile de competitivitate induse de deteriorarea severă a costului unitar cu forța de muncă¹⁴.

Dinamica anuală a importurilor de bunuri și servicii s-a menținut deosebit de alertă, acumulând încă 3,9 puncte procentuale față de trimestrul anterior. Influențe favorabile au fost exercitate de cererea puternică de consum și de investiții, dar și de o serie de modificări de natură administrativă și metodologică asociate aderării României la UE¹⁵.

1.2. Oferta

În trimestrul IV 2007 creșterea PIB a fost susținută de majoritatea sectoarelor economice. Singura excepție a fost, și de această dată, agricultura, condițiile climatice nefavorabile din acest an determinând diminuarea cu 16,5 la sută a valorii adăugate brute.

¹³ Ratele de creștere înregistrate de volumul importurilor la principalele categorii de bunuri de capital observabile pe baza Nomenclatorului Combinat au fost de 23 la sută în cazul grupei „mașini și aparate mecanice și electrice” și de 37,8 la sută în cel al grupei „mijloace de transport”.

¹⁴ Majorări ale indicelui nominal al costului unitar cu forța de muncă s-au produs atât în industria confecțiilor, cât și în industria pielăriei și încălțămîntei (până la 148,9 la sută, respectiv 116,7 la sută).

¹⁵ Simplificarea formalităților vamale (inclusiv eliminarea taxelor vamale pentru comerțul intracomunitar) și efectul statistic generat de înregistrarea importurilor din UE la trecerea frontierei și nu la punerea în liberă circulație (cum se proceda anterior aderării).

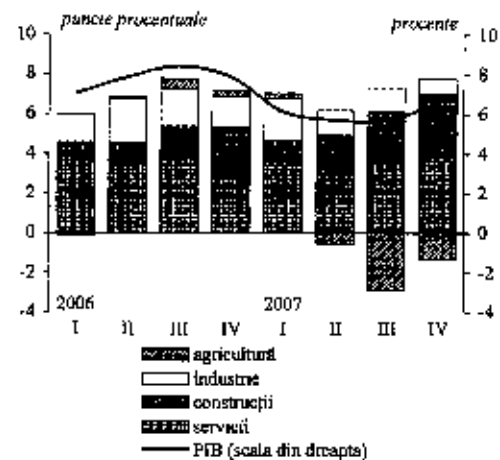
Ritmul cel mai înalt de creștere (32,4 la sută) a fost înregistrat din nou de activitatea de construcții. Contribuția acestui sector la dinamica PIB s-a ridicat la 3,4 puncte procentuale, aproape egală cu cea a serviciilor.

În industrie, rata anuală de creștere a valorii adăugate brute s-a redus comparativ cu trimestrul anterior, de la 5,1 la 3,5 la sută, în principal datorită sectorului extractiv, ca urmare a derulării unor lucrări de revizie tehnică a termocentralelor.

În ceea ce privește segmentul prelucrător, avansul producției a fost similar celui din intervalul precedent (5,6 la sută); cele mai semnificative variații de ritm s-au înregistrat, pe de o parte, în industria mijloacelor de transport rutier și în industria de prelucrare a șteiului (în ambele cazuri, triplare a dinamicii anuale a producției, un rol important revenind conjuncturii favorabile pe plan internațional), iar pe de altă parte, în industria alimentară și a băuturilor (reducere de șapte ori a ratei de creștere a producției, datele privind cifra de afaceri din această ramură relevând stagnarea livrărilor pe piața internă și scăderea cu aproape 12 la sută a celor la export, pe fondul rezultatelor modeste din agricultură, dublate de persistența pierderilor de competitivitate externă¹⁶).

Valoarea adăugată brută aferentă serviciilor a depășit din nou 7 la sută în termeni anuali¹⁷, dinamica cea mai alertă fiind înregistrată și în trimestrul IV de segmentul „comerț, reparații, hoteluri și restaurante, transporturi și telecomunicații” (12,2 la sută). Celelalte două componente ale sectorului serviciilor, respectiv „activități financiare, imobiliare, închirieri și servicii pentru întreprinderi” și „alte servicii”, au consemnat ritmuri anuale de creștere de 3-4 la sută, inferioare nivelurilor din trimestrul anterior.

Contribuția principalelor componente ale ofertei la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

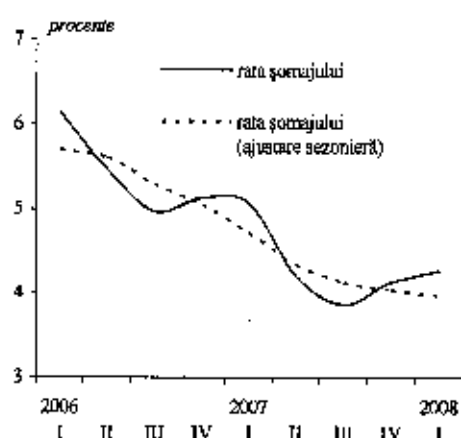
¹⁶ Indicele nominal al costului unitar cu forța de muncă s-a majorat de la 113,1 la 125,6 la sută.

¹⁷ Începând cu Buletinul lunar nr. 1/2008, INS nu mai publică date de conturi naționale la nivelul întregului sector al serviciilor, ci în mod detaliat, pe trei segmente – (i) comerț, reparații auto și articole casnice, hoteluri și restaurante, transporturi și telecomunicații; (ii) activități financiare, imobiliare, închirieri și servicii pentru întreprinderi; (iii) alte servicii (administrație publică și apărare, învățământ, sănătate, asistență socială, alte servicii prestate populației). În consecință, pentru surprinderea evoluției întregului sector economic a fost necesară efectuarea unei medii aritmetice ponderate a indicilor de volum corespunzător componentelor anterior enumerate.

2. Piața muncii

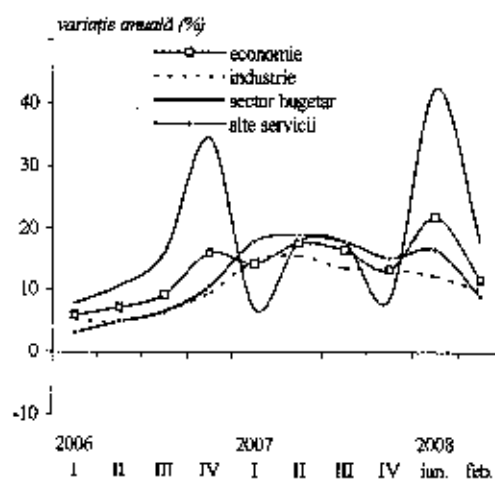
Deși au apărut unele indicii privind o temperare a cererii de forță de muncă, presiunile generate de persistența unui deficit de forță de muncă în unele sectoare de activitate (și, la nivel agregat, de numărul redus de șomeri) au rămas semnificative, sugerând faptul că angajatorii din sectorul privat dispun în anul 2008 doar de o marjă limitată de ajustare a ritmului de creștere a câștigurilor salariale în direcția corelării acestuia cu dinamica productivității muncii. Pe ansamblul industriei, afirmația este susținută de datele statistice aferente începutului de an, care relevă totodată unele progrese în cazul ramurilor producătoare de bunuri de consum. În sectorul bugetar, încadrarea majorărilor salariale în limitele anunțate de autorități rămâne incertă, având în vedere contextul (pre)electoral din perioada 2008-2009.

Rata șomajului



Sursa: ANOFRM, calcule BNR

Salariul net real*



*) deflatat cu IPC

Sursa: DNS, calcule BNR

2.1. Forța de muncă

Datele recente furnizate de ANOFRM confirmă apariția tendinței de temperare a presiunilor din partea cererii de forță de muncă. În primele două luni ale anului 2008, pentru prima dată după trimestrul I 2006, numărul locurilor de muncă vacante s-a redus, iar cel al persoanelor nou angajate și-a accentuat scăderea (comparații în termeni anuali). Totuși, numărul de șomeri proveniți din disponibilizări a fost cu circa 31 la sută mai mic față de aceeași perioadă a anului anterior, sugerând mai degrabă o stabilizare decât o reducere a cererii de forță de muncă.

Rata șomajului înregistrat¹⁸ s-a menținut relativ constantă (circa 4 la sută) începând cu trimestrul III 2007. Coexistența unei rate relativ mici a șomajului cu deficitele de personal cu anumite calificări și specializări continuă să creeze probleme potențialilor angajatori. Deficitul de muncitori este persistent în sectoare precum construcțiile, industria textilă, industria hotelieră, iar cel de specialiști, în inginerie - informatică, mecanică auto, construcții -, dar și în sănătate, finanțe-bănci.

2.2. Venituri

Câștigurile salariale și-au menținut un potențial inflaționist semnificativ în trimestrul IV 2007 și la începutul anului 2008. La aceasta au contribuit atât primele și stimulentele acordate în sectorul privat și în cel bugetar, cât și majorarea la 500 lei a salariului minim brut pe economie începând cu luna ianuarie

¹⁸ Date ajustate sezonier.

2008¹⁹. Dinamica salariilor în luna ianuarie trebuie interpretată ținând seama de efectul de bază apărut datorită acordării în avans a celui de-al 13-lea salariu în sectorul bugetar în decembrie 2006 (și nu în luna ianuarie a anului următor, așa cum se proceda în mod uzual), conducând la o temperare a ratei anuale de creștere a câștigurilor salariale nominale în trimestrul IV 2007, urmată de o accelerare puternică a acesteia în prima lună a anului 2008. Întrucât BNR nu dispune de datele statistice necesare pentru a elimina această distorsiune, se poate face doar aprecierea că, în sectorul (preponderent) privat, câștigurile salariale brute nominale și-au menținut creșterea deosebit de alertă (peste 20 la sută în termeni anuali), iar majorările din sectorul bugetar ar putea depăși procente anunțate de autorități²⁰, ca urmare a acordării de stimulente și sporuri.

Pe ansamblul industriei, costurile unitare nominale cu forța de muncă au continuat să exercite presiuni asupra prețurilor de producție, înregistrând în perioada analizată rate anuale de creștere de peste 10 la sută. Nici salariile brute și nici productivitatea muncii nu și-au modificat semnificativ contribuția relativă la formarea costurilor unitare pe ansamblul industriei. Totuși, în primele două luni ale anului 2008, în industriile producătoare de bunuri de uz curent au avut loc reduceri substanțiale ale indicilor anuali de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă, spre deosebire de industriile producătoare de bunuri intermediare²¹, unde indicii anuali s-au majorat cu 4,3 până la 22,7 puncte procentuale față de trimestrul IV 2007, ca urmare a încetării dinamicii productivității muncii.

Pe partea cererii, datele pun în evidență creșterea într-un ritm mai lent a venitului disponibil real în trimestrul III (7,8 la sută față de perioada similară din anul anterior), urmată de o redresare în trimestrul IV 2007 (12,8 la sută), fără însă a se atinge nivelurile consemnate în primele două trimestre ale anului.

Productivitatea muncii și salariul brut real în industrie

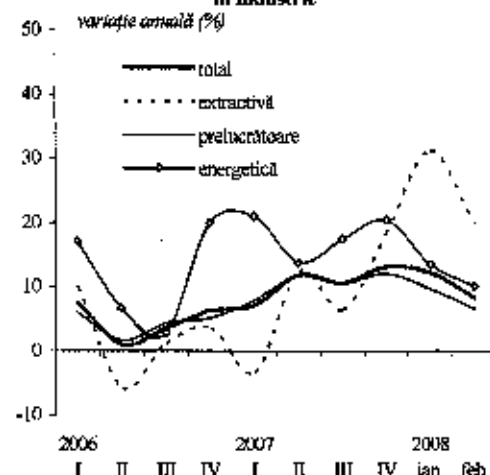
	variație anuală (%)					
	2007				2008	
	I	II	III	IV	ian.	feb.
Productivitatea muncii	12,8	8,9	9,4	8,6	8,8	11,1
Salariul mediu brut real*	9,4	12,4	13,2	12,3	9,0	5,8
Salariul mediu brut real**	14,3	16,5	17,1	12,4	3,7	1,6

*) deflatat cu indicele prețurilor producției industriale pentru piața internă

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

Sursa: INS, calcule BNR

Costul unitar cu forța de muncă în industrie

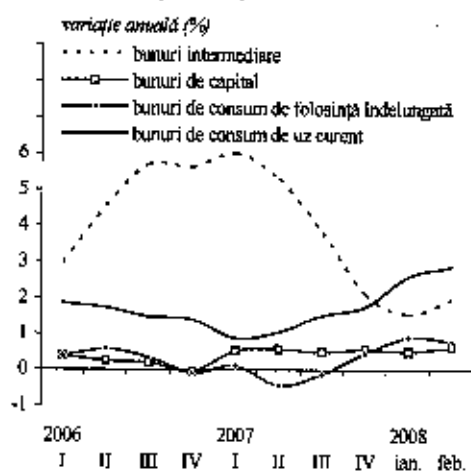
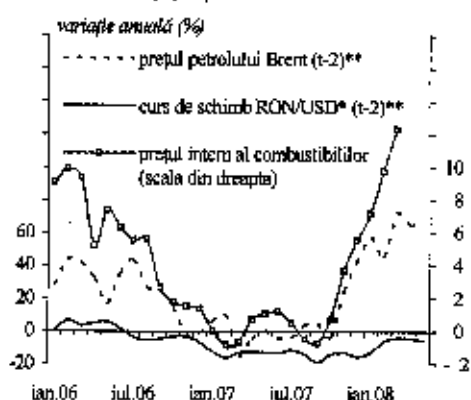


Sursa: INS, calcule BNR

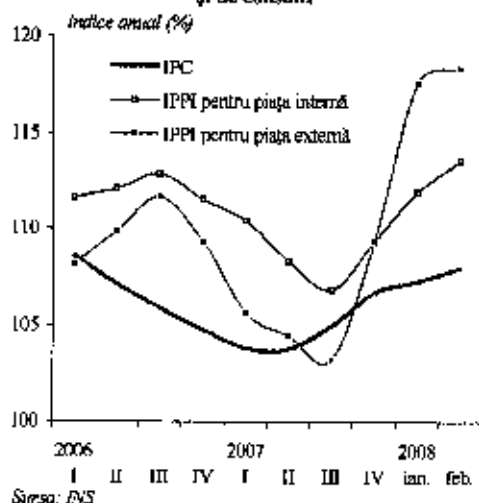
¹⁹ Comparativ cu cel de 390 lei garantat de Guvern și, respectiv, cel de 440 lei stabilit prin Contractul colectiv de muncă la nivel național în 2007.

²⁰ Pentru anul 2008, creșterile salariale stabilite prin acte normative se situează între circa 10 și 12 la sută.

²¹ Aceste industrii dețin o pondere importantă în valoarea producției industriale.

Prețurile producției industriale
pentru export în UE-25Prețul petrolului
și prețul combustibililor

*) (-) apreciere RON, (+) depreciere RON
**) decalaj determinat de durata ciclului de producție (45 de zile)

Prețurile producției industriale
și de consum

3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul IV 2007, presiunile inflaționiste au devenit tot mai pronunțate, tendință observată atât în cazul bunurilor importate, cât și al celor de proveniență internă (industriale și agricole). Influența dominantă a revenit evoluțiilor de pe piețele internaționale, care s-au menținut și în trimestrul I 2008, impactul lor asupra prețurilor interne fiind amplificat de deprecierea monedei naționale.

3.1. Prețurile de import

În trimestrul IV 2007, presiunile exercitate de inflația importată asupra prețurilor interne s-au accentuat, în condițiile în care indicele anual al valorii unitare a importurilor s-a majorat la 99,34 la sută (comparativ cu 98,00 la sută în trimestrul III), iar aprecierea monedei naționale față de euro și dolarul SUA s-a diminuat (la 0,7 la sută și respectiv 13,2 la sută).

Principalele categorii de produse cu contribuție la această evoluție au fost combustibilii și mărfurile alimentare, în principal grăsimile, în acest ultim caz ritmul anual de creștere a prețurilor externe majorându-se la 37,8 la sută. Spre deosebire de trimestrul precedent s-a observat o atenuare consistentă a presiunilor din partea mărfurilor alimentare neprocesate (de exemplu produse vegetale), dar evoluțiile de pe piețele externe din prima parte a anului 2008 indică faptul că această tendință nu este de durată. În ceea ce privește bunurile de capital, prețurile de import au continuat să se diminueze comparativ cu perioadele similare din anul anterior.

Inflația importată a afectat evoluția prețurilor interne și în trimestrul I 2008, date fiind scumpirea țițeiului Brent, creșterea prețurilor materiilor prime agricole și tendința de depreciere a monedei naționale, care a devenit tot mai pronunțată.

3.2. Prețurile de producție

3.2.1. Prețurile producției industriale

Dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă s-a accelerat în trimestrul IV 2007 cu 2,5 puncte procentuale comparativ cu trimestrul anterior, ajungând la 9,3 la sută. Principalele influențe au fost date de scumpirea petrolului și a materiilor prime agricole și de atenuarea aprecierii leului.

Creșterea a avut loc la toate grupele de bunuri industriale, dar a fost mai vizibilă în cazul celor cu reprezentare în coșul de consum. Bunurile energetice, și în special cele afectate în mod

direct de prețul petrolului²², au înregistrat cele mai mari creșteri ale ratei inflației (+4,2 și respectiv +8 puncte procentuale). Această evoluție este explicată atât de tendința de aliniere a prețurilor interne ale hidrocarburilor la nivelurile înregistrate pe piețele externe, cât și de scumpirea importurilor de petrol destinat rafinării.

În trimestrul IV 2007 creșterea prețurilor producției industriale aferente bunurilor de consum s-a majorat la 9,1 la sută, cea mai mare creștere înregistrându-se în industria alimentară (+11,2 la sută). Datele pentru perioada ianuarie-februarie 2008 arată că presiunile au rămas relativ mari (rată medie lunară de 1,8 la sută, ușor superioară celei din trimestrul IV 2007).

Pe o traiectorie similară s-au înscris și prețurile de producție aferente bunurilor de capital (creștere de 2,7 puncte procentuale, până la 10,4 la sută). În acest caz, principala cauză pare a fi evoluția cursului de schimb, comportamentul grupei fiind impus de două ramuri – mijloace de transport rutier și respectiv construcții metalice – ambele consumatoare de materii prime din import.

În trimestrul I 2008 par să se mențină tendințele curente în dinamica prețurilor producției industriale pentru piața internă, schimbările intervenite vizând doar o intensificare a presiunilor din partea costurilor cu materiile prime.

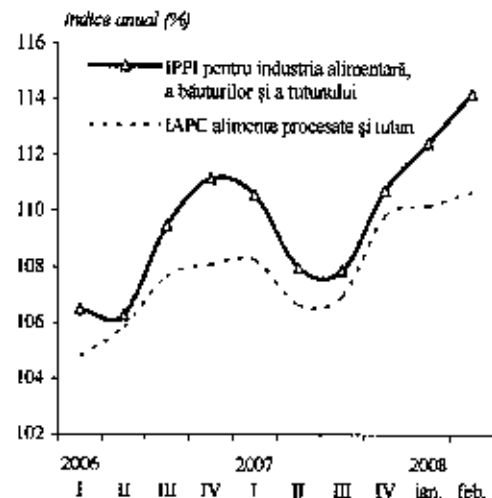
3.2.2. Prețurile producției agricole

Creșterea prețurilor producției agricole a rămas substanțială și în trimestrul IV 2007, chiar dacă ratele au fost relativ mai mici (+30,2 la sută față de perioada similară din anul anterior).

Pe segmentul produselor vegetale, amplitudinea variațiilor anuale s-a diminuat la 55,8 la sută, dar influența dominantă a revenit legumelor și fructelor. În cazul plantelor oleaginoase, ratele anuale de creștere a prețurilor de producție s-au majorat de aproape trei ori (la 100 la sută), iar în cazul cerealelor s-au menținut extrem de ridicate (între 94 la sută și 116 la sută).

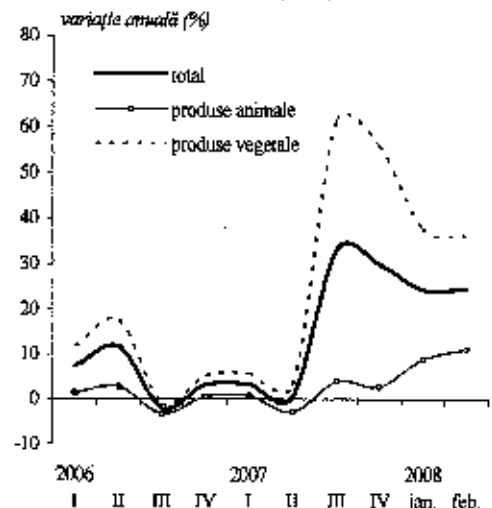
Presiunile au început să se accentueze și pe segmentul produselor animale, unde variația trimestrială a prețurilor de producție s-a majorat de aproape șase ori comparativ cu intervalul anterior (la 13,2 la sută), în principal din cauza scumpirii laptelui pentru consum și a unor sortimente de carne; în cazul cărnii de porc și al celei de vită, nu s-au consemnat modificări de tendință (ritmurile anuale și cele trimestriale au rămas

Prețurile mărfurilor alimentare



Sursa: EUROSTAT

Prețurile producției agricole



Sursa: INS

²² „Extracția și prepararea hidrocarburilor” și „prelucrarea țițeiului, cocsificarea cărbunelui și tratarea combustibililor nucleari”; sursa: EUROSTAT.

negative sau în decelerare ușoară). În condițiile în care prețurile de producție ale furajelor pentru ferme au înregistrat o rată anuală de creștere de 22,8 la sută (+6,4 puncte procentuale față de trimestrul precedent), transmiterea diferențiată către prețurile produselor animale ar putea fi explicată prin concurența mai mare a importurilor pe anumite segmente.

În trimestrul I 2008, prețurile produselor animale ar putea crește cu rate și mai pronunțate, date fiind evoluțiile de pe piețele internaționale, în timp ce pe segmentul produselor vegetale tendințele actuale s-ar putea menține.

IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

BNR a efectuat două noi majorări ale ratei dobânzii de politică monetară în lunile februarie și martie 2008, nivelul acesteia ajungând astfel la 9,5 la sută. Totodată, banca centrală a menținut fermitatea controlului exercitat asupra lichidității de pe piața monetară și a prezervat austeritatea mecanismului rezervelor minime obligatorii. Cu toate acestea, condițiile monetare în sens larg și-au redus gradul de restrictivitate comparativ cu ultima parte a anului precedent, în special datorită continuării creșterii cursului de schimb real efectiv al leului²³, dar și ca efect al accentuării temporare a trendului crescător al ratei anuale a inflației.

Revizuirea substanțială în sens crescător a traiectoriei prognozate a ratei anuale a inflației, precum și plasarea ei temporară deasupra limitei superioare a intervalului de variație din jurul punctului central al țintei – datorită prelungirii efectelor unor șocuri de natura ofertei, dar și persistenței presiunilor cererii – au determinat Consiliul de administrație al BNR să accentueze trendul ascendent al ratei dobânzii de politică monetară; nivelul acesteia a fost majorat în lunile februarie și martie 2008 cu 1, respectiv 0,5 puncte procentuale, atingând astfel valoarea de 9,5 la sută. Deciziile de ajustare a restrictivității politicii monetare au fost motivate și de riscul declanșării unei periculoase spirale salarii-inflație (ca urmare a prelungirii sau agravării decorării salarii-productivitatea muncii), precum și de potențiala producere a (i) efectelor secundare ale șocurilor inflaționiste ale factorilor de natura ofertei, a (ii) unei relative relaxări a politicii fiscale în perioada electorală, dar și a (iii) unei amplificări a volatilității cursului de schimb și, posibil, a incertitudinilor privind perspectivele pe termen scurt ale acestuia, pe fondul persistenței tensiunilor la nivelul mediului economic internațional. Similar lunilor precedente, banca centrală a continuat să implementeze politica de gestionare fermă a lichidității de pe piața monetară prin intermediul operațiunilor de piață. În plus, dată fiind prelungirea ritmului rapid de creștere a creditului acordat sectorului privat – în special a componentei în valută – Consiliul de administrație al BNR a decis să mențină ratele rezervelor minime obligatorii la

²³ Cursul efectiv de schimb al leului este construit pe baza cursurilor de schimb leu/euro, respectiv leu/dolar, utilizând un sistem de ponderare ce reflectă importanța celor două monede în comerțul exterior al României (a se vedea capitolul V. *Perspectivă inflației*).

nivelul de 20 la sută pentru pasivele constituite în monedă națională²⁴ și, respectiv, la 40 la sută pentru pasivele denuminate în valută; în plus, BNR a adoptat măsuri prudențiale suplimentare aplicabile sectorului financiar, constând în majorarea coeficienților de provizionare pentru creditele în valută acordate de bănci debitorilor expuși riscului valutar²⁵ și în extinderea acestor prevederi la nivelul instituțiilor financiare nebankare.

Decizia majorării cu un punct procentual a ratei dobânzii de politică monetară (până la 9,0 la sută) a fost adoptată de Consiliul de administrație al BNR în ședința din 4 februarie 2008, în condițiile în care proiecția actualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu a pus în evidență prelungirea temporară a trendului crescător al ratei anuale a inflației și situarea traiectoriei acesteia la un nivel sensibil superior celui din proiecția anterioară²⁶ de-a lungul orizontului de transmisie a politicii monetare. Glisarea ascendentă a acestei traiectorii a fost în principal rezultatul accelerării inflației la finele anului 2007, precum și a sporirii proiectate a amplitudinii și/sau a duratei de manifestare a efectelor inflaționiste ale șocurilor exogene negative – seceta severă din 2007, creșterea prețurilor produselor alimentare și ale combustibililor pe piețele externe și majorările de prețuri administrate. Preluând aceste influențe, precum și impactul (i) creșterii față de proiecția precedentă a nivelului așteptat al cursului de schimb leu/euro și al (ii) relativei majorări față de aceeași proiecție a valorii și duratei prognozate a deviației pozitive a PIB de la nivelul său potențial, rata anuală prognozată a inflației CORE2 a cunoscut de asemenea o ajustare ascendentă a traiectoriei sale. Reacția fermă a BNR a mai avut ca justificare probabilitatea ridicată a sporirii severității consecințelor unei eventuale materializări a riscurilor inflaționiste asociate proiecției, în condițiile persistenței stării tensionate a contextului economic și financiar global; cele mai importante riscuri identificate le-au constituit posibila menținere a dinamicii excesive a salariilor în raport cu productivitatea muncii, precum și potențiala producere a unei relaxări a politicii fiscale în perioada electorală, dar și a unei deteriorări mai serioase a așteptărilor privind inflația.

Trendul crescător al ratei dobânzii de politică monetară a fost prelungit în luna martie, operarea unei noi majorări de 0,5 puncte procentuale asupra acesteia (până la 9,5 la sută) având ca argument major reconfirmarea înrăutățirii perspectivei inflației pe termen scurt și mediu, în principal ca efect al intensificării în lunile următoare a acțiunii inflaționiste a factorilor de natura

²⁴ Cu scadență reziduală mai mică de 2 ani.

²⁵ Regulamentul nr. 5/2002, cu modificările ulterioare.

²⁶ *Raportul asupra inflației din noiembrie 2007.*

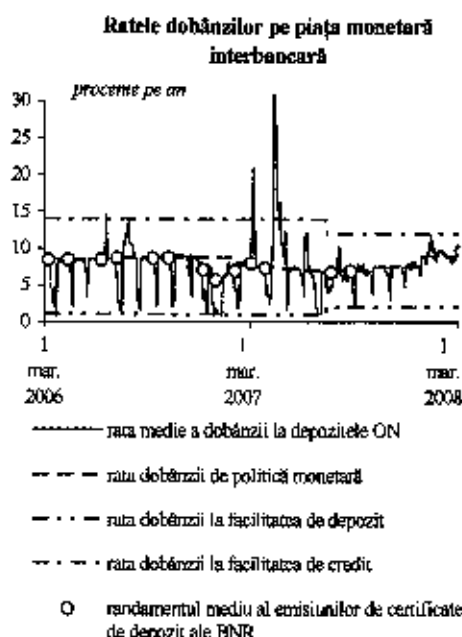
ofertei și a costurilor (prețurile combustibililor și ale produselor alimentare și cursul de schimb al leului), dar și ca urmare a amplificării potențialului inflaționist al cererii, în condițiile în care cele mai recente date statistice au pus în evidență o accelerare peste așteptări a creșterii economice în trimestrul IV 2007²⁷ (de la 5,7 la 6,6 la sută – a se vedea Capitolul III. *Evoluții ale activității economice*). În plus, deși a înregistrat o ușoară scădere comparativ cu trimestrul anterior, dinamica anuală a absorbției interne s-a menținut deosebit de înaltă, generând, pe fondul continuării deprecierii leului, semnificative efecte inflaționiste contemporane prin stimularea creșterii importurilor, care a atins în această perioadă cel mai înalt ritm anual al ultimilor cinci ani. În contextul analizelor efectuate s-a mai relevat faptul că pe termen scurt presiunile exercitate de consumul populației – principala componentă a cererii interne – s-ar putea menține ridicate, în condițiile în care în luna ianuarie 2008 creșterea anuală a volumului cifrei de afaceri din comerț și servicii s-a accelerat în raport cu valoarea medie consemnată în ultimele luni ale anului anterior. Evoluția s-a corelat cu mișcarea ascendentă a dinamicii anuale a veniturilor populației, dar și cu accentuarea tendinței de înrăutățire a economisirii financiare nete a acestui segment.

Aceasta s-a datorat, pe de o parte, unei relative revigorări a cererii de împrumuturi a populației; rata anuală de creștere a creditelor acordate acestui segment s-a majorat puternic în decembrie 2007 și s-a menținut în lunile următoare la valori relativ înalte (71,7 la sută ca medie, față de o rată medie anuală de creștere de 65,0 la sută în trimestrul IV 2007). În pofida deprecierii consistente acumulate de leu față de euro, cererea de credite a populației a continuat să se adreseze cu precădere componentei în valută; dinamica anuală a acestora și-a prelungit mișcarea ascendentă (inclusiv pe seama unui efect de bază), valoarea sa medie atingând în primele luni ale anului curent nivelul de 122,5 la sută (118,4 la sută în intervalul octombrie-decembrie 2007). Evoluția acestei componente a fost susținută de continuarea declinului ratelor dobânzilor practice de bănci pentru împrumuturile noi în euro acordate persoanelor fizice²⁸, dar și de menținerea atractivității creditului denominat în franci elvețieni (ponderea acestuia în totalul împrumuturilor acordate populației a ajuns în februarie la 9,8 la sută, față de 8,3 la sută în decembrie 2007). Nici la nivelul creditelor în lei acordate persoanelor fizice nu s-au evidențiat în această perioadă indicii clare ale unei reluări a trendului descendent al dinamicii

²⁷ Datele statistice privind evoluția PIB au suferit rectificări substanțiale, ceea ce diminuează într-o oarecare măsură acuratețea atât a proiecțiilor, cât și a analizelor.

²⁸ Al căror nivel mediu a ajuns aproape identic celui practicat în cazul creditelor noi acordate societăților nefinanciare.

anuale (valoarea medie a acesteia, de 33,6 la sută, a fost inferioară cu doar 2,4 puncte procentuale celei consemnate în ultimele trei luni din 2007), în condițiile în care ajustarea ascendentă a ratelor dobânzilor la împrumuturile noi nu a reflectat încă pe deplin impulsul transmis de rata dobânzii BNR. Schimbări relativ mai favorabile s-au evidențiat însă la nivelul structurii pe destinații; dinamica anuală a împrumuturilor pentru consum s-a redus după vârful înregistrat în decembrie (pe seama ambelor componente), în timp ce variația anuală a împrumuturilor pentru locuințe și-a continuat creșterea până în ianuarie, menținându-se ulterior relativ constantă.



Pe de altă parte, în primele luni ale anului 2008 s-a produs o reaccentuare a tendinței de slăbire a înclinației spre economisire. Astfel, rata anuală de creștere a depozitelor la termen ale populației cu scadența sub doi ani și-a prelungit mișcarea crescătoare inițiată în noiembrie doar până în luna ianuarie, înregistrând ulterior un declin sensibil, în urma căruia s-a plasat la un nivel mediu de 15,1 la sută (inferior cu 0,9 puncte procentuale celui din trimestrul IV 2007). Această evoluție s-a datorat în principal componentei în lei, a cărei dinamică medie a scăzut în primele luni ale anului 2008 cu 3,1 puncte procentuale față de perioada octombrie-decembrie 2007 (coborând la 6,5 la sută), în condițiile în care randamentele oferite de bănci pentru depozitele nou constituite pe această scadență au înregistrat o creștere mai amplă abia în luna februarie. Slăbirea ritmului de creștere s-a extins în premieră pentru ultimele 7 trimestre și asupra plasamentelor ON ale persoanelor fizice; astfel, în raport cu trimestrul IV, variația medie anuală a acestora s-a redus în primele 2 luni ale anului 2008 cu 47,6 puncte procentuale în cazul componentei în lei (până la 80,4 la sută) și cu 4,7 puncte procentuale în cazul componentei în valută (până la 87,9 la sută). La rândul lor, plasamentele la termen pe scadența de peste 2 ani și-au înjumătățit dinamica medie comparativ cu ultimele 3 luni ale anului 2007.

Un alt determinant major al deciziilor de creștere a ratei dobânzii adoptate în această perioadă a fost necesitatea contracarării riscului continuării deteriorării anticipațiilor inflaționiste și al producerii efectelor secundare ale șocurilor pe partea ofertei, a căror materializare ar fi întârziat reluarea dezinflației și reinscrierea ratei anuale de creștere a prețurilor de consum pe traiectoria presupusă de țintele pe termen mediu. Acest risc era agravat de perspectiva prelungirii dincolo de anul 2008 a perioadei în care rata anuală a inflației se va situa deasupra limitei superioare a intervalului de variație din jurul țintei, dar și de magnitudinea și relativa durabilitate a impactului inflaționist direct așteptat a fi exercitat de creșterea prețurilor produselor alimentare și ale combustibililor, precum și de continuarea ajustărilor de prețuri administrate. În sensul unei înrăutățiri

excesive a anticipațiilor inflaționiste putea să acționeze și continuarea trendului de depreciere a leului, dar și persistența nivelului ridicat al volatilității și al impredictibilității cursului de schimb (a se vedea subsecțiunea 2.2 *Cursul de schimb și fluxurile de capital*). Cele din urmă au reflectat interacțiunea dintre: (i) noile puseuri de tensiune care s-au succedat pe piața financiară internațională, (ii) relativa întârziere a apariției evidențelor îmbunătățirii unor fundamente economice interne, care a alimentat percepția negativă a operatorilor valutare asupra perspectivelor pe termen scurt ale economiei naționale și ale cursului de schimb și (iii) episoadele de accentuare a comportamentului speculativ, favorizate și de excedentul de lichiditate creat prin injecțiile masive efectuate de Trezorerie la sfârșitul anului 2007.

Pe parcursul trimestrului I 2008, BNR a continuat să potențeze impactul creșterilor operate asupra ratei dobânzii prin gestionarea fermă a lichidității de pe piața monetară. Drenarea excedentului de lichiditate s-a realizat prin intermediul atragerii de depozite, în condițiile în care anticiparea majorării în continuare a ratei dobânzii de politică monetară a limitat într-o oarecare măsură interesul băncilor pentru certificatele de depozit ale BNR. Accentuarea preferinței instituțiilor de credit pentru plasamentele pe termen foarte scurt – inclusiv ca efect al sporirii incertitudinii acestora privind evoluția lichidității – a determinat banca centrală să continue suplimentarea operațiunilor de piață cu caracter regulat prin atragerea de depozite pe scadențe mai reduse²⁹; toate licitațiile s-au derulat la rată fixă a dobânzii, BNR absorbind integral sumele oferite de instituțiile de credit. Operațiunile de sterilizare au fost puternic intensificate în ianuarie³⁰, dar soldul acestora s-a diminuat sensibil în lunile următoare, în special pe seama absorbțiilor efectuate de factorii autonomi ai lichidității.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Ratele dobânzilor pieței interbancare și-au prelungit trendul ascendent în trimestrul I 2008, diminuându-și din nou volatilitatea. Leul a continuat să se deprecieze însă față de euro, iar variațiile valorilor zilnice ale cursului de schimb și-au menținut valorile înalte atinse la finele anului 2007. Lichiditatea din economie și-a accelerat creșterea în intervalul decembrie 2007 - februarie 2008, pe fondul amplificării dinamicii creditului acordat sectorului privat.

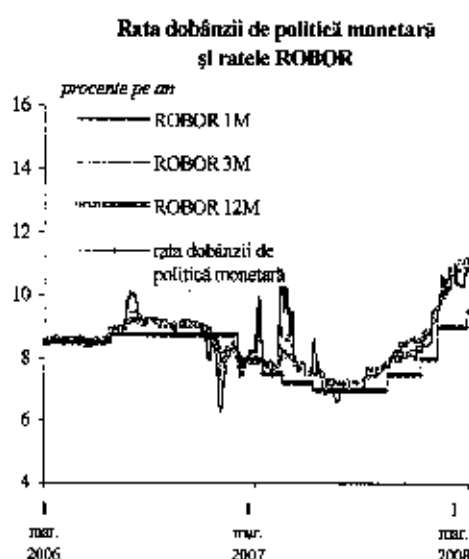
²⁹ Acestea au variat între 3 și 7 zile.

³⁰ Când soldul acestora a înregistrat o creștere cu 44,6 la sută față de luna decembrie, în special ca urmare a drenării excedentului de lichiditate injectat de Trezorerie.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentele pieței monetare interbancare au evoluat pe parcursul trimestrului I în linie cu rata dobânzii de politică monetară – media trimestrială a acestora urcând astfel cu 2,0 puncte procentuale față de intervalul anterior (până la un nivel de 9,0 la sută) – în condițiile în care banca centrală a continuat să exercite un control ferm asupra lichidității prin intermediul operațiunilor de piață.

Urmărind în mod consecvent asigurarea unui caracter echilibrat al condițiilor lichidității, BNR a efectuat și în acest trimestru, alături de operațiunile regulate de atragere de depozite cu scadența de două săptămâni, tranzacții *open market* pe maturități mai scurte decât cea aferentă principalului instrument de politică monetară. Astfel, o relativă intensificare a acestor operațiuni a fost consemnată pe parcursul lunii ianuarie, aceasta fiind impusă de necesitatea contracarării injecțiilor masive de lichiditate efectuate de Trezoreria statului. Dificultatea eliminării rapide a surplusului de rezerve în perioada respectivă a determinat, de altfel, receptarea cu o anumită întârziere de către randamentele interbancare a creșterii ratei dobânzii de politică monetară operate de BNR la începutul lunii. În schimb, aceste randamente au consemnat o creștere relativ pronunțată în prima parte a lunii februarie (media lor zilnică apropiindu-se de rata dobânzii facilității de creditare), ca efect al formării temporare a unui deficit de lichiditate, dar mai ales al accentuării concentrării cererii de rezerve la nivelul unor bănci. Ulterior, randamentele interbancare pe termen foarte scurt și-au redus amplitudinea fluctuațiilor față de rata dobânzii-cheie a BNR. Totodată, volatilitatea ratelor dobânzilor ON și-a menținut tendința de scădere, atingând nivelul minim al ultimelor 11 trimestre. În același timp, dimensiunea intervalului de variație a valorilor medii zilnice ale randamentelor pe această scadență (6,4-11,8 la sută) a rămas la un nivel comparabil cu cel din trimestrul precedent.



Curba randamentelor ROBOR (1M-12M) și-a continuat mișcarea ascendentă pe întregul spectru de scadențe, încorporând efectele creșterilor succesive ale ratei dobânzii de politică monetară și ale consolidării anticipațiilor pieței în sensul continuării majorării ratelor dobânzilor până la jumătatea anului 2008. În medie, aceste cotații au urcat cu aproximativ 2,5 puncte procentuale față de finele trimestrului precedent³¹, ajustarea fiind relativ uniformă pe toate maturitățile. În februarie, *spread*-ul dintre cotațiile ROBOR 12M și ROBOR 1M a devenit negativ, în condițiile în care majorarea ratei

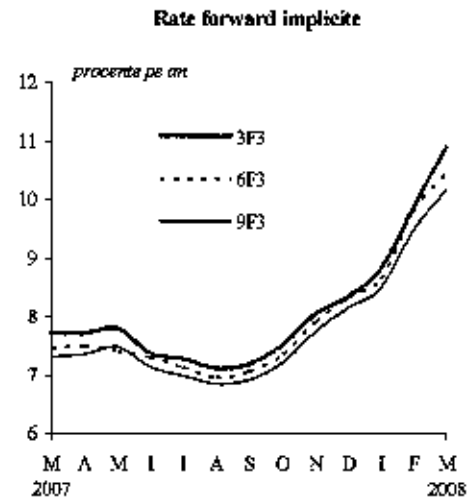
³¹ Pe 6 martie, BNR a modificat regulile privind stabilirea ratelor de referință ROBOR și ROBOR, astfel încât datele nu sunt pe deplin comparabile.

dobânzii de politică monetară de la începutul lunii a fost superioară așteptărilor pieței, conducând la re poziționarea în consecință a randamentelor pe maturități scurte; panta curbei a redevenit pozitivă în martie, *spread*-ul stabilizându-se la finele lunii la un nivel de aproximativ 0,2 puncte procentuale.

Anticipațiile menționate privind traiectoria viitoare a ratelor dobânzilor sunt ilustrate de asemenea de ratele *forward* implicite (calculate pornind de la cotațiile medii din martie). Potrivit acestora, nivelul mediu al ratei ROBOR 3M ar urma să atingă un maxim de aproximativ 11,0 la sută la jumătatea anului în curs, coborând apoi la 10,5 la sută în septembrie și la 10,2 la sută în ultima lună a anului 2008.

O tendință ascendentă a caracterizat și evoluția randamentelor pieței primare a titlurilor de stat. În primele 2 luni ale anului 2008³², MEF a acceptat noi creșteri ale ratelor maxime ale dobânzilor, până la nivelul de 9,5 la sută – la certificatele de trezorerie și obligațiunile de tip *benchmark* cu scadența de 3 ani – și de 9 la sută – la obligațiunile de tip *benchmark* cu scadența de 5 ani. În aceste condiții, randamentele medii ale certificatelor de trezorerie cu scadențele de 6 luni și 1 an au ajuns la 9,4 la sută (fiind superioare cu 1,6 respectiv 2,4 puncte procentuale celor de la emisiunile precedente din 2007), iar cele aferente obligațiunilor de tip *benchmark* emise pe termenele de 3 și 5 ani la 9,47 respectiv 8,97 la sută (mai ridicate cu 2,4 respectiv 1,8 puncte procentuale față de cele de la ultimele emisiuni efectuate în anul anterior). În contextul creșterii costurilor împrumuturilor publice, în trimestrul I 2008, autoritatea publică a sistat temporar emisiunile de obligațiuni cu maturitatea de 10 ani, înlocuindu-le cu cele pe scadențe mai scurte și mai ales cu certificate de trezorerie (titlurile pe scadența de cel mult un an reprezentând peste 62 la sută din volumul total de titluri puse în circulație).

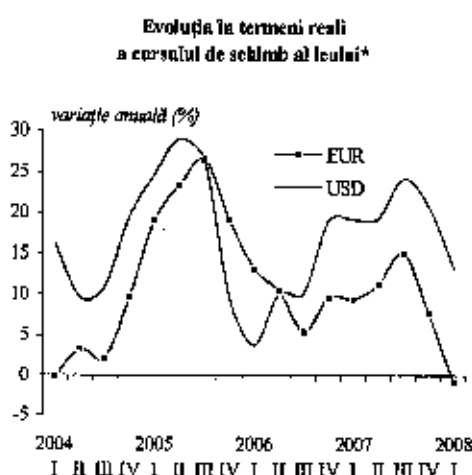
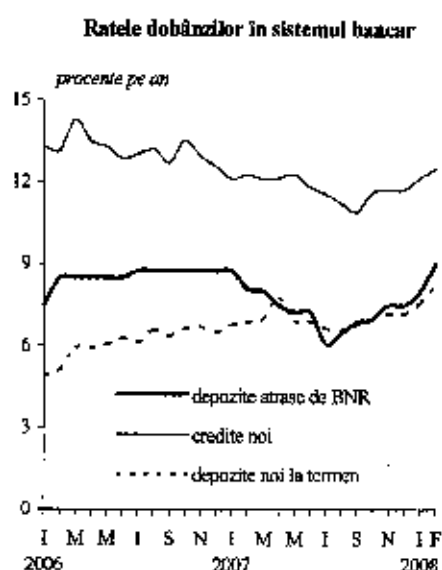
Rulajul trimestrial al pieței secundare a titlurilor de stat (operațiuni definitive+reversibile) s-a menținut ridicat (peste 7 000 milioane RON), datorită volumului însemnat de operațiuni concentrate în ianuarie (peste 72 la sută), care au fost încheiate în cea mai mare parte între bănci și nerezidenți³³. În următoarele două luni, valoarea tranzacțiilor s-a diminuat considerabil, ajungând în martie la cel mai redus nivel din ultimele 12 luni (circa 470 milioane RON). Aproximativ 94 la sută din totalul operațiunilor efectuate în trimestrul I au fost



³² Aproape întregul volum de înregistrări publice puse în circulație s-a concentrat în primele 2 luni ale anului, MEF respingând integral în luna martie ofertele de cumpărare la trei din cele 4 licitații de titluri de stat organizate.

³³ La sfârșitul lunii ianuarie 2008 portofoliul nerezidenților depășea dublul valorii înregistrate la finele lunii decembrie 2007.

irreversibile, cele mai tranzacționate titluri de stat fiind cele cu maturitatea reziduală de sub 1 an, 3 și 5 ani; randamentele medii corespunzătoare au crescut comparativ cu cele din trimestrul precedent cu valori cuprinse între 1,7 și 0,2 puncte procentuale, ajungând la nivelul de 8,90 la sută, 8,93 la sută, respectiv 7,77 la sută. Valoarea operațiunilor reversibile s-a înjumătățit în raport cu cea consemnată în trimestrul anterior (până la aproximativ 420 milioane RON), ratele *repo* aferente crescând cu 2,3 puncte procentuale la tranzacțiile efectuate pe scadențele de 1 lună și de 3 luni (până la 8,94, respectiv 8,49 la sută).



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

Sursa: INS, BNR

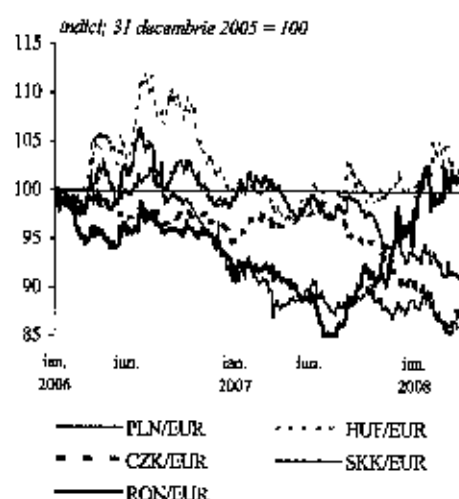
Preluând impulsul ratei dobânzii de politică monetară și al randamentelor interbancare, ratele medii ale dobânzilor creditelor și depozitelor noi și-au prelungit creșterea în perioada decembrie 2007 – februarie 2008. Cele mai receptive au fost ratele dobânzilor practicate în relația cu societățile nefinanciare; acestea s-au majorat în februarie față de noiembrie cu 1,1 puncte procentuale (până la 12,51 la sută) în cazul creditelor noi, și cu 1,2 puncte procentuale (până la 8,55 la sută) în cel al depozitelor noi. Pe segmentul populației, ajustarea ascendentă a fost relativ mai puțin intensă: rata medie a dobânzii depozitelor noi a acumulat 50 puncte de bază (până la 7,38 la sută), iar cea aferentă noilor împrumuturi s-a majorat cu doar 0,35 puncte procentuale (până la 12,55 la sută). Evoluția celor din urmă a încorporat influențele de sens opus exercitate, pe de o parte, de ajustările ascendente operate asupra ratei dobânzii creditelor noi pentru consum și a celor pentru locuințe (0,46, respectiv 1,15 puncte procentuale) și, pe de altă parte, de diminuarea ratelor dobânzilor creditelor pentru dezvoltarea afacerilor și a celor acordate în alte scopuri. Tendințe opuse s-au evidențiat în acest interval și la nivelul ratelor medii ale dobânzilor la creditele *overdraft*: acestea au fost reduse marginal în relația cu persoanele fizice (cu 7 puncte de bază, până la 21,70 la sută), dar au fost majorate cu 0,79 puncte procentuale (până la 12,97 la sută) în relația cu societățile nefinanciare.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

În trimestrul I impactul exercitat de turbulențele de pe piața financiară internațională asupra pieței valutare interne și asupra evoluției cursului de schimb al leului a atins un maxim de intensitate. Pe ansamblul perioadei, atât volatilitatea raportului leu/euro, cât și magnitudinea deprecierei monedei naționale au depășit substanțial parametrii similari ai principalelor monede din regiune³⁴.

³⁴ Începând cu luna februarie însă, gradul de corolare a evoluției cursului de schimb al leului cu cea a zlotului și a forintului a crescut treptat.

Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Sursa: BNR, BCE

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2007 2 luni	2008 2 luni
Contul financiar	2 184	2 170
Investiții directe	1 119	1 218
rezidenți în străinătate	12	80
nerezidenți în România	1 107	1 138
Investiții de portofoliu și derivate financiare	259	19
rezidenți în străinătate	-52	24
nerezidenți în România	311	-5
Alte investiții de capital	1 087	891
din care:		
pe termen mediu și lung	862	445
pe termen scurt	-1 113	-131
numerar și depozite pe termen scurt	645	4
Active de rezervă ale BNR (net)		
("+" creștere"/"-" scădere)	-281	42

Deși contextul extern nu a consemnat îmbunătățiri vizibile, iar percepția – posibil excesiv de negativă – a operatorilor valutare asupra perspectivelor pe termen scurt ale economiei naționale și cursului de schimb a persistat, la finele lunii ianuarie sensul evoluției cursului de schimb al leului a înregistrat o inversare temporară. Aceasta a fost determinată în principal de măsurile adoptate de BNR – întărirea controlului exercitat asupra lichidității de pe piața monetară și creșterea neașteptat de amplă în luna februarie a ratei dobânzii de politică monetară – dar, posibil, și de diminuarea presiunilor exercitate de cererea de devize aferentă tranzacțiilor comerciale cu străinătatea (ritmul anual de creștere a valorii exporturilor devansându-l pentru a treia lună consecutiv pe cel al importurilor). Episodul de relativă întărire pe care l-a consemnat în acest context moneda națională (cursul mediu leu/euro din februarie a înregistrat prima scădere lunară din ultimele 6 luni) a fost însoțit de o ușoară atenuare a variațiilor zilnice ale raportului leu/euro; la rândul său, gradul de corelare a evoluției cursului de schimb al leului cu cea a zlotului și forintului a crescut.

Ulterior însă, pe fondul reescaladării aversiunii³⁹ față de risc a investitorilor financiari determinate de întepirea știrilor negative privind volumul pierderilor suferite de unele instituții financiare externe⁴⁰, cursul de schimb leu/euro s-a repositionat pe un trend ascendent. Panta acestuia nu a mai fost însă atât de alertă, influența evoluțiilor nefavorabile externe⁴¹ fiind atenuată de relativa temperare a pesimismului operatorilor valutare în privința evoluției economiei românești, ca urmare a publicării unor date care au depășit așteptările majorității analiștilor (creșterea PIB în trimestrul IV, dinamica producției industriale și a exporturilor în luna ianuarie), precum și operării de către BNR a unei noi majorări asupra ratei dobânzii de politică monetară. În acest context cererea excedentară de devize⁴² s-a redus la mai puțin de jumătate din nivelul lunii februarie, atingând minimul ultimelor șapte luni. Cu toate acestea, pe plan regional leul a înregistrat cea mai amplă depreciere lunară față de euro (1,9 la sută în termeni nominali).

³⁹ Măsurile concertate întreprinse în acest interval de către principalele bănci centrale în vederea îmbunătățirii condițiilor lichidității au avut un efect relativ limitat.

⁴⁰ Fondul de investiții Carlyle Capital, Bear Stearns, Ambac Financial Group și Deutsche Bank.

⁴¹ Tensionarea piețelor monetare internaționale, scăderi abrupte ale indicilor bursieri pe principalele piețe externe de capital, diminuarea la un nivel record a valorii dolarului urmată de sporirea la maxime istorice a prețului materiilor prime, inclusiv a petrolului.

⁴² Inclusiv a nerezidenților.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În perioada decembrie 2007 - februarie 2008, dinamica⁴³ masei monetare (M3) și-a continuat ascensiunea (26,9 la sută), atingând cea mai mare valoare din ultimii doi ani; traiectoria ratei de creștere anuală a M3 nu a fost uniformă pe parcursul celor trei luni, maximul fiind atins în luna ianuarie. Principalii factori care au contribuit la această evoluție au fost menținerea robusteții creșterii economice, amplificarea cheltuielilor bugetare în ultima parte a anului 2007, temperarea adâncirii deficitului contului curent și efectul contabil al deprecierii monedei naționale⁴⁴; o influență de sens opus a exercitat amplificarea stocului titlurilor de stat deținut de persoanele juridice. Din perspectiva contrapartidelor, evoluția masei monetare a continuat să reflecte în principal influența accelerării creșterii creditului acordat sectorului privat, precum și pe cea exercitată de încetinirea vitezei de creștere a depozitelor la termen peste doi ani ale populației; un impuls suplimentar a dat dinamicii M3 reducerea valorii negative a creditului net acordat sectorului public central (ca efect al restrângerii depozitelor plasate de autoritatea publică centrală în sistemul bancar). În schimb, activele externe nete ale sistemului bancar⁴⁵, conturile de capital⁴⁶ și depozitele la termen peste doi ani ale companiilor au continuat să contribuie la frânarea creșterii M3.

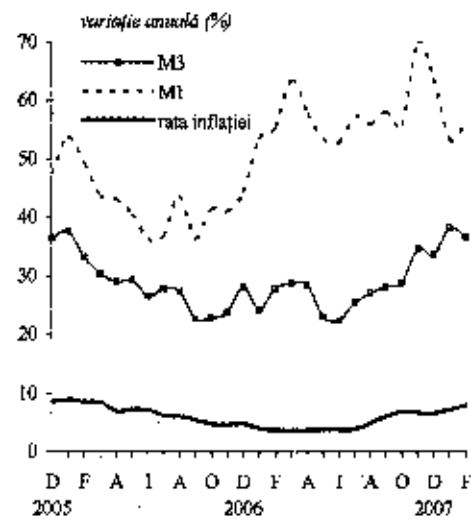
În contrast cu intervalul precedent, masa monetară în sens restrâns (M1) nu a mai constituit un factor de susținere a trendului ascendent al M3, acest rol fiind preluat în exclusivitate de depozitele la termen sub doi ani. Astfel, rata de creștere a M1 s-a redus, exclusiv datorită încetinirii creșterii depozitelor *overnight* în lei și în valută aparținând principalelor categorii de clienți, al cărui efect a fost superior celui exercitat de accentuarea trendului ascendent al dinamicii numerarului în circulație. În cazul depozitelor *overnight* ale companiilor, continuarea decelerării a coincis cu o puternică majorare a dinamicii depozitelor la termen cu scadența sub doi ani, care a devenit pozitivă, pentru prima oară în ultimul an; printre posibili determinanți ai acestei accelerări (localizată atât la componenta în lei, cât și la cea în valută) s-a aflat creșterea

Ritmurile de creștere anuală a M3
și a componentelor sale

	variație procentuală în termeni reali					
	2007				2008	
	I	II	III	IV	ian.	feb.
	medii lunare					
M3	22,2	20,1	20,8	24,0	28,9	26,5
M1	51,7	49,1	49,7	52,9	42,9	44,7
Numerar in circulație	22,1	21,4	24,4	29,4	43,3	38,3
Depozite overnight	66,5	63,9	62,7	63,9	42,8	47,0
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	3,5	0,7	-0,1	2,4	16,4	10,6

Sursa: INS, BNR

Masa monetară și rata inflației



Sursa: INS, BNR

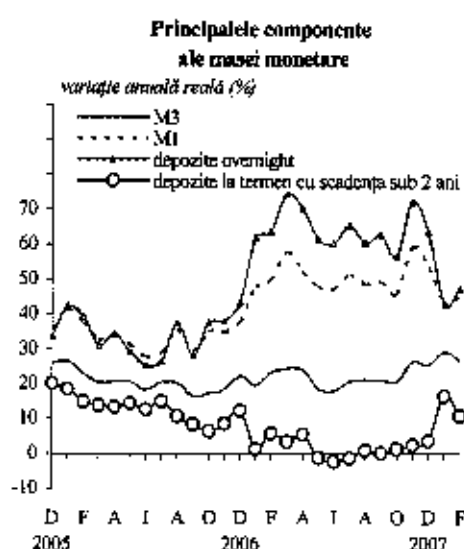
⁴³ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada decembrie 2007 - februarie 2008, exprimate în termeni reali la finele lunii.

⁴⁴ În perioada decembrie 2007-februarie 2008, modificarea anuală a cursului de schimb leu/euro de la finele perioadei a consemnat cele mai ridicate valori din septembrie 2004.

⁴⁵ Exprimată în lei, contrapartida externă a M3 și-a redus însă impactul contracționist.

⁴⁶ Este posibil ca valoarea acestui indicator să sufere modificări după aprobarea bilanșurilor contabile ale instituțiilor de credit pe anul 2007.

puternică a ratelor dobânzilor la depozitele noi în lei și în euro la termen sub doi ani ale societăților nefinanciare⁴⁷. În schimb, în cazul populației, temperarea de ritm – consemnată în premieră pentru ultimul an și jumătate –, pare să fi fost în mai mică măsură rezultanta relativei pierderi de atractivitate a randamentelor oferite pentru depozitele la vedere (în pofida menținerii avantajelor legate de maniera de impozitare a acestor categorii de câștiguri), în condițiile în care și dinamica depozitelor la termen cu scadența sub doi ani ale persoanelor fizice a înregistrat în această perioadă o nouă diminuare (în cazul componentei în lei, pierderea de ritm mediu s-a datorat în principal scăderii sensibile a dinamicii anuale din luna februarie 2008).



Sursa: INS, BNR

Din perspectiva structurii pe sectoare instituționale a M3⁴⁸, accelerarea vitezei de creștere a reflectat sporirea mai puternică a depozitelor companiilor și, într-o măsură mai mică, a celor ale administrațiilor publice locale și de asigurări sociale⁴⁹. La nivelul companiilor, cel mai rapid au continuat să se amplifice depozitele societăților nefinanciare, probabil ca urmare a sporirii cheltuielilor bugetare, în special în decembrie 2007⁵⁰. Avansul înregistrat de dinamica depozitelor incluse în M3 ale instituțiilor financiare nebankare a fost inferior ca magnitudine, creșterea acestora reflectând efectul contabil mai amplu exercitat de deprecierea leului în condițiile în care o parte a acestor plasamente a fost reorientată dinspre componenta în monedă națională înspre cea în valută. După recordul absolut consemnat în perioada anterioară, viteza de creștere a depozitelor din M3 ale populației s-a redus (atât la componenta în lei, cât și la cea în valută), posibil ca efect al scăderii veniturilor destinate economisirii, în condițiile menținerii efervescenței consumului și ale creșterii serviciului datoriei față de bănci acumulate de acest segment.

Ponderea componentei în valută în M3 a continuat să se majoreze (29,0 la sută), ca urmare a creșterii mai rapide a depozitelor în devize sub doi ani ale companiilor, precum și a efectelor contabile ale deprecierei monedei naționale.

⁴⁷ Schimbările simetrice și abrupte ale traiectoriilor ritmurilor de creștere anuală ale depozitelor *overnight* și respectiv la termen sub doi ani ale companiilor sugerează faptul că schimbările de portofoliu reflectă, pe lângă deciziile clienților, și o serie de reclasificări operate de bănci în conformitate cu noile definiții statistice.

⁴⁸ Defalcarea pe sectoare instituționale a M3 nu s-a extins și asupra numerarului în circulație, din lipsă de date.

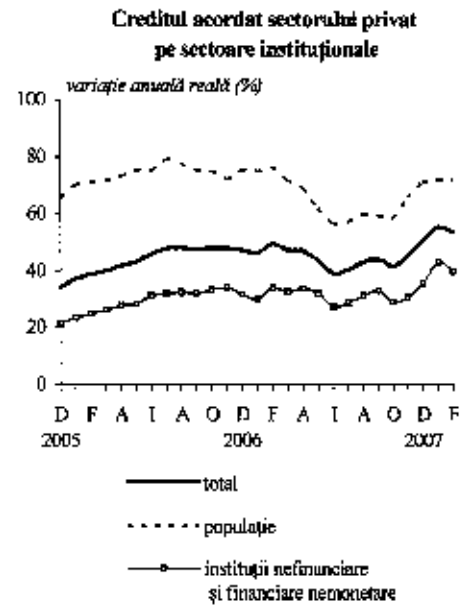
⁴⁹ Dinamica anuală a depozitelor în lei și în valută ale administrațiilor publice locale și de asigurări sociale a consemnat variații abrupte, datorate în principal schimbării metodologiei statistice.

⁵⁰ În luna decembrie 2007, soldul Trezoreriei statului a atins minimul ultimilor patru ani și jumătate.

Creditul

În perioada decembrie 2007 - februarie 2008, viteza de creștere⁵¹ a creditului acordat sectorului privat a continuat să se majoreze, ea atingând astfel un record absolut (53,2 la sută). Această evoluție a reflectat efectul conjugat exercitat de: (i) sporirea, pentru prima oară în ultimul an și jumătate, a dinamicii componentei în lei, de (ii) stabilizarea ratei de creștere a componentei în valută în jurul nivelului maxim istoric⁵², precum și de (iii) influența contabilă a deprecierii monedei naționale; modificarea traiectoriei dinamicilor celor două componente ale creditului sectorului privat (în lei și în valută) a resimțit influența disipării parțiale, în ianuarie 2008, a efectului de bază generat de eliminarea în urmă cu un an a limitei impuse instituțiilor de credit privind gradul de concentrare a expunerilor din creditele în valută. Similar perioadei anterioare, cererea de împrumuturi a fost susținută de creșterea rapidă a veniturilor populației, de menținerea situației financiare favorabile a companiilor⁵³, precum și de posibila relaxare a unora dintre condițiile de creditare (altele decât ratele dobânzilor). Dintre factorii ofertei, au continuat să acționeze în sens stimulator: (i) concurența puternică din sistemul bancar, precum și posibila intensificare a competiției dintre instituțiile de credit și cele financiare nebankare⁵⁴ și (ii) cvasifinalizarea procesului de validare a normelor prudențiale interne referitoare la creditarea persoanelor fizice.

Accelerarea creșterii împrumuturilor bancare s-a produs la nivelul ambelor categorii principale de beneficiari. În timp ce în cazul companiilor, intensificarea de ritm a avut loc concomitent cu o reorientare dinspre creditarea în valută spre cea în lei, în cel al populației aceasta a reflectat îndeosebi menținerea preferinței pentru finanțarea în devize, stimulată de diferențialul de cost favorabil; în aceste condiții s-a produs și o creștere sensibilă a componentei denominate în franci elvețieni, a cărei pondere medie (9,0 la sută) în totalul creditelor populației s-a majorat cu 2 puncte procentuale față de cea din intervalul septembrie-noiembrie 2007. În consecință, componenta denominată în valută a continuat să reprezinte peste jumătate din soldul împrumuturilor populației⁵⁵.



Sursa: INS, BNR

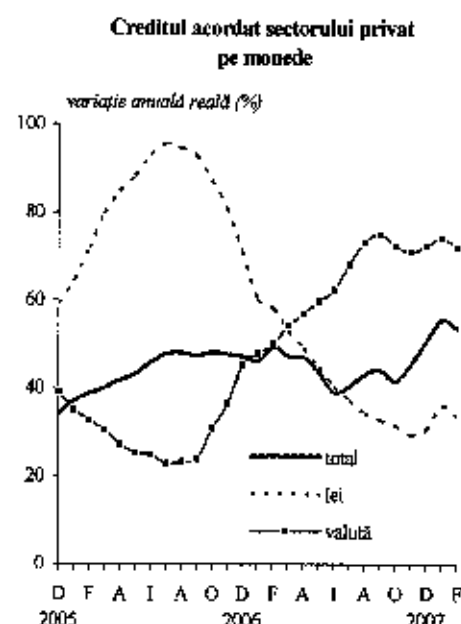
⁵¹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada decembrie 2007 - februarie 2008, exprimate în termeni reali la finele lunii.

⁵² Ponderea componentei în devize în totalul creditului acordat sectorului privat a continuat însă să se amplifice (54,7 la sută), atingând recordul ultimilor doi ani.

⁵³ Evoluție sugerată de prelungirea sporirii ritmului mediu anual de creștere în termeni reali a impozitului pe profit.

⁵⁴ La finele lunii decembrie 2007, erau înscrise în Registrul General al instituțiilor financiare nebankare un număr de 215 societăți.

⁵⁵ Poziția majoritară a fost dobândită în luna noiembrie 2007.



Sursa: INVS, BNR

Atât creditele de consum, cât și cele pentru locuințe și-au mărit ritmul de creștere. În cazul celor dintâi, evoluția s-a datorat însă în mare parte efectului contabil al deprecierii leului, dinamica împrumuturilor în lei încetinindu-se (pe fondul creșterii ratelor dobânzilor la creditele noi de acest tip), iar cea a creditelor în valută consemnând o relativă stabilizare în jurul maximumului ultimilor doi ani (în pofida reducerii ratei dobânzii aferente). În schimb, în cazul creditelor pentru locuințe, dinamizarea s-a produs atât la nivelul componentei în lei, cât și al celei în valută; în condițiile în care ratele dobânzilor acestor împrumuturi s-au majorat semnificativ, evoluția are ca posibilă explicație influența favorabilă pe care au exercitat-o relaxarea unora din condițiile de creditare și persistența unor așteptări favorabile privind veniturile viitoare ale populației. Dinamica anuală a creditelor pentru locuințe a devansat-o, în premieră, pe cea a creditelor pentru consum, cele dintâi majorându-și astfel ponderea în totalul creditelor populației până la cea mai mare valoare din ultimii doi ani (23,2 la sută, ca medie a perioadei).

Viteza de creștere a creditelor companiilor s-a majorat pe seama reaccelerării dinamicii împrumuturilor în lei, precum și a manifestării efectului deprecierii monedei naționale, evoluția caracterizând deopotrivă societățile nefinanciare și instituțiile financiare nebancare. Mișcarea ascendentă a ritmului de creștere a componentei în monedă națională a contrastat cu sporirea puternică a ratelor dobânzilor la creditele noi în lei ale societăților nefinanciare; aceasta a reflectat efectul de bază datorat nivelului foarte scăzut al componentei menționate în luna ianuarie 2007, dar și posibila reorientare parțială a cererii de împrumuturi dinspre componenta denominată în valută. Costurile mai înalte asociate acestora (creșterea ratei dobânzii la creditele noi în euro ale societăților nefinanciare și deprecierea leului), precum și posibila intensificare a apelului firmelor la sursele externe⁵⁶ și interne⁵⁷ de finanțare, au constituit principalii potențiali determinanți ai temperării pe care a consemnat-o creșterea anuală a împrumuturilor în devize ale companiilor.

Deși soldul creditului acordat administrației publice centrale⁵⁸ s-a majorat substanțial, viteza de creștere a creditului acordat sectorului public a încetinit semnificativ, datorită disipării efectelor de bază ce au influențat, până la finele anului 2007, creșterea împrumuturilor directe și a titlurilor guvernamentale.

⁵⁶ Conform datelor din balanța de plăți, valoarea creditelor financiare externe nete de care a beneficiat sectorul nebancar în lunile decembrie 2007 - februarie 2008 a fost superioară celei consemnate în perioada septembrie - noiembrie 2007.

⁵⁷ Volumul cumpărărilor nete de devize efectuate de persoanele juridice în perioada decembrie 2007 - februarie 2008 a atins nivelul maxim al ultimilor doi ani.

⁵⁸ Creșterea soldului creditului acordat sectorului public central s-a datorat emiterii de către MEF a unor titluri de stat (în valoare de 760 milioane lei) în baza prevederilor Ordonanței de urgență a Guvernului nr.156/2007.

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației la sfârșitul anului 2008 la nivelul de 6 la sută, cu 0,1 puncte procentuale peste cel prognozat în Raportul asupra inflației din luna februarie. Pentru 2009, inflația proiectată la finele anului se situează cu 0,4 puncte procentuale sub cea prognozată anterior (3,5 la sută față de 3,9 la sută).

Revizuirea prognozei este rezultatul unor evoluții recente și proiectate care marchează abateri față de coordonatele proiecției precedente. Pentru anul curent, ușoara abatere în sus a inflației provine în principal de la presiunile din partea cererii agregate datorate accelerării peste așteptări a creșterii economice din trimestrul IV 2007, de la scenarii mai puțin favorabile privind creșterile prețurilor administrate, ale combustibililor și ale celor volatile ale unor mărfuri alimentare, precum și de la continuarea deprecierii leului pe parcursul trimestrului I 2008, cu impact nefavorabil asupra prețurilor de import. Aceste efecte nu pot fi complet neutralizate până la sfârșitul anului curent de întărirea graduală de până acum a restrictivității politicii monetare, datorită decalajelor structurale inerente transmisiei impulsurilor acesteia asupra economiei reale.

Efectele recentelor creșteri repetate ale dobânzii de politică monetară asupra ansamblului condițiilor monetare reale se vor manifesta cu precădere în cursul anului 2009. Conform scenariului de bază, întărirea politicii monetare va avea ca efect eliminarea treptată a presiunilor inflaționiste ale cererii agregate, prin aducerea deviației PIB de la nivelul său potențial în teritoriu negativ începând din trimestrul II 2009. În plus, cu începerea din trimestrul III 2008 se prevede epuizarea efectelor șocurilor adverse din partea ofertei (prin intermediul prețurilor produselor alimentare și al deprecierii leului) survenite în a doua jumătate a anului 2007 și la începutul anului curent, care au alimentat anticipațiile inflaționiste ale agenților economici. Aceste corecții, alături de menținerea unei restrictivități accentuate a politicii monetare pe întreg orizontul de prognoză, vor exercita un impact semnificativ asupra anticipațiilor privind inflația, explicând scăderea proiectată a acestora în anul 2009 mai rapid decât în scenariul aferent Raportului asupra inflației din luna februarie.

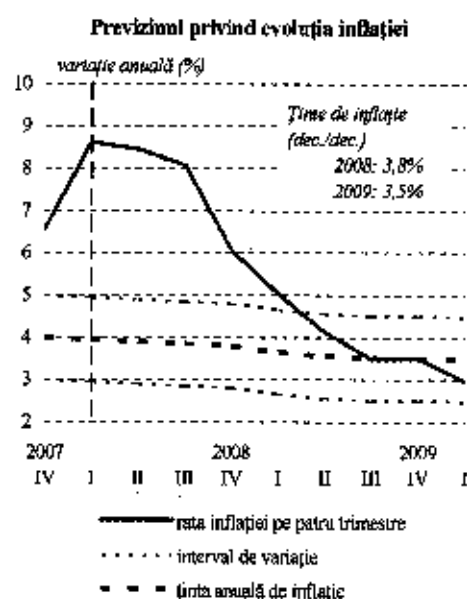
În orizontul actual al proiecției, evenimente posibile care generează riscuri semnificative de situație a traiectoriei viitoare a inflației peste cea prognozată includ: creșterea salariilor în exces față de creșterea productivității muncii, continuarea

deprecierii monedei naționale ca urmare a persistenței turbulențelor de pe piețele internaționale, implementarea unei politici bugetare mai laxă decât cea asumată, creșteri ale prețurilor administrate mai ample decât cele preconizate în prezent sau o dinamică a prețurilor în monedă națională ale combustibililor afectate de continuarea creșterii prețurilor internaționale ale petrolului. Probabilitatea materializării unora dintre aceste riscuri ar putea fi semnificativ diminuată de aplicarea unui set coerent de politici macroeconomice ferme. Înscriserea inflației pe o traiectorie mai favorabilă față de cea proiectată în scenariul de bază s-ar putea produce în cazul obținerii unei producții agricole bune în anul 2008.

1. Scenariul de bază al proiecției

1.1. Proiecția inflației

Potrivit scenariului de bază, după vârful înregistrat în trimestrul I 2008, creșterea anuală a prețurilor de consum este proiectată să își mențină traiectoria descrescătoare pe tot parcursul orizontului prognozei, aceasta accelerându-se cu începerea din trimestrul III 2008. Rata inflației va reveni în interiorul intervalului de variație din jurul țintei centrale începând cu cel de-al doilea trimestru al anului viitor. Pentru anul curent, inflația anuală IPC va atinge nivelul de 6 la sută, urmând a se plasa pe ținta centrală la sfârșitul anului 2009 (3,5 la sută). Comparativ cu proiecția prezentată în Raportul asupra inflației din luna februarie 2008, rata anuală a inflației este mai ridicată pentru anul curent (cu 0,1 puncte procentuale) și mai scăzută pentru anul viitor (cu 0,4 puncte procentuale).



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

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

Perioada	procente							
	T2 2008	T3 2008	T4 2008	T1 2009	T2 2009	T3 2009	T4 2009	T1 2010
Țintă			3,8				3,5	
Proiectată	8,5	8,1	6,0	5,0	4,1	3,5	3,5	3,0

Reconsiderarea valorilor proiectate ale inflației pentru anul curent reflectă, în principal:

- accelerarea ritmului creșterii economice din trimestrul IV 2007, susținută de majorarea veniturilor populației, de expansiunea creditului și de creșterea deficitului bugetar³⁹;

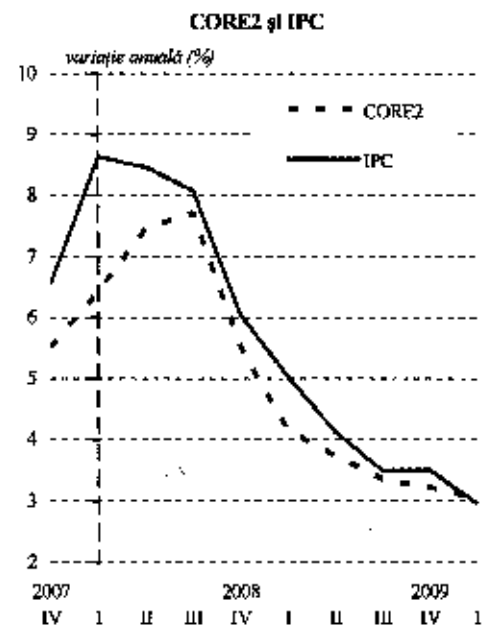
³⁹ Revizuirea recentă a setului istoric de date referitoare la PIB și componentele sale de către Institutul Național de Statistică a contribuit substanțial la reevaluarea impactului inflaționist propagat prin intermediul cererii agregate din economic.

- previzionarea unor creșteri mai mari ale prețurilor administrate și a unui scenariu mai puțin optimist de evoluție a prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare (legume, fructe și ouă) comparativ cu raportul din februarie a.c.;
- persistența tensiunilor de pe piețele internaționale ale materiilor prime, în paralel cu o continuare a tendinței de depreciere a leului pe parcursul trimestrului I 2008; impactul cumulat constă într-o rată proiectată mai mare a inflației combustibililor și o creștere a prețurilor mărfurilor alimentare procurate din import.

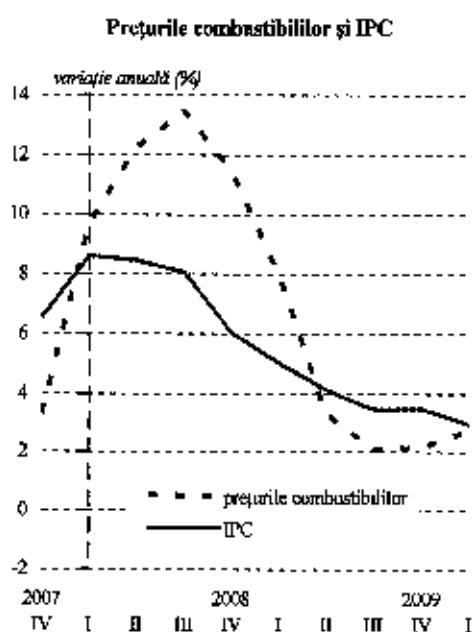
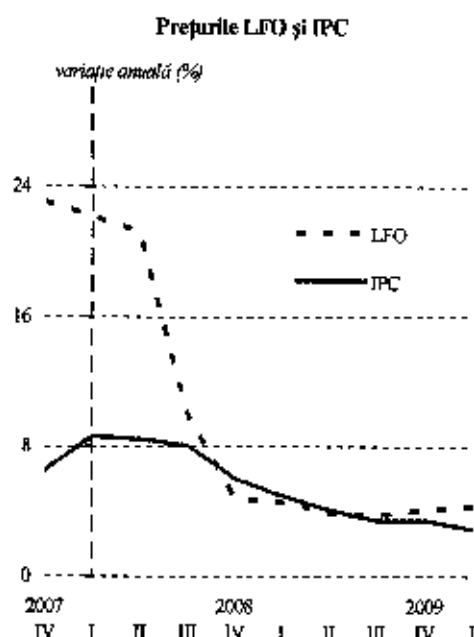
Cu toate acestea, procesul de dezinflație de la nivelul prețurilor bunurilor de consum va fi reluat într-un ritm accelerat începând cu trimestrul III 2008, pe fondul unor condiții monetare reale restrictive, dar și ca urmare a unui efect de bază favorabil inflației ce se manifestă începând cu trimestrul IV a.c. În același timp, manifestarea treptată a efectelor impulsurilor restrictive consecutive ale politicii monetare⁶⁰ asupra economiei reale este de așteptat să genereze, în a doua parte a intervalului de prognoză, un aport semnificativ mai favorabil din partea anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici comparativ cu proiecția anterioară.

În scenariul de bază, este de așteptat ca inflația CORE2 să contribuie favorabil la dezinflația prețurilor de consum. Previziunile privind nivelul indicatorului se situează la cote mai reduse față de *Raportul asupra inflației* din februarie, ca urmare a anticipării unei inflații de bază mai mici în trimestrul II 2008 și a unei contribuții mai favorabile din partea anticipațiilor inflaționiste, cu precădere pe parcursul anului 2009. Ajustarea programată a accizelor la produsele din tutun din trimestrele II și III a.c., suprapusă unor presiuni inflaționiste încă semnificative datorate cererii agregate, proiectează inflația de bază pe o traiectorie ascendentă în prima parte a orizontului. În aceste condiții, reinscrierea acesteia pe o traiectorie descrescătoare este amân timer până în trimestrul IV 2008. Ulterior, în pofida unor întârzieri în trecerea deviației PIB din teritoriul excesului în cel al deficitului de cerere și pe fondul consumării ajustărilor de accize prevăzute pentru anul 2009, rata inflației CORE2 se va menține la un nivel inferior celui al inflației IPC.

În primele trimestre ale proiecției, prețurile bunurilor alimentare înregistrează creșteri superioare celor ale întregii grupe a



⁶⁰ În intervalul octombrie 2007-martie 2008, creșterea cumulată a ratei dobânzii de politică monetară a BNR a fost de 250 puncte de bază. Față de ipotezele din *Raportul asupra inflației* din februarie, scenariul actual încorporează și majorarea cu 50 puncte de bază a dobânzii de politică monetară anunțată de Consiliul de administrație în 26 martie.



bunurilor de consum. Cu o dinamică accelerată pe parcursul anului trecut, supusă unui proces de atenuare parțială în prima parte a anului 2008, prețurile volatile ale legumelor, fructelor și ouălor au exercitat presiuni inflaționiste, transmise: (i) în mod direct, ca parte a coșului de consum și (ii) prin efectele inflaționiste de runda a doua și inflamarea așteptărilor inflaționiste ale agenților economici. Sub impactul accentuării treptate a restrictivității condițiilor monetare reale⁶¹ și al ipotezei unui an agricol neafectat de șocuri majore în 2008, efectele adverse ale ofertei reduse de produse agricole din 2007 se atenuază treptat începând cu trimestrul III a.c. În aceste condiții, începând din trimestrul I 2009, ajustările exogene ale prețurilor administrate devin singura componentă a coșului de consum cu o dinamică superioară celei a inflației IPC. Conform coordonatelor scenariului de bază curent, creșterile preconizate sunt de 7,1 la sută în 2008, respectiv 4,3 la sută în 2009, ușor superioare ipotezelor anterioare.

Prețurile bunurilor importate sunt anticipate să reflecte, în prima parte a orizontului, stocul acumulat de depreciere nominală a leului față de euro (aproximativ 15,4 la sută între august 2007 și martie 2008), contribuind nefavorabil la dinamica inflației din anul curent. Conform evaluărilor, deprecierea monedei naționale începând din a doua parte a anului trecut a contribuit decisiv la re poziționarea cursului de schimb al leului pe o traiectorie compatibilă cu eliminarea supraevaluării excesive a acestuia din prima parte a anului trecut. Ca urmare a acestei evoluții, pe parcursul celor 8 trimestre ale orizontului proiecției curente este de așteptat o atenuare a variațiilor cursului real de schimb. Dinamica prețurilor de import urmează astfel să aducă beneficii dezinflației, vizibile mai pregnant pe parcursul anului 2009.

Reflectând ipotezele adoptate privind evoluția prețului internațional al petrolului (presupus constant la valoarea de 100 dolari pe baril⁶²), ajustările de accize aplicate unor categorii de combustibili⁶³, precum și dinamica proiectată a monedei naționale, scenariul de bază ilustrează efecte contradictorii ale prețurilor interne ale combustibililor asupra inflației. Pentru

⁶¹ Condițiile monetare reale acționează asupra excesului de cerere, diminuând inflația de bază CORE2 și determinând scăderea treptată a inflației anuale a bunurilor de consum. Având în vedere formarea așteptărilor inflaționiste ale agenților economici pe baza întregii structuri a coșului de consum, se preconizează și o reducere fermă a anticipațiilor începând din trimestrul III a.c., pe măsura reluării dezinflației.

⁶² Această ipoteză marchează o divergență față de valorile proiectate de *Consensus Forecast* pentru următorii doi ani. Având în vedere cele mai recente evoluții de pe piața internațională a acestui bun, ipoteza utilizată este totuși apreciată ca având un grad de realism mai ridicat.

⁶³ Conform prevederilor Codului fiscal, acestea urmează să aibă loc la 1 ianuarie 2009 și 1 ianuarie 2010.

prima parte a orizontului, sunt preconizate rate mai mari ale inflației combustibililor, compatibile cu un nivel mai depreciat al leului față de proiecția anterioară (în trimestrul I 2008), dar reflectând și componenta inerțială specifică mecanismului de stabilire a prețurilor acestei categorii de produse. Ținând însă seama de evoluția anticipată a monedei naționale descrisă anterior și de întregul set al informațiilor disponibile în prezent, pe parcursul anului 2009 inflația combustibililor este proiectată să se reducă considerabil. Ca urmare, la acest orizont, prețurile combustibililor asigură un suport tendinței de coborâre a ratei inflației către punctul central al țintei (3,5 la sută).

1.2. Presiuni exogene asupra inflației

Contribuția cumulată a componentelor exogene (prețuri administrate, prețuri volatile ale alimentelor, acciza la tutun și taxa pe viciu) ale inflației IPC preconizată de scenariul de bază al proiecției curente este mai mare cu 0,6 puncte procentuale în 2008 față de cea anticipată în *Raportul asupra inflației* din februarie 2008, în timp ce pentru anul 2009 această contribuție este cu 0,1 puncte procentuale mai mică.

Pentru anul curent, scenariul de bază plasează evoluția tuturor componentelor exogene la valori superioare celor din proiecția anterioară. Rata anuală de creștere a prețurilor administrate și a prețurilor volatile ale alimentelor este prezentată în tabelul 5.2.

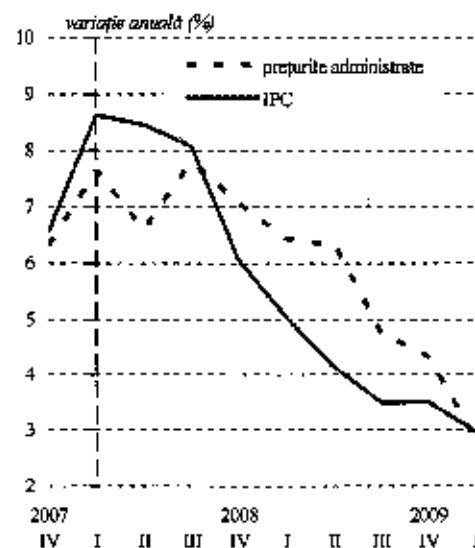
Tabelul nr. 5.2 Scenariul privind evoluția prețurilor administrate și a celor volatile

	procente			
	Prețuri administrate		Prețuri volatile ale alimentelor	
	2008	2009	2008	2009
Proiecția curentă	7,1	4,3	4,9	4,1
Proiecția anterioară	6,5	4,0	3,7	4,1

Proiectarea unei creșteri mai mari a prețurilor volatile ale alimentelor (legume, fructe, ouă) se bazează pe trendul ascendent al prețurilor produselor agroalimentare de pe piețele internaționale și pe deprecierea monedei naționale, care a amplificat creșterea prețurilor alimentelor importate, în timp ce oferta internă de alimente este încă redusă datorită recoltei slabe din anul 2007.

Revizuirea în sens ascendent a scenariului evoluției prețurilor administrate este cauzată de: (i) creșterea mai mare decât cea prognozată a prețurilor pentru apă, canal, salubritate; (ii) creșterea mai mare decât cea prognozată a tarifelor pentru transportul urban; (iii) deprecierea leului, care are un impact direct asupra

Prețurile administrate și IPC



tarifelor la telefonie fixă; (iv) creșterea ponderii gazelor naturale în coșul bunurilor de consum – în condițiile utilizării unui scenariu privind dinamica prețurilor acestei componente similar celui publicat în februarie. Aceste efecte sunt atenuate de un calendar de modificare a prețurilor energetice revizuit în jos în cazul energiei termice. Scenariul curent al evoluției prețurilor la energie electrică, termică și gaze naturale este sintetizat în tabelul 5.3.

Tabelul nr. 5.3 Scenariul privind evoluția prețurilor energetice

procente

	Energie electrică		Energie termică		Gaze naturale	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Proiecția curentă	2,0	3,5	9,82	6,0	16,12	8,15
Proiecția anterioară	2,0	3,5	14,5	6,0	16,2	8,2

Pentru anul curent, contribuția accizei la tutun și a taxei pe viciu la inflație este cu 0,3 puncte procentuale mai mare comparativ cu scenariul de proiecție anterior, din cauza amânării pentru anul 2008 a unor creșteri ale accizei prevăzute prin Codul fiscal pentru 2007, dar și datorită creșterii ponderii tutunului în coșul de consum.

Proгноza publicată în martie de *Consensus Forecasts* preconizează o inflație pentru zona euro de 1,9 la sută pentru anul 2008 și 2,2 la sută pentru anul 2009, în creștere față de valorile utilizate în proiecția anterioară⁶⁴. Potrivit Băncii Centrale Europene, inflația din zona euro se poate situa la sfârșitul anului 2008 peste valoarea de 2 la sută din cauza creșterii peste valorile prognozate a prețurilor la energie și alimente, a prețurilor administrate și a taxelor indirecte. De asemenea, salariile din zona euro pot înregistra creșteri mai mari decât cele anticipate datorită gradului ridicat de utilizare a capacității de producție și a condițiilor restrictive de pe piața muncii.

⁶⁴ Conform proiecțiilor anterioare, scenariul privind inflația în zona euro este construit pe baza cifrelor furnizate de *Consensus Forecast*. Previziunile realizate de alte instituții sau organisme financiare internaționale vor putea fi folosite în viitor în realizarea proiecției din scenariul de bază, în măsura în care se poate stabili că sunt în mod consistent superioare celor utilizate în prezent.

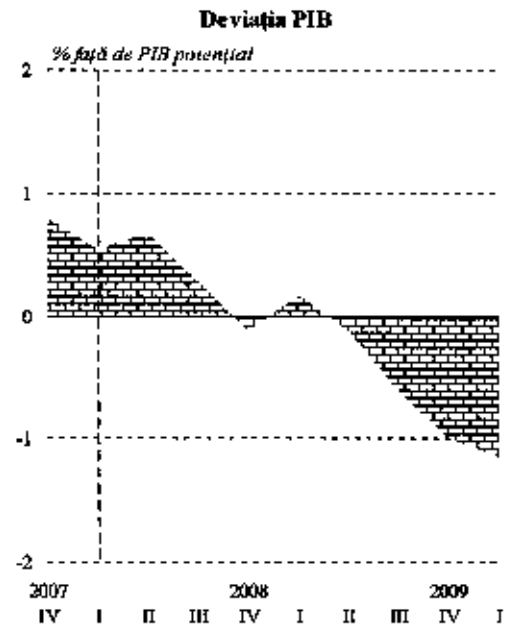
1.3. Presiuni din partea cererii agregate

1.3.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

Creșterea PIB real din trimestrul IV 2007, de 6,6 la sută, depășește prognoza PIB din ultima rundă de proiecție⁶⁵. Seceta severă din 2007 a reprezentat un șoc negativ de ofertă care se răsfrânge și asupra ritmului de creștere a PIB potențial. Astfel, în condițiile reducerii temporare a PIB potențial și ale accelerării creșterii PIB efectiv (față de trimestrul anterior), excesul de cerere din trimestrul IV este reevaluat în creștere, iar cel din trimestrul I anul curent este, de asemenea, superior valorii estimate în runda anterioară de prognoză pentru acest trimestru. Această reevaluare reflectă existența unor presiuni mai semnificative și mai persistente din partea cererii comparativ cu cele considerate în *Raportul asupra inflației* din februarie 2008.

Principalele componente ale cererii agregate care contribuie la menținerea excesului pozitiv de cerere în trimestrul I 2008 sunt consumul final al populației și formarea brută de capital fix. În cazul primei componente, evaluările sunt susținute de menținerea la niveluri ridicate a veniturilor populației și de continuarea expansiunii creditului neguvernamental. Salariul net real, numărul angajaților și rata șomajului indică – prin raportare la tendința lor pe termen mediu – existența unor venituri mari și, în consecință, a unor ample resurse de consum. De asemenea, creditul de consum a înregistrat un ritm alert de creștere în primele două luni ale anului comparativ cu media trimestrului anterior. Un indicator ce coroborează ipoteza situării consumului final peste nivelul sustenabil pe termen mediu este ponderea consumului final al populației în PIB, care a crescut constant în ultimii ani⁶⁶.

Cea de-a doua componentă – formarea brută de capital fix, a beneficiat de cea mai amplă dinamică în cadrul PIB, având o rată de creștere anuală de 28 la sută înregistrată în trimestrul IV 2007. Nivelul ridicat al importurilor, care includ într-o proporție semnificativă bunuri de investiții (componenta de mașini și utilaje din cadrul FBCF), sugerează că investițiile vor continua să mențină rate alerte de creștere. Același lucru îl sugerează și dinamica creditului pe termen mediu și lung, una din sursele de finanțare a investițiilor, care a continuat să avanseze cu ritmuri



⁶⁵ Revizuirea obișnuită de la începutul anului a seriei statistice a PIB de către Institutul Național de Statistică nu s-a limitat, în cazul datelor în prețuri constante, la perioada 2005-2007 pentru care datele nu erau definitive, ci s-a extins până în anul 2001. În cazul componentelor PIB, revizuirile suferite de indicii de volum sunt substanțiale, ceea ce afectează sever comparabilitatea cu proiecția anterioară.

⁶⁶ În 2007 aceasta a fost de 96,6 la sută (în termeni reali), față de o medie de aproximativ 75 la sută pentru UE 27.

ridicate de creștere în primele două luni ale anului 2008. Investițiile sprijină creșterea economică sustenabilă însă ratele accelerate de creștere ale acestora contribuie, pe termen scurt, la acumularea de presiuni inflaționiste.

Conform evaluărilor, în anii anteriori excesul de cerere s-a reflectat, în mare parte, într-o adâncire a deficitului de cont curent; aprecierea accentuată a monedei naționale din acea perioadă a favorizat consumul din importuri, reducând simultan presiunea asupra prețurilor interne de consum. Inversarea tendinței de apreciere excesivă a leului din a doua parte a anului 2007 ar putea avea efecte adverse asupra inflației și prin intermediul acestui canal.

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

Deprecierea reală a monedei naționale față de euro înregistrată față de trimestrul IV 2007 a dus la eliminarea completă a supraevaluării din anii anteriori. Astfel, impactul cursului de schimb asupra cererii agregate prin canalul exportului net a devenit ușor stimulat, în timp ce deprecierea nominală a contribuit la majorarea prețurilor de import. Ambele influențe conțin potențialul de amplificare a presiunilor inflaționiste actuale și viitoare. Totuși, prin efectele de avuție și bilanț⁶⁷, deprecierea majorează costul creditelor în valută și are o influență restrictivă asupra activității economice și de reducere a presiunilor inflaționiste.

Pe termen mediu, cursul de schimb urmează o traiectorie determinată de factorii fundamentali (cum ar fi intrările de capital pe termen mediu sau diferențialul de productivitate față de principalii parteneri externi). Pe termen scurt însă, cursul se poate abate de la tendința de evoluție pe termen mediu, spre care tinde să revină după epuizarea efectului factorilor conjuncturali. Procesul de convergență reală a României către economia zonei euro susține în continuare o tendință normală de apreciere în termeni reali a cursului de schimb pe termen mai îndelungat. Totuși, creșterea relativ recentă a aversiunii față de risc a investitorilor de pe piețele internaționale de capital indică – pentru orizontul de prognoză – o posibilă încetinire a ritmului mediu de apreciere determinat de factorii fundamentali.

Impactul ratei efective a dobânzii BNR asupra economiei reale se realizează indirect, prin intermediul ratelor dobânzilor practicate de băncile comerciale în relațiile cu clienții lor.

⁶⁷ Această evaluare are la bază ponderea de aproximativ 50 la sută a creditului denominat în valută în total credit neguvernamental.

Acesta se transmite, de regulă, cu un anumit decalaj, datorat procesului de ajustare treptată a ratelor dobânzilor băncilor comerciale la rata dobânzii BNR și poziției de debitor net a băncii centrale față de sistemul bancar. În trimestrul I a.c., transmiterea parțială a creșterii ratei dobânzii efective a BNR, precum și creșterea așteptărilor inflaționiste au făcut ca ratele reale ale dobânzilor practicate de băncile comerciale să înregistreze creșteri de amplitudine redusă. Ca urmare, în acest trimestru, impactul cumulat al ratelor reale ale dobânzilor bancare a rămas stimulatив pentru activitatea economică, însă de o intensitate mai redusă decât în trimestrul IV 2007.

Pe ansamblu, condițiile monetare reale din trimestrul I exercită o presiune mai puțin restrictivă asupra cererii agregate și inflației din perioadele viitoare. Condițiile monetare se mențin totuși restrictive datorită impactului deprecierii monedei naționale asupra creditului în valută – principala contrapondere la efectul mai puțin restrictiv al ratelor dobânzilor și al cursului de schimb (prin canalele prețurilor de import și ale exportului net).

1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

Impactul inflaționist generat de factorii ofertei a fost amplificat de presiunile exercitate de excesul de cerere, manifestat în creșterea rapidă a inflației de bază CORE2. Reevaluarea în sensul creșterii a excesului de cerere din acest trimestru, coroborată unei performanțe economice anticipate a se menține peste nivelul potențial în primele două trimestre ale anului curent, are ca rezultat amânarea pătrunderii deviației PIB în zona deficitului de cerere cu aproximativ patru perioade față de scenariul anterior (trimestrul II 2009 față de trimestrul II 2008).

În prognoza prezentă, încă din trimestrul I 2008, *gap*-ul PIB a fost revizuit în sus comparativ cu proiecția anterioară întărind argumentele privind accentuarea restrictivității politicii monetare de pe parcursul ultimelor luni. *Gap*-ul PIB de 0,5 puncte procentuale în acest trimestru reflectă actualizarea ipotezelor anterioare privind deviația cursului real efectiv, cea a ratelor reale ale dobânzii, precum și coordonatele impulsului fiscal aferente acestui trimestru.

În cazul ratelor reale ale dobânzilor bancare, scenariul de bază are în vedere eliminarea treptată a caracterului stimulatив al acestora, preconizându-se trecerea lor în teritoriu restrictiv cu începere din trimestrul III a.c. Pentru perioadele recente, contribuția nefavorabilă la dinamica condițiilor monetare reale atât a ratelor dobânzii la credite, cât și a celor aferente

depozitelor bancare reflectă, pe de-o parte, decalajele structurale specifice transmisiei către aceste rate a impulsurilor de politică monetară⁶⁸, iar pe de altă parte, accelerarea la sfârșitul anului trecut și continuată în prima parte a anului curent a anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici⁶⁹.

Încorporând dinamica unei monede naționale mai depreciate pe parcursul anului trecut și în prima parte a celui curent, noile evaluări cu privire la restrictivitatea cursului real de schimb indică, pentru trimestrul I 2008, o diminuare a acesteia comparativ cu ipotezele din februarie. Continuarea traiectoriei de depreciere a cursului nominal și real a fost compatibilă și cu creșterea primei de risc asociată de investitorii străini plasamentelor efectuate în monedă națională. Dată fiind eliminarea supraevaluării anterioare substanțiale a monedei naționale, scenariul de bază anticipează în continuare o traiectorie a cursului real relativ mai apropiată de trend pentru cea mai mare parte a orizontului relevant. Cu toate acestea, deviațiile moderate ale cursului real de la nivelul său de trend vor acționa în sensul menținerii restrictivității întregului set al condițiilor monetare reale.

Contracarea presiunilor inflaționiste de mai mare amploare datorate cererii agregate presupune o conduită restrictivă a politicii monetare, menținută pe parcursul celor 8 trimestre ale proiecției. Conform scenariului de bază, întregul set al condițiilor monetare reale este proiectat să susțină procesul de dezinflație începând cu trimestrul III 2008, permițând atingerea țintei la sfârșitul anului 2009. Contribuția cea mai importantă revine ratei efective a dobânzii BNR și, implicit, ratelor de dobândă la depozitele și creditele acordate clienților de către băncile comerciale, acestea din urmă urmând să preia cu un anumit decalaj impulsurile dobânzii efective a BNR. Ratele reale ale dobânzilor la depozite urmează a se plasa la niveluri pozitive de natură să incline comportamentul populației mai degrabă în favoarea economisirii decât a consumului. Anticiparea trecerii treptate a băncii centrale spre o poziție de creditor net în raport cu sistemul bancar și, în consecință, interesul mai mare al băncilor comerciale pentru atragerea de resurse financiare interne, ar putea însă scurta în termeni relativi decalajele de preluare la nivelul economiei reale a impulsurilor politicii monetare. Particularitățile transmisiei politicii monetare prin intermediul cursului de schimb exercită efecte

⁶⁸ Creșterile ratei nominale a dobânzii la depozitele, respectiv creditele bancare au fost de aproximativ 0,5 puncte procentuale în trimestrul I 2008.

⁶⁹ Conform măsurii de anticipații inflaționiste determinate cu ajutorul modelului de prognoză pe termen mediu al BNR, maximum acestui indicator este atins în trimestrul II 2008. Anticipațiile inflaționiste sunt importante nu numai ca factor de influență asupra inflației realizate, ci și pentru determinarea ratelor reale ale dobânzilor.

contradictorii asupra deviației PIB. Ca urmare, efectul restrictiv al cursului reflectat de canalul avuției nete și al bilanțului agenților economici din primele trei trimestre ale anului curent este contrabalansat de influența stimulative a unui leu care acționează favorabil asupra exporturilor nete. Pe parcursul anului viitor, scenariul de bază proiectează o inversare a sensului efectelor asociate celor două canale. Transmisia directă a cursului prin intermediul dinamicii exporturilor și importurilor este anticipată să rămână precumpănitoare și la acest orizont, contribuind la restrângerea cererii agregate din economie.

Pentru proiecția curentă, componenta fiscală a *mix*-ului de politici macroeconomice este mai puțin laxă comparativ cu runda anterioară, acționând, totuși, în sensul alimentării presiunilor inflaționiste din economie. Noile proiecții ale deficitelor bugetare pentru următorii doi ani⁷⁰, precum și traiectoria presupusă a componentei bugetare ciclice – mai amplă comparativ cu proiecția din februarie – proiectează un impuls fiscal având, *ceteris paribus*, un impact inflaționist mai redus în ambii ani ai proiecției. Valorile deficitului bugetar au fost corectate cu o prognoză ce indică creșterea treptată a nivelului absorbției fondurilor europene.

În ceea ce privește structura PIB pe categorii de cheltuieli, cererea internă își va menține rolul de susținător principal al creșterii economice. Totuși, exporturile au început deja să revină spre ritmuri ridicate de creștere odată cu eliminarea supraaprecierii cursului de schimb din anii anteriori. Ca urmare, anticipăm în continuare majorarea importanței acestora pe parcursul orizontului de prognoză. În structura cererii interne se prevede că ritmul de creștere a consumului privat va continua să se reducă, în principal ca urmare a restrângerii așteptate a accesului la credit datorită costurilor mai mari pentru debitori (atât ca urmare a majorării proiectate a dobânzilor la creditele în lei, cât și ca urmare a efectului de avuție exercitat de deprecierea recentă asupra agenților ce au contractat împrumuturi în valută). Totuși, principalul factor determinant al consumului va rămâne creșterea semnificativă a venitului disponibil, în special a salariilor, astfel încât încetinirea se va produce treptat și consumul va continua să înregistreze ritmuri importante de creștere. Pe de altă parte, investițiile sunt proiectate să continue să crească rapid pe parcursul anilor 2008 și 2009, având o contribuție sporită la creșterea economică. În ceea ce privește exportul net, deprecierea înregistrată de moneda națională pe parcursul semestrului anterior este așteptată să afecteze întâi prețurile de import, conducând pe termen scurt la o adâncire a deficitului comercial. Pe măsură ce modificarea cursului de schimb își produce efectul asupra

⁷⁰ Conform metodologiei SEC95 agreată de Uniunea Europeană.

cererii de importuri, volumul acestora este proiectat să se reducă semnificativ. Acest efect de cerere se va produce în special în cazul importurilor de bunuri de consum, cererea de bunuri de investiții fiind presupusă a fi mai puțin elastică la variațiile cursului de schimb. Rezultatul cumulat al reducerii ritmului de creștere a volumului importurilor și al accelerării ritmului de creștere a exporturilor va fi o reducere a ponderii în PIB a deficitului comercial pe parcursul orizontului de proiecție.

1.4. Riscuri și incertitudini asociate proiecției

Pe parcursul perioadei de prognoză există riscul materializării unor evenimente care ar putea provoca abaterea inflației de la traiectoria corespunzătoare scenariului de bază curent. Principalele scenarii de risc sunt:

- continuarea devansării creșterii productivității muncii de către creșterile salariale reale;
- continuarea deprecierii monedei naționale ca urmare a persistenței turbulențelor de pe piețele internaționale;
- implementarea unei politici bugetare mai laxă decât cea asumată;
- realizarea unei producții agricole bune.

Creșterile salariale în termeni reali în exces față de creșterea productivității muncii pot alimenta presiunile inflaționiste prin canalul costurilor firmelor. În condițiile unui deficit de forță de muncă precum cel existent în România în anumite sectoare, angajații actuali și potențiali au putere crescută de negociere. Presiunile exercitate de oferta insuficientă de pe piața muncii, mai ales în cazul în care ar fi alimentate și de o politică laxă a veniturilor în sectorul public⁷¹, îi pot forța pe angajatori să acorde salarii pe care aceștia nu și le pot permite fără a majora și prețul bunurilor sau serviciilor comercializate. Continuarea acestui proces ar putea degenera într-o spirală salarii-inflație în care salariații încearcă menținerea veniturilor reale la un nivel cel puțin constant prin exercitarea de presiuni de creștere a salariului nominal, iar angajatorii generează inflație prin creșterea prețurilor. Acest fenomen ar putea fi potențat de deteriorarea așteptărilor inflaționiste și, la rândul său, ar contribui la adâncirea decalajului dintre inflația anticipată și țintă.

Mediul investițional incert pe plan internațional generează potențialul unei evoluții a cursului de schimb al leului care să

⁷¹ Cu potențial de a determina un efect de contagiune asupra salariilor din sectorul privat.

devieze de la ipotezele proiecției de bază. Eventuala agravare a comprimării lichidității pe piețele internaționale s-ar putea reflecta într-o reducere corespunzătoare a intrărilor de capital în România, cu efect semnificativ de depreciere a leului. Deși este improbabilă o creștere a cursului de schimb de dimensiuni care să producă dezechilibre majore la nivelul sistemului financiar, o astfel de evoluție ar exercita o influență defavorabilă înscrierii inflației pe traiectoria prognozată. O asemenea evoluție a cursului de schimb ar putea avea însă efecte adverse asupra avuției nete a agenților economici cu un profil al pasivelor financiare dominat de instrumente cu scadență pe termen scurt, denuminate în valute ce ar putea fi direct afectate de riscul valutar. Aceasta ar exercita un efect restrictiv asupra cererii agregate și ar atenua consecințele inflaționiste ale deprecierei, însă magnitudinea impactului net al acesteia este dificil de anticipat.

Principalul risc provenit din partea politicii bugetare este cel al neîncadrării în parametrii ultimei rectificări a deficitului bugetar, îndeosebi prin creșterea cheltuielilor peste cele programate. Efectuarea unor cheltuieli publice neprogramate, precum cele din anii anteriori (creșterea salariilor din sectorul public, plata unor prime), ar aduce un impuls stimulat suplimentar cererii agregate și presiunilor inflaționiste. De asemenea, continuarea practicii cu privire la redirectionarea cheltuielilor destinate investițiilor către cheltuieli curente constituie un factor de risc. Cele din urmă sunt de regulă greu reversibile din considerente politice și nu lasă loc unei eventuale restrângeri bugetare. Riscul relaxării politicii bugetare față de țintele programate este cu atât mai relevant cu cât anii 2008 și 2009 sunt ani electorali.

Ca o considerație generală, merită subliniat faptul că, în comparație cu trecutul apropiat, materializarea acestor riscuri ar avea loc într-un context intern și internațional tensionat. Relaxarea fiscală care în anii anteriori a permis absorbția unor șocuri de cost de către agenții economici fără ca acestea să aibă un impact major asupra inflației și-a epuizat efectul. Este probabil ca abundenta finanțare externă de care a beneficiat economia României în ultimii ani să fie în continuare accesibilă, cel puțin pentru o perioadă, dar la costuri mai mari. În aceste condiții, oricare dintre riscurile menționate mai sus ar putea avea consecințe substanțiale.

Pe de altă parte, analiza naturii riscurilor de abatere în sus a inflației de la traiectoria prognozată relevă că probabilitatea de materializare a acestora poate fi sensibil micșorată de aplicarea unui set de politici macroeconomice ferme. Astfel, o politică austeră a veniturilor în sectorul public ar evita efectul de demonstrație asupra creșterii salariilor în sectorul privat, iar

limitarea deficitului bugetar ar slăbi presiunile inflaționiste din partea cererii agregate. În plus, rezistența factorilor de decizie macroeconomică la derapaje ale politicilor tocmai în cursul unei perioade cu calendar electoral încărcat ar putea determina creșterea încrederii investitorilor străini în perspectivele economiei românești, ceea ce ar atenua semnificativ riscurile de nesustenabilitate a poziției externe. Chiar în condițiile menținerii tensiunilor pe piețele financiare internaționale, identificarea economiei românești drept alternativă investițională relativ favorabilă în rândul economiilor emergente ar putea elimina sau chiar inversa sensul riscurilor generate de evoluția cursului de schimb. Într-o astfel de situație, menținerea unui ritm susținut al influxurilor de capital, în special a celor pe termen mediu și lung, poate genera reluarea unei tendințe moderate și sustenabile de apreciere a monedei naționale, ce ar urma să plaseze inflația, *ceteris paribus*, pe o traiectorie inferioară celei din scenariul de bază al proiecției.

În rândul altor circumstanțe care ar putea conduce la o inflație semnificativ inferioară celei prognozate, posibilitatea înregistrării unui an agricol bun este cea mai relevantă. Accentuată fiind și de un efect de bază favorabil, creșterea producției agricole cu mult peste așteptări (proiecția actuală încorporează ipoteza unui an agricol mediu în 2008) ar avea efecte sensibile la nivelul prețurilor alimentelor (a căror pondere în coșul de consum le face să fie extrem de importante pentru întregul indice de prețuri). În plus, influența favorabilă asupra prețurilor s-ar amplifica prin efectul de temperare a anticipațiilor inflaționiste.

Un risc comun tuturor proiecțiilor de până acum este cel referitor la evoluția prețurilor administrate, dată fiind modificarea repetată a calendarului de ajustare a acestora. În orizontul proiecției curente, principala incertitudine provine din faptul că unele majorări de prețuri administrate necesare alinierii acestora la nivelurile convenite cu Uniunea Europeană au fost, din diverse considerente, amânate, iar această rămânere în urmă relativ la calendarul stabilit va trebui recuperată. Având în vedere ponderea deținută de bunurile cu prețuri administrate în coșul total al bunurilor de consum, materializarea unei ajustări a acestor prețuri divergentă față de ipotezele scenariului de bază ar fi, astfel, de natură să plaseze inflația pe o traiectorie superioară celei prognozate.

Un alt risc care poate abate inflația de la traiectoria proiectată este legat de dinamica prețurilor combustibililor. Deși sunt posibile abateri în ambele sensuri ale acestor prețuri de la coordonatele scenariului de bază, o probabilitate mai mare este asociată riscurilor unor abateri nefavorabile în cadrul orizontului actual al prognozei. În acest sens, perpetuarea și în

perioadele viitoare a tensiunilor la nivelul ofertei globale de produse petroliere, în condițiile unei cereri anticipate a se menține la cote ridicate, ar fi de natură să exacerbeze creșterea prețului petrolului, acesta putându-se abate semnificativ de la valoarea de 100 de dolari/baril din scenariul de bază.

2. Evaluarea de politică monetară

În condițiile prelungirii efectelor inflaționiste directe ale șocurilor de natura ofertei și costurilor, precum și ale manifestării și amplificării influențelor propagate ale acestora, inflația a continuat să se accelereze pe parcursul primului trimestru al anului 2008; nivelul atins de rata anuală a inflației la sfârșitul intervalului – de 8,63 la sută – a fost cu 2,06 puncte procentuale superior celui consemnat în decembrie 2007, acesta depășind, astfel, sensibil limita superioară a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație stabilite pentru acest an. Alături de creșterea amplă a dinamicii prețurilor volatile, precum și de accentuarea deprecierii leului în raport cu euro, o contribuție semnificativă la majorarea indicelui prețurilor de consum a adus-o ajustarea unor prețuri administrate, care a redevenit în acest interval un important factor inflaționist. Accelerarea inflației a fost impulsionată și de creșterea consistentă a ratei anuale a inflației CORE2, care, pe lângă persistența presiunilor cererii, a reflectat și impactul unor șocuri ale ofertei, evidențiat în principal de majorarea substanțială consemnată de prețurile produselor agroalimentare; sensibilitatea ridicată a componentei de bază a inflației față de comportamentul acestei categorii de prețuri are ca explicație ponderea neobișnuit de mare deținută de aceasta în coșul de consum ce corespunde definiției CORE2.

Proiecția actualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu pune în evidență continuarea tendinței de înrăutățire a perspectivei inflației, dar într-un ritm mai lent și de mai scurtă durată, comparativ cu cea relevată în cadrul exercițiului anterior de prognoză. Astfel, noua ajustare ascendentă pe care o suferă traiectoria ratei anuale proiectate a inflației față de *pattern*-ul anticipat în februarie are o magnitudine inferioară celei precedente și se rezumă doar la prima parte a orizontului de proiecție. Pe deasupra, decelerarea așteptată a inflației în a doua parte a acestui orizont este mai rapidă, valorile previzionate ale ritmului anual de creștere a prețurilor de consum coborând chiar sub nivelurile rezultate în proiecția precedentă; ele revin, însă, în interiorul intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație doar în al doilea trimestru al anului 2009 – evoluție similară prognozei anterioare.

În acest context, un motiv serios de preocupare pentru banca centrală îl constituie creșterea față de exercițiul anterior a amplitudinii prognozate a puseului inflaționist din primele trei trimestre ale anului 2008, precum și prelungirea dincolo de anul 2008 a perioadei în care rata anuală proiectată a inflației se plasează deasupra limitei superioare a intervalului de variație asociat punctului central al țintei de inflație. Cu toate că o asemenea accelerare a inflației este un fenomen temporar, datorându-se în principal acțiunii factorilor aflați în afara sferei de influență a politicii monetare – majorările de prețuri ale produselor alimentare și combustibililor, precum și ajustările de prețuri administrate –, aceasta induce riscul continuării deteriorării anticipațiilor inflaționiste și, implicit, al comportamentului de stabilire a prețurilor și salariilor pe termen mai îndelungat. Riscul este agravat în conjunctura actuală de (i) potențiala conservare a caracterului lax al politicii veniturilor implementate de autorități și de (ii) menținerea gradului ridicat de încordare a pieței muncii, cu toate că acumularea în perioada anterioară a unei creșteri substanțiale a costului unitar cu forța de muncă ar putea determina unele companii să manifeste reticență față de majorarea în continuare a salariilor. Necesitatea contracarării acestui risc solicită o creștere suplimentară a restrictivității politicii ratei dobânzii, care, prin efectul ei de semnal, să ancoreze așteptările inflaționiste la valori compatibile cu ținta de inflație pe termen mediu.

Continuarea întăririi politicii monetare și menținerea pentru o perioadă mai îndelungată a restrictivității accentuate a acesteia este reclamată și de creșterea față de proiecția anterioară a amplitudinii și duratei prognozate a deviației pozitive a PIB de la nivelul său potențial, ce induce riscul intensificării și creșterii persistenței presiunilor inflaționiste ale cererii de-a lungul celei mai mari părți a orizontului proiecției. Principalele premise și resorturi ale producerii unei noi amânări a eliminării excedentului de cerere agregată sunt: (i) creșterea peste așteptări a dinamicii anuale a PIB în trimestrul IV 2007; (ii) scăderea relativă a gradului de restrictivitate a condițiilor monetare curente, în special datorită continuării creșterii cursului de schimb real efectiv al leului, dar și ca urmare a reducerii marjei reale a ratei dobânzii de politică monetară, în pofida majorărilor operate de BNR asupra acesteia în intervalul octombrie 2007 - martie 2008; (iii) decalajul de timp necesar transmiterii eficace a impactului întăririi atitudinii politicii monetare presupuse de prognoza pe termen mediu.

Din perspectiva evoluțiilor recente, este posibil ca o contribuție semnificativă la prelungirea deviației pozitive a PIB să o aducă în următoarele trimestre restrângerea relativă a soldului negativ al exportului net, susținută deopotrivă de accelerarea creșterii exporturilor și de scăderea dinamicii importurilor. Dată fiind

durata prea scurtă de timp parcursă din momentul producerii inflexiunii la nivelul ritmurilor de creștere a celor două componente ale balanței comerciale, sustenabilitatea dinamicii mai înalte a exporturilor este deocamdată incertă. Un semn de întrebare suplimentar la adresa acestui fenomen îl constituie magnitudinea potențialului impact pe care încetinirea creșterii economice în statele UE îl va exercita asupra cererii externe adresate economiei românești; deși puțin probabilă, o eventuală creștere peste așteptări a acestui impact ar putea reduce valoarea și durata deviației pozitive a PIB.

Probabilitatea ca performanțele pozitive ale exporturilor să continue în perioada următoare crește însă în ipoteza în care revirimentul acestora este consecința intrării în funcțiune a unor noi capacități a căror producție este destinată cu prioritate pieței externe; această ipoteză pare a fi susținută de creșterea semnificativă în 2007 a stocului de investiții directe, numărul companiilor cu capital străin înființate în România crescând în acest an cu 23 la sută comparativ cu 2006. În aceste condiții, un argument adițional în favoarea posibilei consolidări a robusteții exporturilor este perspectiva evasincertă a inițierii sau finalizării unor noi investiții străine deja demarate, inclusiv a celor realizate în activități conexe industriilor care au beneficiat de aportul inițial de capital străin.

În ceea ce privește importurile, este de așteptat ca potențiala temperare a creșterii acestora să fie mai degrabă rezultanta relativei scăderi a dinamicii cererii interne⁷², respectiv a celei a consumului privat, decât cea a efectului de substituție generat de deprecierea monedei naționale. Intensitatea acțiunii unor factori potențiali inhibitori ai cererii de consum al populației ar putea chiar depăși așteptările. Un asemenea efect ar putea fi exercitat de scăderea dinamicii venitului disponibil real al populației – în principal pe seama accelerării creșterii prețurilor bunurilor alimentare, ale combustibililor și a ajustării unor prețuri administrate, dar și a încetinerii creșterii remiterilor din străinătate – precum și de producerea pe acest fond a unei deteriorări sensibile a așteptărilor privind perspectiva acestui venit.

Intensitatea cererii de consum ar putea fi slăbită și de creșterea serviciului datoriei bancare în lei și în valută deținute de populație, ca urmare a deprecierei substanțiale acumulate de moneda națională în raport cu euro, precum și a majorării progresive a ratelor dobânzilor aferente creditelor de consum – ca reacție, deocamdată incompletă, la majorările succesive operate asupra ratei dobânzii de politică monetară. Este de

⁷² Exceptând efectul de bază, inclusiv de natură statistică, generat de aderarea României la UE.

așteptat ca un efect similar să producă și o eventuală continuare a tendinței de ajustare ascendentă a ratelor dobânzilor aferente creditelor în euro, pe fondul înăsprii de către băncile-mamă a condițiilor și termenelor atașate fondurilor furnizate instituțiilor de credit autohtone. Un indiciu al posibilei apariții a constrângerilor de lichiditate la nivelul populației îl constituie scăderea începând cu luna decembrie a dinamicii anuale reale a depozitelor bancare ale persoanelor fizice. Acest fond, coroborat cu atenuarea optimismului privind veniturile viitoare ale populației, ar putea conduce și la o temperare a cererii de împrumuturi a acestei categorii de clienți ai băncilor.

La rândul ei, oferta de credite destinate populației ar putea resimți efectul restrictiv exercitat de: (i) accesul mai dificil sau mai costisitor al instituțiilor de credit, atât la fonduri în valută, cât și la resurse în lei – dat fiind procesul de restrângere continuă a excedentului structural de lichiditate din sistemul bancar; (ii) majorarea provizioanelor constituite pentru creditele în valută destinate debitorilor expuși riscului valutar – impusă prin măsura recent implementată de banca centrală; precum și de (iii) restrângerea gradului și sferei de eligibilitate a potențialilor împrumutați ca urmare a scăderii relative a capacității de îndatorare a populației pe fondul încetării creșterii venitului disponibil real al acesteia.

Data fiind însă iminenta demarare a derulării calendarului electoral încărcat, există riscul ca prezumatul efect contracționist pe care-l va recepta dinamica cererii de consum al populației sub acțiunea factorilor anterior menționați să fie în mare parte neutralizat de efectul expansionist al relativei relaxări a politicii fiscale. Astfel, frânarea scăderii dinamicii consumului privat ar putea decurge atât din accentuarea caracterului prociclic al acestei politici – în pofida recente rectificări descrescătoare a deficitului fiscal programat – cât și din majorarea ponderii cheltuielilor de natura salariilor și a celor sociale.

La rândul ei, imprimarea unei atitudini laxe politicii veniturilor în sectorul bugetar ar induce riscul manifestării și extinderii efectului de demonstrație exercitat de aceasta asupra salariilor din sectorul privat; în actualul context, efectul ar fi catalizat de creșterea gradului de încordare a pieței muncii și de posibila exacerbare a revendicărilor salariale, inclusiv ca reflexie a potențialei deteriorări a anticipațiilor inflaționiste. Pe lângă impulsul stimulat pe care l-ar da cererii de consum, menținerea dinamicii reale a veniturilor salariale la niveluri apropiate de cele consemnate în anul anterior ar fi de natură să perpetueze ecartul nefavorabil dintre aceasta și creșterea productivității muncii și, implicit, să sporească presiunile asupra costurilor companiilor; unei asemenea dezvoltări i s-ar asocia

riscul scăderii competitivității externe, precum și cel al declanșării unei periculoase spirale salarii-inflație, în ipoteza în care posibila înrăutățire a situației financiare a companiilor i-ar determina pe angajatori să recurgă la transferarea asupra prețurilor a majorării costurilor salariale.

În schimb, riscul ca evoluția și comportamentul cursului de schimb al leului să alimenteze în continuare consistent inflația și așteptările inflaționiste pare a se fi diminuat substanțial în ultima perioadă, dar sustenabilitatea acestei evoluții este deocamdată incertă. În ipoteza în care ar fi consecința refacerii apetitului pentru risc al investitorilor financiari și/sau a ameliorării percepției acestora asupra perspectivei economiei românești, tendința de apreciere a leului ce a început să se evidențieze recent s-ar putea prelungi. Creșterea în continuare a diferențialului ratelor dobânzilor față de piețele internaționale ar putea chiar să accentueze această tendință, în măsura în care atitudinea investitorilor financiari față de piața autohtonă nu ar mai fi perturbată de repetarea episoadelor de creștere a tensiunii și incertitudinii pe piețele monetare și financiare internaționale, sau de schimbări nefavorabile ale evoluției fundamentelor economice interne, inclusiv ale conduitei politicilor economice.

Într-un asemenea context, reinscrierea sustenabilă și cu costuri minime a ratei inflației pe traiectoria compatibilă cu atingerea țintei pe termen mediu se poate realiza doar prin creșterea coerenței întregului set de politici economice, care pe lângă imprimarea restrictivității adecvate politicii monetare presupune întărirea considerabilă a politicii fiscale, creșterea prudenței politicii veniturilor, precum și intensificarea reformelor structurale, în special a celor destinate pieței muncii – esențiale pentru atenuarea efectelor inflaționiste ale factorilor ofertei. În schimb, încercarea de a elimina rapid abaterea inflației de la ținta anului 2008 și de a preveni o inflamare excesivă a anticipațiilor doar prin întărirea puternică a politicii monetare ar genera riscul destabilizării sistemului financiar și costuri substanțiale în termenii creșterii economice; pe deasupra, aceasta ar fi ineficace pe termen scurt, dat fiind decalajul de timp necesar transmiterii impulsurilor politicii monetare asupra inflației.

Având în vedere perspectiva nefavorabilă a inflației din prima parte a orizontului de prognoză, precum și persistența și predominanța riscurilor în sensul accelerării inflației, Consiliul de administrație al BNR a decis majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 9,75 la sută, precum și continuarea gestionării ferme a lichidității de pe piața monetară prin intermediul operațiunilor de piață. Totodată, în scopul consolidării restrictivității condițiilor monetare în sens larg, ratele rezervelor minime

obligatorii aplicabile pasivelor în lei și celor în valută ale instituțiilor de credit au fost menținute la nivelurile de 20 la sută și, respectiv, de 40 la sută. Consiliul de administrație al BNR a reafirmat în acest context faptul că implementarea unui ansamblu coerent de politici macroeconomice, precum și accelerarea reformelor structurale sunt esențiale pentru aducerea pe parcursul anului 2009 a ratei anuale a inflației pe o traiectorie compatibilă cu atingerea țintei de inflație pe termen mediu.

În același timp, pentru a crește eficacitatea gestionării de către banca centrală a condițiilor lichidității de pe piața monetară și, implicit, a influenței exercitate de instrumentele de politică monetară asupra ratelor dobânzilor pe termen scurt de pe această piață, Consiliul de administrație al BNR a decis să reducă scadența operațiunilor standard de atragere de depozite de la două săptămâni la o săptămână. Totodată, în scopul ameliorării transmiterii semnalelor de politică monetară și al reducerii amplitudinii fluctuațiilor ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară, s-a decis imprimarea unui caracter simetric coridorului format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară și restrângerea amplitudinii acestuia la valoarea de ± 4 puncte procentuale; prin urmare, rata dobânzii pentru facilitatea de depozit, precum și rata dobânzii pentru facilitatea de creditare (Lombard) au fost majorate de la 2 la sută la 5,75 la sută și, respectiv, de la 12 la sută la 13,75 la sută, concomitent fiind majorată rata dobânzii penalizatoare pentru deficitul de rezerve minime obligatorii constituite în lei, de la 18 la sută la 20,5 la sută. Ambele modificări aduse instrumentelor de politică monetară fac parte din procesul de armonizare graduală a cadrului operațional al Băncii Naționale a României cu cel al Băncii Centrale Europene.