

BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

MUGUR ISĂRESCU

Guvernator



19.02.2008
B.P.

Domnului BOGDAN OLTEANU

Președintele Camerei Deputaților

Nr. XIII/G/21/11 februarie 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*.

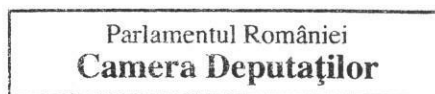
Am plăcerea să vă înaintez, spre informare, Raportul trimestrial asupra inflației – februarie 2008, cu mențiunea că prezentarea publică a acestuia s-a realizat în cadrul unei conferințe de presă.

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al Băncii Naționale a României din data de 4 februarie 2008.

Cu stimă,

MUGUR ISĂRESCU

Guvernator



B.P. Nr. 175 din 19.02.2008



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

Februarie 2008

anul III, nr. 11

Serie nouă

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 1 februarie 2008 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 4 februarie 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	Agenția 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
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
1W	O săptămână
12M	12 luni

Cuprins

I. SINTEZĂ.....	7
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI.....	11
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	15
1. Cererea și oferta	15
1.1. Cererea.....	15
1.2. Oferta.....	22
2. Piața muncii	22
2.1. Forța de muncă	23
2.2. Venituri.....	24
3. Prețurile de import și prețurile de producție.....	25
3.1. Prețurile de import.....	25
3.2. Prețurile de producție	26
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	29
1. Politica monetară	29
2. Piețe financiare și evoluții monetare	34
2.1. Ratele dobânzilor.....	34
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital.....	37
2.3. Moneda și creditul	40
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	45
1. Scenariul de bază al proiecției.....	46
1.1. Proiecția inflației	46
1.2. Presiuni exogene asupra inflației	48
1.3. Presiuni din partea cererii agregate.....	50
1.4. Riscuri și incertitudini asociate proiecției.....	55
2. Evaluarea de politică monetară	57

I. SINTEZĂ

În trimestrul IV 2007, rata anuală a inflației și-a continuat trendul ascendent temporar pe care s-a înscris la mijlocul anului, atingând în luna decembrie nivelul de 6,57 la sută. Majorarea cu 1,70 puncte procentuale a ritmului anual de creștere a prețurilor de consum față de finele anului 2006 s-a datorat cu precădere șocurilor exogene de natura ofertei – aflate în afara sferei de influență a politicii monetare – produse pe plan intern și pe piețele externe în semestrul II; magnitudinea șocurilor, precum și manifestarea simultană a acestora au plasat rata anuală a inflației deasupra limitei superioare a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei anuale de inflație (de 4 la sută), într-un context internațional, dar mai ales regional, marcat de evoluții similare ale inflației. Principalul determinant al reaccelerării în acest interval a inflației l-a constituit creșterea amplă a prețurilor unor produse agroalimentare – unele caracterizate prin cerere relativ inelastică și pondere însemnată în coșul de consum, inclusiv în definiția inflației CORE2 – datorată atât scăderii producției agricole interne sub impactul secetei, cât și majorării prețurilor produselor agroalimentare pe piețele externe. Acestei influențe i s-au alăturat efectul deprecierii substanțiale acumulate de moneda națională în raport cu valoarea puternic supraapreciată pe care a atins-o la mijlocul anului – corecție declanșată în contextul turbulențelor produse pe piețele financiare internaționale –, precum și cel al creșterii consistente a prețurilor combustibililor în trimestrul IV. Acțiunea inflaționistă a factorilor exogeni de natura ofertei a fost potențată de persistența excesului de cerere agregată, alimentat în principal de continuarea creșterii alerte a veniturilor populației, de prelungirea dinamicii înalte a creditului acordat sectorului privat, de expansiunea puternică a cheltuielilor bugetare în ultima parte a anului, precum și de anticipațiile inflaționiste generate de aceste evoluții.

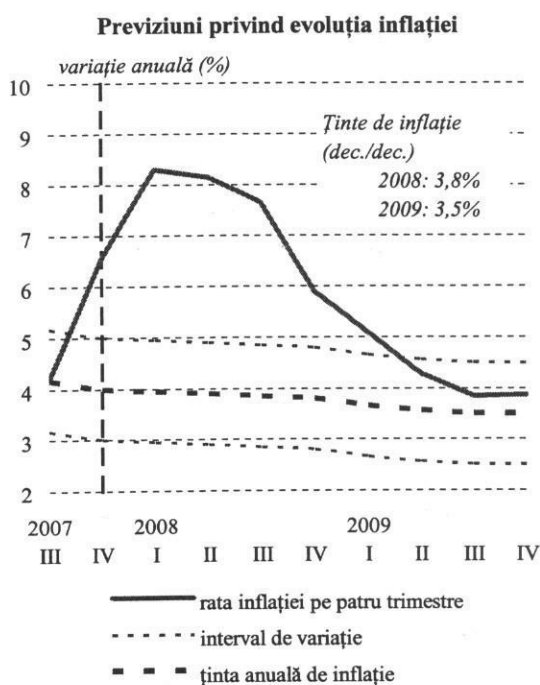
Intensitatea presiunilor cererii a fost întreținută de menținerea în trimestrul III a ritmului susținut al creșterii economice (5,7 la sută), precum și a dinamicii înalte a absorbției interne, în condițiile în care performanțele ofertei interne au continuat să fie advers afectate de scăderea producției agricole. În plus, deși dinamica consumului efectiv al gospodăriilor populației a înregistrat o scădere (8,2 la sută, cu 2,5 puncte procentuale sub nivelul din trimestrul II), aceasta a fost în cea mai mare parte consecința reculului autoconsumului, iar nevoia de compensare a acestuia a atras după sine o puternică majorare a dinamicii cumpărărilor de mărfuri (24 la sută), în special a celei a achizițiilor de bunuri alimentare. Investițiile și-au consolidat însă rolul de motor al creșterii PIB, înregistrând în acest interval o creștere anuală record (32,2 la sută), în condițiile în care tendinței de dinamizare a construcțiilor i s-a alăturat o amplificare a creșterii componentei utilajelor. Exportul net a continuat să acționeze în sensul frânării creșterii economice, însă contribuția sa negativă la dinamica PIB a fost inferioară celei din trimestrul II.

Continuarea accelerării creșterii prețurilor de consum, precum și înrăutățirea substanțială a perspectivei inflației pe termen scurt și mediu, în principal ca efect al acțiunii factorilor de natura ofertei, dar și al persistenței presiunilor ridicate ale cererii au determinat Consiliul de administrație al BNR să reinițieze trendul crescător al ratei dobânzii de politică monetară; nivelul acesteia a fost majorat în octombrie 2007 și ianuarie 2008 cu câte 0,5 puncte procentuale, atingând astfel valoarea de 8,0 la sută. Reacția fermă a băncii centrale a mai avut ca justificare amplificarea riscurilor inflaționiste, în special a celor induse de perspectiva continuării creșterii alerte a salariilor insuficient susținută de sporuri de productivitate și de riscul majorării cheltuielilor bugetare în perioada electorală, precum și de potențiala înrăutățire a anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici și ale populației în ipoteza prelungirii abaterii ratei anuale a inflației de la țintă de-a lungul mai multor trimestre. Pentru a potența impactul

deciziilor referitoare la rata dobânzii, banca centrală a continuat să exercite un control ferm al lichidității pe piața monetară internă, implementarea acestuia necesitând eforturi suplimentare din partea BNR, în condițiile în care spre sfârșitul anului Trezoreria a efectuat injecții masive de lichiditate; intensificarea operațiunilor de sterilizare a excedentului de lichiditate a avut ca efect reducerea treptată a ecartului dintre randamentele pieței monetare interbancare și rata dobânzii de politică monetară, cu consecința transmiterii ameliorate a semnalului de politică monetară. Totodată, având în vedere dinamica ridicată a creditului acordat sectorului privat și perspectiva persistenței acesteia, Consiliul de administrație al BNR a menținut ratele rezervelor minime obligatorii la nivelul de 20 la sută pentru pasivele constituite în moneda națională¹ și, respectiv, la 40 la sută pentru pasivele denumite în valută.

Prin comparație cu prognoza anterioară, în scenariul de bază al actualei prognoze a evoluțiilor macroeconomice, rata anuală a inflației se plasează pe o traiectorie sensibil mai ridicată de-a lungul întregului orizont de proiecție; rata proiectată atinge în luna decembrie 2008 nivelul de 5,9 la sută (cu 1,6 puncte procentuale peste valoarea previzionată în cadrul *Raportului asupra inflației* din luna noiembrie 2007), iar la finele anului 2009 valoarea de 3,9 la sută. Revizuirea ascendentă a prognozei ritmului de creștere a prețurilor de consum este cu precădere rezultanta accelerării inflației la finele anului trecut, precum și a creșterii proiectate a amplitudinii și/sau a duratei de manifestare a efectelor șocurilor exogene negative (seceta din 2007, creșterea prețurilor produselor alimentare și ale combustibililor pe piețele externe, majorări de prețuri administrate). Preluând aceste influențe, precum și impactul (i) repoziționării din ultimele luni a cursului de schimb al leului la valori mai mari comparativ cu proiecția precedentă 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 a inflației CORE2 se înscrie la rândul ei pe o traiectorie superioară celei proiectate anterior.

Trendul ascendent al ratei anuale proiectate a inflației continuă în trimestrul I 2008, după care sunt așteptate reluarea procesului dezinflației și accelerarea acestuia spre sfârșitul anului curent. Rata anuală proiectată a inflației se situează temporar deasupra limitei superioare a intervalului de variație ce încadrează ținta anuală de inflație; această configurație se prelungește până în primul trimestru al anului 2009, datorită amplitudinii șocurilor inflaționiste, precum și decalajului inerent transmiterii eficace a efectului creșterii restrictivității condițiilor monetare în sens larg presupuse de prognoză. Ritmul anual așteptat de creștere a prețurilor de consum revine ulterior pe traiectoria compatibilă cu atingerea țintei de inflație pe termen mediu, orizont la nivelul căruia devine vizibilă eficacitatea instrumentelor politicii monetare. Resorturile scăderii inflației prognozate în a doua jumătate a intervalului de prognoză sunt impactul restrictivității crescute a condițiilor monetare



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

¹ Cu scadență reziduală mai mică de 2 ani.

reale asupra cererii agregate, epuizarea efectelor negative ale secetei din anul 2007 odată cu obținerea în 2008 a noii recolte agricole, precum și temperarea anticipațiilor inflaționiste pe măsura reluării și consolidării procesului dezinflației.

Natura riscurilor și incertitudinilor asociate actualei proiecții a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu este în linii mari similară celei din exercițiul anterior de prognoză. O eventuală materializare a acestora ar putea avea însă consecințe mai severe în contextul economic și financiar global actual, marcat de tensiuni și incertitudini majore.

Principalul risc din perspectiva concretizării prognozei inflației continuă să îl reprezinte menținerea dinamicii excesive a salariilor în raport cu cea a productivității muncii. Pe lângă faptul că adâncește decalajul dintre cererea și oferta internă, potențiala prelungire sau chiar agravare a decorelării salarii-productivitate are capacitatea de a spori presiunile asupra costurilor companiilor, inducând riscul scăderii competitivității externe, dar mai ales pe cel al declanșării unei periculoase spirale salarii-inflație. În actualul context, riscul unei asemenea dezvoltări este amplificat, pe de o parte, de posibila exacerbare a revendicărilor salariale ca reflectare a potențialei deteriorări a anticipațiilor inflaționiste, dar și a manifestării efectelor de demonstrație ale caracterului lax al politicii veniturilor din sectorul public; pe de altă parte, probabilitatea ca revendicările să fie acceptate de către angajatori și ca aceștia să transfere parțial sau total majorările de costuri unitare salariale asupra prețurilor este potențată de gradul ridicat de încordare a pieței muncii, precum și de posibila înrăutățire a situației financiare a companiilor, în principal ca urmare a creșterii în perioadele anterioare a salariilor într-un ritm superior dinamicii productivității, precum și a deprecierei leului.

Un alt risc identificat în actualul context îl constituie potențiala accentuare a caracterului expansionist al politicii fiscale comparativ cu ipotezele prognozei, de natură să amplifice impulsul stimulat dat cererii agregate și presiunilor inflaționiste. Relativa relaxare a politicii fiscale ar putea decurge din continuarea efectuării unor cheltuieli publice neprogramate, precum cele din anii anteriori (creșterea salariilor din sectorul public, plata unor prime), dar și din nerealizarea previziunilor referitoare la dinamica veniturilor bugetare. Pe deasupra, dat fiind marcajul electoral al anilor 2008 și 2009, este posibil ca structura cheltuielilor publice să sufere o relativă deteriorare calitativă, concretizată în sporirea față de program a ponderii cheltuielilor curente – ce dețin un potențial inflaționist ridicat – în detrimentul celei deținute de resursele alocate investițiilor.

În schimb, o evoluție care ar putea acționa în sensul scăderii ratei anuale a inflației sub nivelurile proiectate o constituie înregistrarea unui an agricol foarte bun. Încorporând și efectul de bază favorabil, dinamizarea cu mult peste așteptări a producției agricole (proiecția actuală are ca ipoteză o performanță medie a anului agricol 2008) ar exercita efecte semnificative asupra prețurilor alimentelor, ameliorând semnificativ anticipațiile inflaționiste.

O relativă înrăutățire a anticipațiilor inflaționiste în comparație cu ipotezele prognozei ar mai putea fi provocată de prelungirea în lunile recente a trendului de depreciere a leului în raport cu principalele monede, de creșterea volatilității cursului de schimb, dar și de menținerea incertitudinilor privind evoluția acestuia pe termen scurt. Un efect similar ar putea fi exercitat de prelungirea dincolo de anul 2008 a perioadei în care rata anuală proiectată a inflației se situează deasupra limitei superioare a intervalului de variație din jurul țintei. Riscul ca anticipațiile inflaționiste să manifeste o senzitivitate ridicată față de această evoluție este potențat de istoria scurtă a inflației scăzute în economia românească, precum și a celei de implementare a politicii monetare în contextul strategiei de țintire directă a inflației.

Într-un asemenea context, evitarea, cu costuri minime, a unei dezancorări semnificative a așteptărilor inflaționiste, care la rândul ei să permită revenirea 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 continuarea accentuării caracterului restrictiv al politicii monetare presupune întărirea considerabilă a politicii fiscale, 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 inflaționiste doar prin întărirea abruptă a politicii monetare ar genera riscuri și costuri suplimentare, cu precădere asupra stabilității sistemului financiar; pe deasupra, aceasta ar fi ineficace pe termen scurt, date fiind decalajul de timp necesar transmiterii impulsurilor politicii monetare asupra inflației, precum și posibila alimentare substanțială suplimentară a cererii agregate de către accelerarea creditării în valută.

BNR reiterează că urmărește utilizarea tuturor instrumentelor aflate la dispoziția sa pentru reîncadrarea cât mai rapidă, de o manieră sustenabilă, pe traiectoria anunțată de dezinflație pe termen mediu, strategia de gestionare a riscurilor în formularea și implementarea politicii monetare impunând atingerea țințelor de inflație conform traiectoriei pe termen mediu anunțate, în condițiile conservării principalelor echilibre macroeconomice și ale evitării adâncirii dezechilibrelor existente. În contextul în care preocuparea principală a BNR rămâne ancorarea eficientă a anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici la niveluri scăzute ale inflației, este esențial ca plasarea temporară a ratei anuale a inflației prognozate în afara intervalului de variație să nu genereze relaxări ale politicilor salarială și fiscală.

Din această perspectivă și având în vedere necesitatea de adecvare proactivă a condițiilor monetare în sens larg la creșterea anticipată a inflației în următoarea perioadă, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 4 februarie 2008 majorarea cu 1 punct procentual a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 9 la sută, precum și continuarea gestionării ferme a lichidității de pe piața monetară prin intermediul operațiunilor de piață. Totodată, având în vedere creșterea rapidă a creditului neguvernamental sub raportul tuturor componentelor sale, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea nivelului actual al ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit și adoptarea unor măsuri prudențiale suplimentare prin majorarea coeficienților de provizionare pentru creditele în valută destinate debitorilor expuși riscului valutar, precum și extinderea acestor prevederi la nivelul instituțiilor financiare nebankare.

Consiliul de administrație al BNR a reafirmat în acest context hotărârea sa de a orienta ferm politica monetară în direcția ancorării sustenabile a anticipațiilor inflaționiste la niveluri compatibile cu țințele de inflație pe termen mediu anunțate, dar în același timp și necesitatea ca această orientare să fie sprijinită printr-o întărire a celorlalte componente ale *mix*-ului de politici macroeconomice, precum și prin accelerarea reformelor structurale.

II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

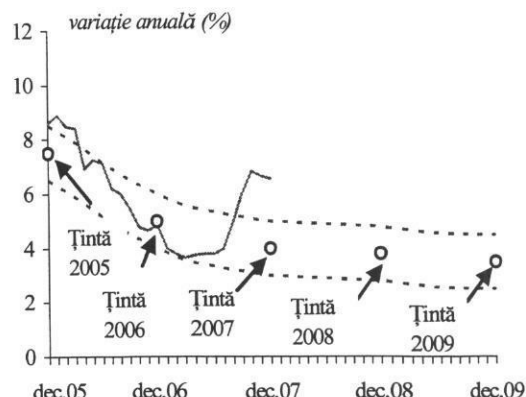
Pe parcursul trimestrului IV 2007, rata anuală a inflației și-a accentuat deviația față de traiectoria descendentă corespunzătoare țintei de 4 la sută +/-1 punct procentual, atingând la sfârșitul anului nivelul de 6,57 la sută (superior cu 0,54 puncte procentuale celui consemnat în luna septembrie). Similar trimestrului anterior, deficitul de ofertă pe segmentul produselor agroalimentare (unele dintre acestea caracterizându-se prin ponderi importante în coșul de consum și o relativă inelasticitate a cererii față de preț) și tendința de depreciere a monedei naționale au fost principalii determinanți ai acestei evoluții, la care s-a adăugat influența nefavorabilă a creșterii prețurilor combustibililor. Transmiterea acestor șocuri din partea ofertei în prețurile de consum a fost acomodată de persistența cererii excedentare, susținută de continuarea creșterii alerte a câștigurilor salariale și de expansiunea puternică a cheltuielilor bugetare. O contribuție suplimentară la alimentarea acestor presiuni a revenit deteriorării anticipațiilor inflaționiste. În aceste condiții, inflația CORE2 și-a menținut tendința de majorare, vizibilă începând cu luna august 2007.

Principal factor de presiune în semestrul II 2007, prețurile volatile au înregistrat la finele acestuia o dinamică anuală aproape dublă față de rata inflației, ca urmare a persistenței efectelor adverse induse de scăderea producției de legume și fructe (în pofida unor evoluții curente favorabile în cazul fructelor în lunile octombrie-decembrie, ritmul anual aferent prețurilor celor două subgrupe s-a situat la aproape 23 la sută). Totuși, comparativ cu sfârșitul trimestrului III, tensiunile de pe segmentul produselor alimentare cu prețuri volatile au slăbit în intensitate², explicația accelerării de ritm observate la nivelul întregii grupe a prețurilor volatile (circa 2 puncte procentuale) fiind oferită practic integral de componenta combustibililor, corelată cu majorările produse pe piața internațională a țițeiului.

Contrar tendințelor predominante în cazul majorității grupelor de bunuri și servicii, prețurile administrate și-au diminuat contribuția la rata inflației, îndeosebi datorită unui efect de bază favorabil, determinat de stabilitatea prețului energiei electrice și de ajustările de mai mică amploare (față de aceeași perioadă a anului anterior) aplicate prețurilor energiei termice, gazelor naturale și serviciilor de apă, canal și salubritate. Acest efect a contrabalansat impactul deprecierei monedei naționale față de

² Datorită unui pronunțat efect de bază observat în cazul ouălor (decelerare a ratei anuale de aproape 30 de puncte procentuale) – în încercarea de a recupera o parte din pierderile generate de gripa aviară, spre finele anului 2006, producătorii au operat succesiv majorări consistente de prețuri.

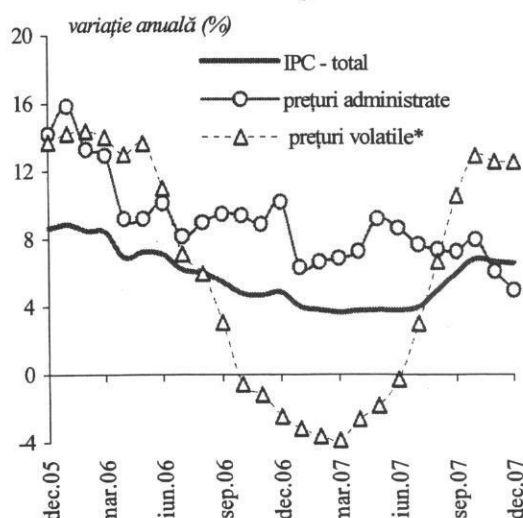
Evoluția inflației



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

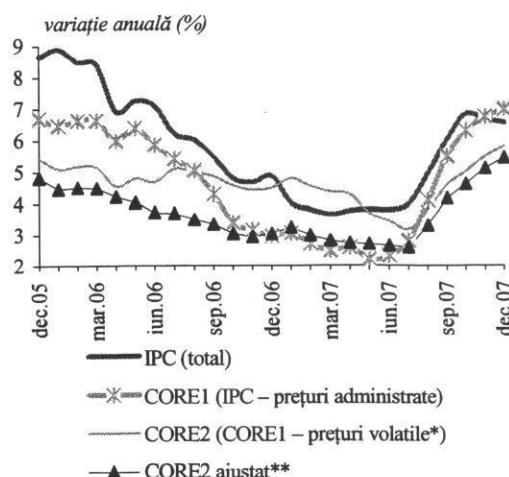
Sursa: INS, calcule BNR

Rata inflației



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

Inflația totală și inflația de bază (CORE)



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

**) se elimină grupele: tutun și băuturi alcoolice

Sursa: INS, calcule BNR

Prețuri administrate versus prețuri libere

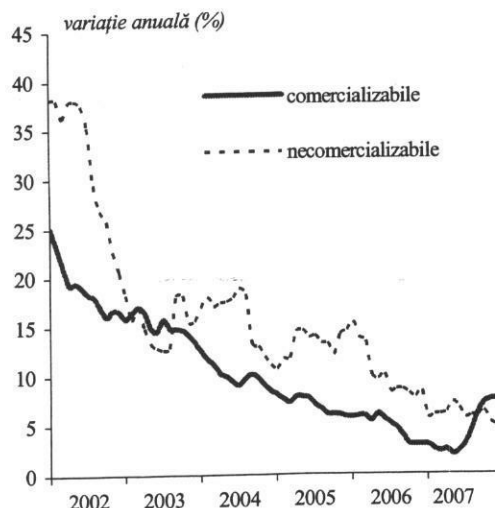
variație anuală (%); sfârșitul perioadei

	2006	2007				
	IV	I	II	III	IV	
Rata inflației	4,9	3,7	3,8	6,0	6,6	
Prețuri administrate*	10,2	6,9	8,7	7,3	5,0	
1. Mărfuri nealimentare*:	11,4	5,4	6,5	5,7	0,5	
energie electrică	6,6	4,6	9,0	9,0	4,2	
energie termică	18,4	20,8	20,8	20,8	5,8	
gaze naturale	33,6	10,0	6,3	4,7	0,0	
medicamente	-1,9	-4,8	-4,2	-5,7	-6,7	
2. Servicii*, din care:	8,1	9,5	12,5	10,2	13,2	
apă, canal, salubritate	21,4	20,5	14,6	14,1	12,0	
telefonie fixă	2,5	5,6	0,0	-5,1	3,4	
transport de călători						
pe calea ferată	13,2	23,7	29,8	37,2	27,4	
transport urban						
(de călători)	4,1	3,5	5,2	6,8	7,5	
Prețuri libere (CORE1)	3,0	2,5	2,3	5,5	7,0	
CORE2**	4,5	4,4	3,5	4,6	5,8	
CORE2 exclusiv tutun și						
băuturi alcoolice	3,0	2,8	2,7	4,2	5,5	
tutun și băuturi alcoolice	21,8	22,9	12,7	9,3	10,0	

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

Sursa: INS, calcule BNR

Prețurile bunurilor comercializabile și necomercializabile



Sursa: EUROSTAT, calcule BNR

euro asupra tarifelor serviciilor de telefonie fixă, astfel încât rata anuală de creștere a prețurilor administrate a coborât în decembrie 2007 la 5 la sută (-2,3 puncte procentuale comparativ cu sfârșitul trimestrului III).

Traectoria ascendentă observată la nivelul inflației CORE2 în trimestrul anterior a continuat și în perioada analizată, șocul negativ de ofertă asociat producției agricole, care a fost dublat de majorările semnificative de prețuri ale principalelor materii prime pe piețele internaționale de profil³, fiind resimțit nu doar la nivelul produselor cu prețuri volatile, ci și al unor mărfuri incluse în calculul inflației de bază (produse de morărit și panificație, ulei, produse lactate). În cazul producătorilor de ulei, o explicație suplimentară pentru scumpirea cu circa 44 la sută aplicată în cursul anului 2007 rezidă în intenția acestora de a recupera o parte din pierderile suferite în anii anteriori, în condițiile în care îngustarea cotelor deținute pe piața externă a condus la supraofertă internă și, prin urmare, la reduceri consecutive de prețuri.

Deși mai puțin evidente decât în cazul bunurilor alimentare, semnale nefavorabile pot fi decelate și în cazul mărfurilor nealimentare incluse în CORE2, la majoritatea subgrupelor observându-se intensificări de ritm (comparativ cu evoluțiile stabile sau chiar decelerările înregistrate în trimestrul III).

Dincolo de șocurile de natura ofertei – deficitul de produse agroalimentare, dar și majorarea câștigurilor salariale într-un ritm semnificativ mai rapid decât cel al productivității muncii –, la modificarea intervenită în comportamentul prețurilor mărfurilor (deopotrivă alimentare și nealimentare) a contribuit substanțial climatul permisiv creat de excesul de cerere, alimentat de continuarea creșterii alerte a veniturilor populației și de expansiunea puternică a cheltuielilor bugetare. În același sens au acționat deteriorarea anticipațiilor inflaționiste⁴ și accentuarea tendinței de depreciere a monedei naționale, chiar dacă aceasta din urmă a fost doar parțial preluată în prețurile de consum, posibil datorită incertitudinii operatorilor economici cu privire la persistența trendului. Un efect de atenuare a presiunilor asupra prețurilor au avut, de asemenea, extinderea promoțiilor în perioada premergătoare sărbătorilor de iarnă, pe fondul intensificării concurenței între marii operatori

³ A se vedea Caseta din Raportul asupra inflației, noiembrie 2007.

⁴ Conform (i) rezultatelor sondajului efectuat de BNR în rândul operatorilor bancari, care indică, în intervalul octombrie-decembrie 2007, o dublare a deviației ratei anuale a inflației de la ținta interpolată pe orizont de un an și (ii) sondajului realizat de INS/DGECFIN în industrie și comerț, care relevă, încă din luna august, creșteri semnificative ale soldurilor conjuncturale aferente evoluției viitoare a prețurilor (serii desezonalizate).

comerciali, și dinamica de mai mică amploare a tarifelor utilităților.

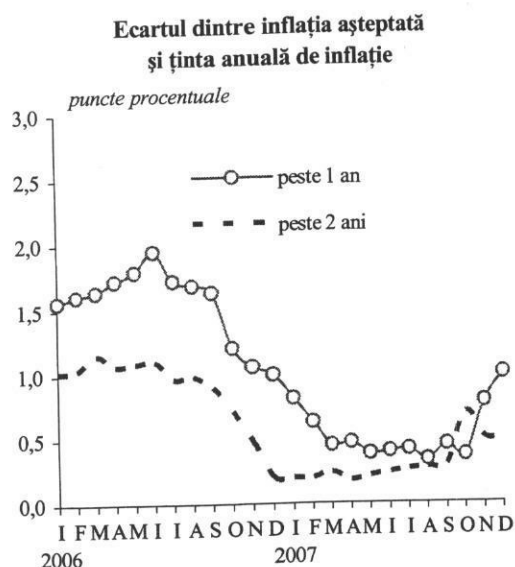
Aceiași factori de temperare au permis continuarea dezinflației la nivelul serviciilor libere, singura excepție notabilă fiind telefonia mobilă, ale cărei prețuri depind în mod direct de mișcările cursului de schimb și care, de altfel, a imprimat întregii grupe o evoluție ascendentă a dinamicii anuale, contribuind astfel la accelerarea inflației de bază.

De remarcat faptul că această traiectorie a inflației CORE2 s-a datorat, într-o anumită măsură, și dispariției efectului de bază indus de modificările semnificative intervenite în regimul fiscal în anul 2006 (taxa pe viciu), care a impus în trimestrele anterioare izolarea acestui tip de influențe prin construirea unei măsuri ajustate.

Analiza tendințelor prețurilor din perspectiva influenței presiunilor concurenței internaționale devine mai puțin relevantă în contextul (i) șocului puternic din partea ofertei pe segmentul agroalimentar care a determinat, pentru al doilea trimestru consecutiv, accelerarea ratei anuale a prețurilor bunurilor comercializabile (de la 6,1 la sută în septembrie la 7,5 la sută în decembrie) și al (ii) efectului de bază semnificativ manifestat în cazul prețurilor administrate, datorită căruia prețurile produselor necomercializabile⁵ au continuat să-și încetinească ritmul de creștere (cu circa 1 punct procentual, până la 4,8 la sută).

Deși șocurile de natura ofertei (receptate de prețurile combustibililor și ale mărfurilor agroalimentare) și turbulențele pe piețele financiare au avut repercusiuni asupra stabilității prețurilor pe plan internațional, România a fost mai afectată decât alte țări din Europa. Astfel, din perspectiva criteriului de convergență nominală referitor la inflație, decalajul dintre variația IAPC din România și media ratei inflației din cele mai performante trei state membre ale Uniunii Europene (calculat ca medie anuală pentru ultimele 12 luni) s-a lărgit cu 0,3 puncte procentuale în cursul trimestrului IV 2007 (până la 3,6 puncte procentuale în decembrie). O evoluție similară se remarcă și în cazul comparației cu media UE-27, diferența dintre cei doi indici armonizați crescând cu 0,2 puncte procentuale (până la 2,5 puncte procentuale). Trebuie însă menționat faptul că unele dintre noile state membre UE (Bulgaria, Letonia, Lituania, Polonia, Slovenia) au consemnat accelerări de ritm anual al IAPC superioare cu până la 1,4 puncte procentuale celei observate în țara noastră.

⁵ În care prețurile administrate dețin ponderea dominantă.



La finele anului 2007, rata anuală efectivă a inflației a depășit cu 0,9 puncte procentuale proiecția prezentată în *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie. Deviația s-a datorat următorilor factori: (i) o decelerare mai puțin accentuată a ritmului anual de creștere a prețurilor administrate, ca urmare a nerealizării reducerii prețurilor medicamentelor (reducerea, în medie cu 15 la sută, a fost anunțată în august de ministrul sănătății ca urmând a avea loc în noiembrie); (ii) evoluția nefavorabilă a cursului de schimb al leului față de euro, spre deosebire de stabilitatea avută în vedere la elaborarea prognozei; (iii) majorarea peste așteptări a prețului țițeiului pe piața internațională, cu efecte rapide asupra prețului combustibililor.

III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

În trimestrul III 2007, ritmul anual de creștere a PIB real s-a accelerat nesemnificativ comparativ cu intervalul precedent (5,7 la sută⁶), dar superior proiecției benchmark formulate în luna septembrie (cu 0,4 puncte procentuale). În privința tiparului de creștere economică, varianta preliminară a conturilor naționale nu relevă modificări semnificative comparativ cu perioada anterioară, în sensul menținerii ratei alerte de creștere a cererii interne (stimulată de intensificarea acumulărilor de capital) și al noii pierderi de ritm consemnate de volumul exporturilor. Pe partea ofertei, dinamica PIB a fost susținută de majoritatea sectoarelor economice, excepție făcând, și de această dată, agricultura, care și-a accentuat declinul, pe fondul condițiilor climaterice nefavorabile.

1.1. Cererea

Cererea internă a crescut cu o viteză similară celei din trimestrul anterior (13,1 la sută), în condițiile în care noua decelerare de ritm înregistrată de consumul final a fost contrabalansată de amplificarea fără precedent⁷ a investițiilor. Performanțele în scădere consemnate de exportatorii români s-au reflectat în persistența aportului negativ al cererii externe nete la creșterea PIB (-8,8 puncte procentuale).

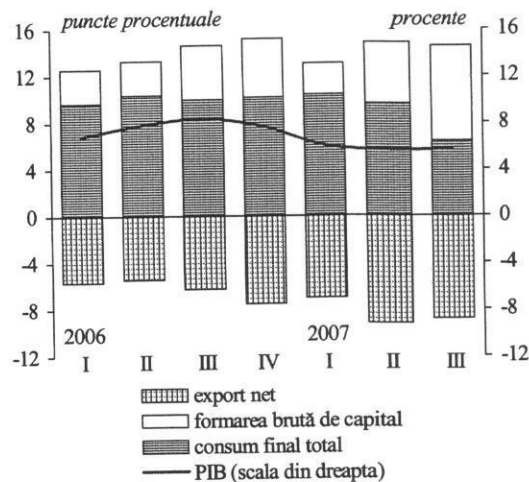
1.1.1. Cererea de consum

Încetinirea cu 2,8 puncte procentuale a dinamicii consumului final (până la 7,8 la sută), atribuită atât segmentului privat, cât și celui guvernamental, nu a fost însă acompaniată de o diminuare a presiunii cererii de consum asupra prețurilor.

Cererea de consum a populației

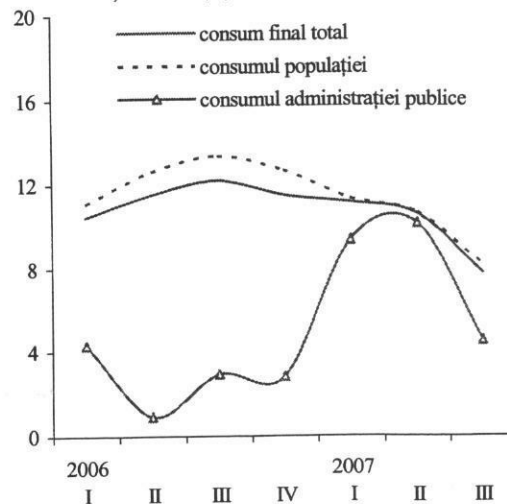
Pentru prima oară în ultimii doi ani, rata anuală de creștere a consumului final efectiv al populației a revenit la niveluri exprimate printr-o singură cifră (8,2 la sută). Rezultatul se datorează în principal restrângerii suferite de segmentele

Contribuția componentelor cererii la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

Consumul final efectiv
variație anuală (%)

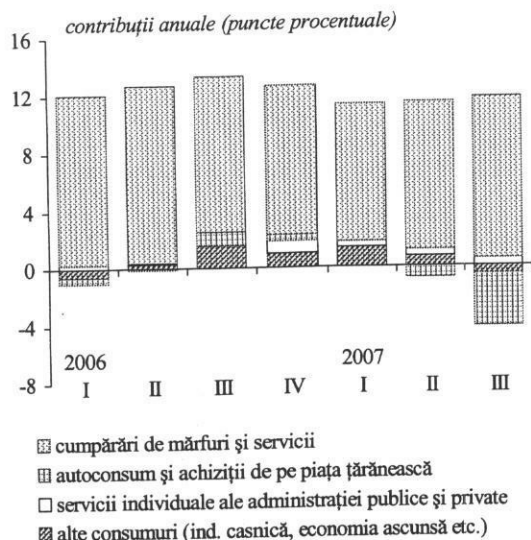


Sursa: INS

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

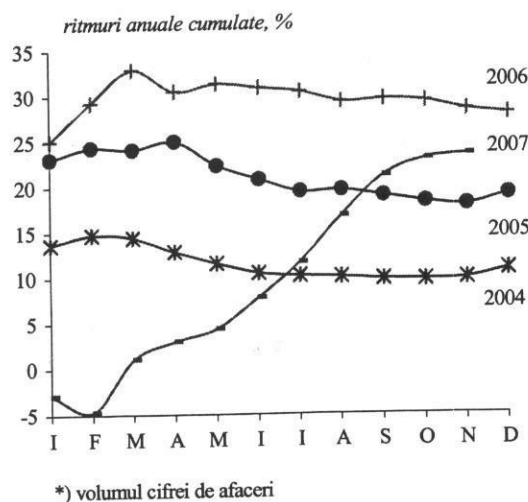
⁷ Referitor la perioada pentru care dispunem de conturi naționale trimestriale (1999-2007).

Consumul final al populației pe elemente de cheltuieli



Sursa: INS, calcule BNR

Comerțul* cu amănuntul de produse alimentare, băuturi și tutun



Sursa: INS, calcule BNR

„autoconsum și cumpărări de pe piața țărănească” și „alte consumuri”⁸ (cu 20,7 la sută și respectiv 3,8 la sută), cauza determinantă fiind seceta prelungită, care a afectat întreaga producție agricolă. În sens opus au evoluat cheltuielile asociate achizițiilor de mărfuri din rețeaua comercială, care au cunoscut o nouă accelerare de ritm față de trimestrul II (cu 5,5 puncte procentuale, până la 24 la sută), atribuită în principal tendinței complementare de reorientare a unui număr important de consumatori către oferta magazinelor alimentare și amplificării consumului de băuturi pe fondul caniculei. Datele statistice privind volumul cifrei de afaceri înregistrate de operatorii comerciali confirmă aportul decisiv al segmentului alimentar (majorare de 3,5 ori a dinamicii anuale, până la 52,9 la sută). În pofida încetinirii de ritm sau chiar a restrângerii vânzărilor la majoritatea produselor nealimentare, expansiunea achizițiilor de alimente și băuturi (inclusiv tutun) – categorie care deține de altfel și o pondere semnificativă în coșul de consum al populației (peste 40 la sută) – sugerează faptul că și trimestrul III a fost marcat de accentuarea potențialului inflaționist al cererii de consum.

În ceea ce privește sursele de finanțare a consumului, informațiile existente nu permit identificarea cu exactitate a canalelor de amplificare a dinamicii cheltuielilor efectuate de populație pentru cumpărarea de bunuri din comerț – chiar dacă s-a menținut ridicată, rata anuală de creștere a veniturilor din salarii și transferuri sociale s-a atenuat ușor comparativ cu trimestrul II (până la 17,6 la sută)⁹, o traiectorie asemănătoare înregistrându-se și în cazul soldului împrumuturilor bancare pe termen scurt și mediu contractate de populație (+3,7 la sută în termeni reali). În plus, așa cum sugerează evoluția depozitelor bancare (+40,4 la sută, ritm ușor superior celui din intervalul precedent), înclinația către economisire nu pare să se fi temperat. O explicație pentru acumularea de ritm înregistrată de volumul mărfurilor (în principal alimentare) achiziționate din comerțul cu amănuntul poate consta în faptul că puseul de cerere indus de golul de producție agricolă asociat secetei s-a concretizat în cumpărări de bunuri, probabil mai ales din gama celor cu preț redus (în mediul rural, o resursă financiară suplimentară, posibil utilizată în aceeași direcție, a reprezentat-o

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

⁹ O încetinire de ritm a cunoscut și cea de-a treia componentă utilizată în aproximarea venitului disponibil al populației, și anume transferurile din exterior sub forma remiterilor din munca în străinătate și a transferurilor curente private de la nerezidenți. Având în vedere însă rectificările substanțiale operate de obicei asupra pozițiilor respective din balanța de plăți, considerăm că această categorie nu furnizează, la acest moment, o informație sigură.

vânzarea de animale din gospodăria proprie, determinată de același factor conjunctural). O altă explicație poate consta în plusurile de venit constituite în zona neobservată a economiei, pe segmente de activitate care au cunoscut în cursul acestui an creșteri semnificative – în particular, lucrările de construcții. Intensificarea achizițiilor de bunuri și servicii a fost alimentată și de factori de natura ofertei – extinderea rețelelor comerciale, în special a celor aferente formelor moderne de comerț, dar și utilizarea pe scară tot mai extinsă a metodelor de promovare.

Analiza pe piețe de proveniență relevă o posibilă consolidare a poziției deținute de importuri în totalul ofertei de bunuri de consum. Concluzia este sugerată, pe de o parte, de evoluția volumului cifrei de afaceri pentru producția destinată pieței interne – avans tot mai slab pe segmentele „bunuri durabile” și „bunuri de uz curent” (cu 9,6 la sută, respectiv 5,1 la sută) și ritm ușor negativ în cazul mijloacelor de transport rutier. Pe de altă parte, volumul fizic al importurilor de bunuri de uz curent și-a intensificat dinamica anuală¹⁰ (până la circa 24 la sută), în timp ce achizițiile externe de bunuri de folosință îndelungată, deși au înregistrat pierderi de ritm față de trimestrul II, au continuat să se extindă cu o viteză net superioară celei aferente ofertei autohtone¹¹.

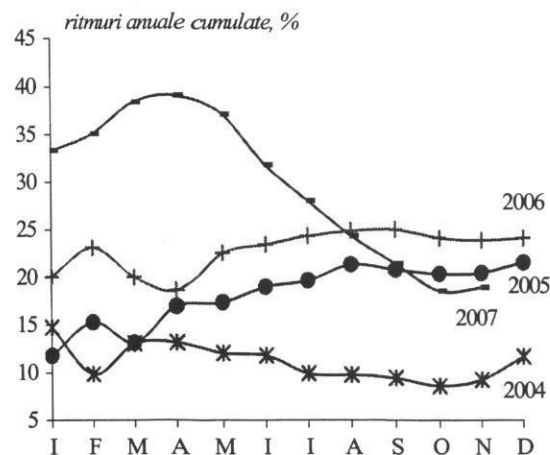
Cererea de consum guvernamental

Informațiile statistice provizorii indică încetinirea ritmului de creștere a consumului final efectiv al administrației publice, de la 10,1 la sută în trimestrul II la 4,5 la sută în trimestrul III.

Evoluții bugetare

Bugetul general consolidat a consemnat după trei trimestre de execuție un excedent cumulat de circa 733 milioane lei, reprezentând 0,2 la sută din PIB proiectat pentru anul 2007; ținta de deficit pentru anul 2007 a fost redusă la ultima rectificare bugetară (efectuată în luna noiembrie 2007) de la 2,8 la 2,4 la sută din PIB. Soldul pozitiv înregistrat la finele primelor 9 luni ale anului s-a datorat în exclusivitate evoluțiilor din trimestrul III, perioadă în care bugetul general consolidat a acumulat un excedent de aproximativ 0,4 la sută din PIB (după ce în fiecare din primele două trimestre din 2007 s-au realizat deficite de circa 0,1 la sută din PIB). Cu toate acestea, în acest interval, atât veniturile, cât și cheltuielile bugetare și-au redus

Comerțul cu amănuntul de produse durabile*



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

Sursa: INS, calcule BNR

¹⁰ Modificările volumului fizic au fost calculate pe baza datelor din balanța de plăți, prin deflatare cu indicii valorii unitare.

¹¹ Rata anuală de creștere a volumului fizic pentru categoriile de bunuri durabile identificate pe baza Nomenclatorului Combinat a fost cuprinsă între 23,4 la sută (la instrumente și aparate optice, fotografice etc.) și 54,1 la sută (la autovehicule).

dinamicile anuale, mișcarea fiind însă mai pregnantă în cazul celor din urmă.

Astfel, ritmul anual de creștere¹² a veniturilor bugetare a scăzut la 18,8 la sută (de la 22,3 la sută în perioada anterioară), încetinirea resimțindu-se la aproape toate categoriile de încasări; excepție a făcut doar impozitul pe venit, care a atins unul dintre cele mai ridicate niveluri de creștere din ultimele trimestre (45 la sută).

La rândul ei, dinamica anuală a cheltuielilor bugetare s-a redus la 23 la sută (de la 30,6 la sută în trimestrul anterior), pe seama comprimării ritmurilor de creștere a cheltuielilor de capital, a transferurilor între unitățile administrației publice și pentru asistență socială, precum și a subvențiilor. Acestea au fost parțial contrabalansate de sporirea dinamicii anuale a transferurilor care includ plata contribuției României la UE, a cheltuielilor de personal (a căror rată anuală de creștere a urcat de la 24,7 la 31,2 la sută) și a celor pentru bunuri și servicii (al căror ritm a acumulat un plus de 6,8 la sută, atingând 20,7 la sută).

În a doua decadă a lunii noiembrie programul bugetar pentru anul 2007 a fost revizuit pentru a treia oară, deficitul bugetului general consolidat programat pentru acest an fiind diminuat la 2,4 la sută din PIB. Noua rectificare bugetară a constatat în reducerea unor cheltuieli și redistribuirea parțială de fonduri. Astfel, pe de o parte, au fost diminuate cheltuielile prevăzute pentru mediu, agricultură, apărare, educație, iar pe de altă parte, au fost alocate sume suplimentare în vederea acoperirii cheltuielilor generate de majorarea pensiilor, de creșterea salariilor personalului din sectorul sanitar, de plata unor drepturi de natură socială (ajutoare pentru încălzirea locuinței, alocații de stat pentru copii, indemnizații ale veteranilor de război și cele pentru creșterea copilului etc.).

Potrivit ultimelor declarații oficiale, balanța consolidată cumulată s-a menținut excedentară și în luna octombrie. În schimb, în ultimele 2 luni ale anului, bugetul general consolidat a înregistrat solduri negative, în această perioadă concentrându-se, similar anului precedent, un volum însemnat al cheltuielilor bugetare, al căror total l-a depășit pe cel al veniturilor cu peste 3 la sută din PIB.

Pentru anul 2008 a fost aprobat un deficit al bugetului general consolidat de aproape 12 000 milioane lei, reprezentând 2,7 la sută din PIB proiectat. Atât veniturile, cât și cheltuielile

¹² În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmul anual de creștere exprimat în termeni reali.

bugetului general consolidat își vor spori ponderile în PIB (până la nivelul de 39,3, respectiv 42,0 la sută). Veniturile se vor majora, în principal, pe seama încasărilor din contribuțiile pentru asigurările sociale de stat (în pofida reducerii cotei acestora cu 6 puncte procentuale), impozitul pe venit și taxa pe valoarea adăugată, iar cheltuielile pe baza transferurilor (pentru asistență socială și cele care includ contribuția României la UE) și a cheltuielilor de capital.

1.1.2. Cererea de investiții

Decelerarea suferită de consumul final, pe de o parte, și ritmul record consemnat de formarea brută de capital fix în perioada analizată (32,2 la sută), pe de altă parte, au generat, pentru prima oară⁷, preluarea de către investiții a rolului de segment cu cea mai importantă contribuție la dinamica PIB (9,2 puncte procentuale).

Deși cele mai alerte rate de creștere au continuat să fie înregistrate pe componenta „construcții” – atât lucrări pentru obiective noi (39,3 la sută), cât și reparații capitale (circa 34 la sută) –, merită remarcată și intensificarea ritmului aferent achizițiilor de utilaje (inclusiv mijloace de transport), până la 26,6 la sută¹³.

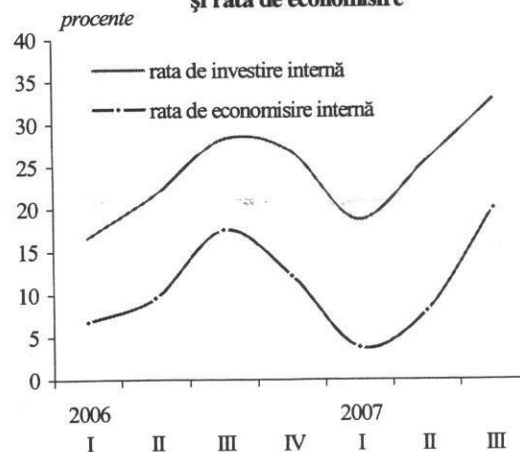
În ceea ce privește sursele de finanțare a investițiilor, acumulările de capital realizate în trimestrul III au fost susținute, în bună măsură, de extinderea în continuare a veniturilor proprii ale agenților economici și ale populației, în timp ce aportul alocațiilor de la buget a fost inferior celui din trimestrul precedent (decelerare de circa 7 ori a dinamicii reale anuale). Fondurile împrumutate din surse interne și-au menținut traiectoria ascendentă, atât în cazul finanțării acordate de băncile comerciale¹⁴ – pentru cumpărări de echipamente (soldul creditelor cu această destinație a crescut cu 42,6 la sută, în termeni reali) și pentru investiții imobiliare (66,2 la sută) –, cât și în cel al achizițiilor în sistem *leasing*, în cadrul căruia, după primele 9 luni, segmentele „echipamente” și „imobiliar” și-au păstrat ponderile înregistrate la jumătatea anului (21 la sută, respectiv 7 la sută din valoarea totală a contractelor încheiate). În schimb, fondurile externe par să-și fi diminuat contribuția la expansiunea investițiilor – dată fiind aprecierea monedei naționale în ultimele 12 luni; indiciul cel mai relevant al acestei

Investiții realizate

	Anii	variație anuală (%)			
		I	II	III	IV
Total	2006	10,8	15,1	15,8	18,4
	2007	23,9	28,1	32,4	
- lucrări de construcții noi	2006	23,5	11,6	20,2	18,7
	2007	27,8	32,8	39,3	
- utilaje	2006	2,6	20,8	6,2	12,4
	2007	20,2	22,8	26,6	
- alte cheltuieli*	2006	4,8	-9,6	54,7	55,8
	2007	27,1	42,9	22,0	

* plantații de vii, pomi, împăduriri, 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

Rata de investire și rata de economisire



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 consum final, raportată la PIB.

Sursa: INS, calcule BNR

¹³ Referitor la această din urmă categorie, precizăm că indicii de volum aferenți trimestrelor I și II au suferit rectificări consistente, noile ritmuri de creștere fiind de 7-8 ori mai mari decât cele publicate anterior (până la 20,2 la sută, respectiv 22,8 la sută); această operațiune a condus la ajustarea poziției totale cu 7,1 și respectiv 9,7 puncte procentuale.

¹⁴ Date furnizate de Centrula Riscurilor Bancare.

evoluții este furnizat de ritmurile de creștere aferente influxurilor exprimate în euro: dinamica anuală a creditelor pe termen mediu și lung acordate sectorului real s-a diminuat din nou (până la +42,4 la sută, reprezentând mai puțin de jumătate din nivelul consemnat în trimestrul I), iar intrările pe primele trei trimestre sub forma investițiilor directe ale nerezidenților adresate sectorului nebancau au fost cu 20 la sută mai scăzute decât în aceeași perioadă a anului anterior.

Din perspectiva piețelor de proveniență, tendința consemnată pe segmentul „bunuri de capital” pare a fi similară celei observate în cazul bunurilor de consum, oferta externă majorându-și aportul la satisfacerea cererii de investiții. Traectoria este sugerată de menținerea unui decalaj negativ pronunțat între ritmul de creștere al cifrei de afaceri corespunzătoare producției de bunuri de capital (inclusiv mijloace de transport) destinate pieței interne (10 la sută) și cel aferent volumului fizic al importurilor¹⁰ (categoriile de bunuri de capital identificabile pe baza Nomenclatorului Combinat sunt „mașini și aparate mecanice și electrice” și „mijloace de transport”, care au înregistrat creșteri cu 28,9 la sută și respectiv 50,7 la sută).

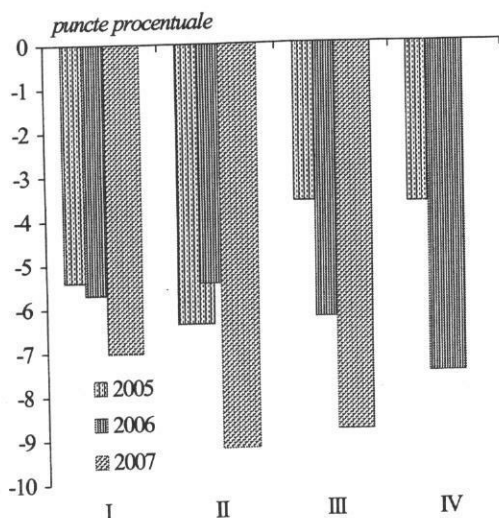
1.1.3. Cererea externă netă

Deși a avut o amplitudine inferioară trimestrului precedent, contribuția negativă a cererii externe nete la dinamica PIB continuă să îngrijoreze (-8,8 puncte procentuale), cu atât mai mult cu cât această relativă ameliorare nu s-a datorat unor evoluții favorabile nici în dinamica exporturilor și nici în cea a importurilor de bunuri și servicii.

Similar ediției anterioare a *Raportului asupra inflației*, menționăm faptul că variațiile de volum incluse în versiunea preliminară a conturilor naționale pentru trimestrul III 2007 s-au bazat pe estimări ale deflatorilor, în condițiile în care indicii valorii unitare a exporturilor și respectiv a importurilor – utilizați în mod obișnuit în acest calcul – nu erau disponibili la momentul respectiv¹⁵.

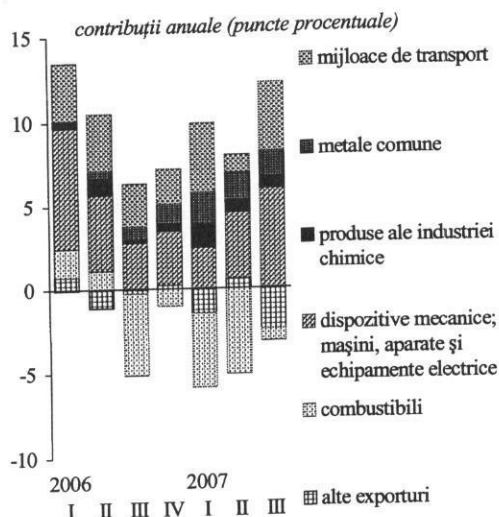
Ritmul de creștere a volumului exporturilor de bunuri și servicii a pierdut încă 0,7 puncte procentuale, ajungând la doar 1,7 la sută. Merită însă făcută precizarea că revizuirea PIB va releva probabil o substanțială ajustare în creștere a indicelui de volum pentru această componentă, având în vedere diferența semni-

Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

Volumul fizic al exporturilor



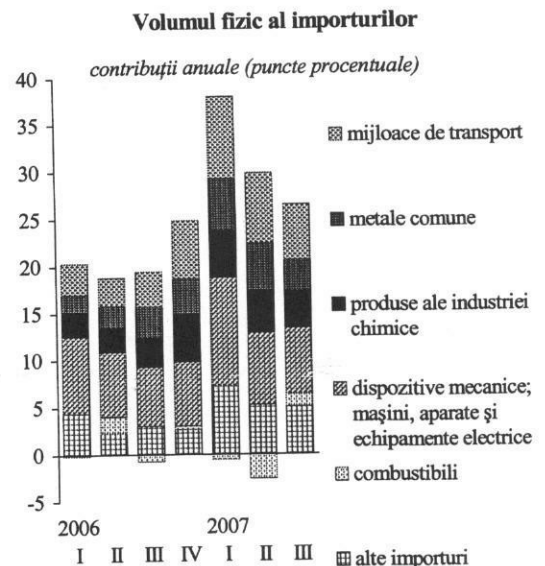
Sursa: INS, calcule BNR

¹⁵ Până la 1 ianuarie 2007, statisticile de comerț exterior cu statele membre UE se bazau pe informațiile furnizate de Autoritatea Națională a Vămilei. Ulterior aderării la UE, declarațiile vamale au fost înlocuite cu declarațiile statistice Intrastat ale agenților economici cu activitate de comerț exterior, fapt care îngreunează procesul de colectare, conducând la prelungirea cu circa 40 de zile a termenului de publicare.

ficativă dintre deflatorul utilizat în actuala versiune de conturi naționale (100,4 la sută) și cel determinat folosind indicele valorii unitare (IVU) aferent exporturilor de bunuri (94,7 la sută)¹⁶.

Practic, calculele efectuate pe baza datelor din balanța de plăți și a IVU indică o triplare a dinamicii anuale a volumului fizic al vânzărilor de bunuri pe piețele externe, până la +9 la sută în trimestrul III. Contribuția cea mai importantă a venit exporturilor de „mașini și echipamente” și de „mijloace de transport”, aceste două grupe de mărfuri cunoscând intensificări apreciable de ritm comparativ cu trimestrul II (până la 30,3 la sută, respectiv 45,3 la sută) și menținându-și trendul ascendent în privința ponderii în valoarea totală a exporturilor (până la 33 la sută în trimestrul III). La extremitatea opusă s-a situat industria ușoară, care a suferit o nouă restrângere a volumului exporturilor (cu circa 14 la sută). Evoluția s-a datorat pierderilor de competitivitate, pe fondul aprecierii și mai puternice a monedei naționale (+9,5 la sută, față de +7,1 la sută în trimestrul II; variații anuale) și al înrăutățirii în continuare a costului unitar cu forța de muncă¹⁷. Pe o traiectorie descrescătoare s-au plasat și livrările externe de energie electrică (scădere de volum cu peste 40 la sută), cauza fiind însă de natură conjuncturală – limitarea acestora la onorarea contractelor cu partenerii tradiționali, în contextul unui an secetos.

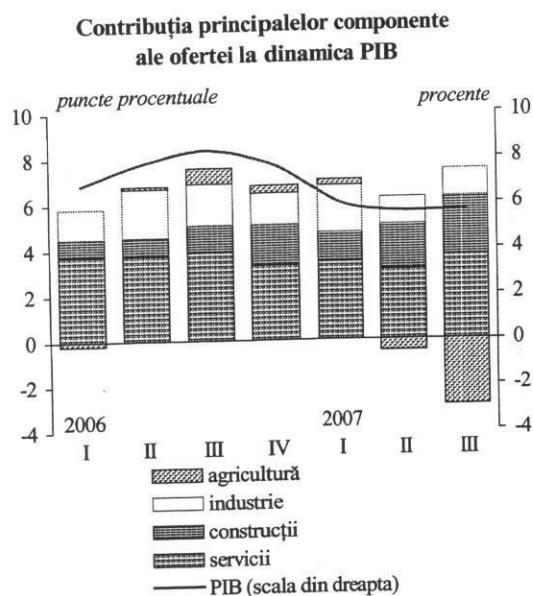
Rata de creștere a importurilor de bunuri și servicii s-a situat și în trimestrul III la un nivel net superior celei aferente exporturilor (22,4 la sută, cu 1,6 puncte procentuale peste dinamica din intervalul precedent, potrivit metodologiei de conturi naționale), evoluție vizibilă și în cazul determinării indicilor de volum pe baza balanței comerciale și a IVU. Contribuții în acest sens au revenit simplificării formalităților vamale (inclusiv eliminarea taxelor vamale pentru comerțul intracomunitar) în urma aderării României la Uniunea Europeană, menținerii presiunii exercitate de cererea de consum și de investiții, aprecierii monedei naționale, dar și efectului statistic generat de înregistrarea importurilor din UE la trecerea frontierei și nu la punerea în liberă circulație (cum se proceda anterior aderării).



Sursa: INS, calcule BNR

¹⁶ Concluzia se menține chiar dacă diferența menționată va fi afectată, într-o oarecare măsură, de influența indusă de variația prețurilor aferente serviciilor exportate – categorie a cărei valoare este însă de circa 4 ori mai mică decât cea a exporturilor de bunuri.

¹⁷ Majorări ale indicelui nominal al costului unitar cu forța de muncă s-au produs atât în industria confecțiilor, cât și în industria pielăriei și încălțăminte (până la 144,5 la sută, respectiv 122,2 la sută).



Sursa: INS, calcule BNR

1.2. Oferta

Pe partea ofertei, dinamica PIB a fost susținută de majoritatea sectoarelor economice. Singura excepție a fost, și în trimestrul III, agricultura, condițiile climaterice nefavorabile din acest an conducând la accentuarea declinului acesteia (diminuare cu 23,8 la sută a valorii adăugate brute). De altfel, excluzând sectorul agricol, PIB s-a majorat cu 9,8 la sută (ritm superior cu 3,4 puncte procentuale nivelului din perioada anterioară).

Dinamica valorii adăugate brute aferente activității de construcții și-a menținut traiectoria ascendentă, marcând un nou record pentru perioada 1999-2007 (37,4 la sută), susținut de toate componentele (construcții rezidențiale, nerezidențiale și inginerești).

În industrie, rata de creștere a valorii adăugate brute a acumulat 0,7 puncte procentuale față de trimestrul II, ajungând la 5,1 la sută. Evoluția a fost indusă de segmentele prelucrător și energetic, rezultate remarcabile fiind consemnate în special de: (i) industria alimentară, în condițiile menținerii ridicate a potențialului de consum al populației, dar și ale extinderii rețelelor de distribuție; (ii) industria de prelucrare a țiteiului care, după patru trimestre de scăderi succesive, a consemnat o creștere de 4,4 la sută, o contribuție importantă revenind extinderii cererii pe piețele internaționale; (iii) industria textilă, un factor stimulator constituindu-l majorarea cererii interne de produse destinate decorațiunilor interioare.

O intensificare de ritm a înregistrat și valoarea adăugată brută aferentă serviciilor (de la 6,2 la sută la 8 la sută în trimestrul III), susținută îndeosebi de comerțul cu amănuntul (cu excepția autovehiculelor și a carburanților), servicii de transport neferoviar, telecomunicații, tranzacții imobiliare, proiectare-urbanism.

2. Piața muncii

În a doua parte a anului 2007, condițiile pe piața muncii s-au menținut încordate, iar câștigurile salariale nominale au înregistrat ritmuri anuale de creștere deosebit de ridicate în toate sectoarele economiei; în absența unor câștiguri de productivitate a muncii la fel de consistente, s-au perpetuat presiunile inflaționiste generate de costuri și pierderile de competitivitate suferite de industria autohtonă. Similar trimestrelor anterioare, implicațiilor negative menționate li se adaugă susținerea oferită cererii de consum, deja excedentare. Perspectivile pentru anul 2008 privind riscurile la adresa stabilității prețurilor asociate evoluțiilor salariale rămân preocupante, având în vedere creșterea negociată a venitului

minim brut pe țară, contextul preelectoral și semnalele din partea agenților economici privați din sectoarele cu potențial ridicat de dezvoltare, referitoare la acordarea de noi majorări salariale semnificative.

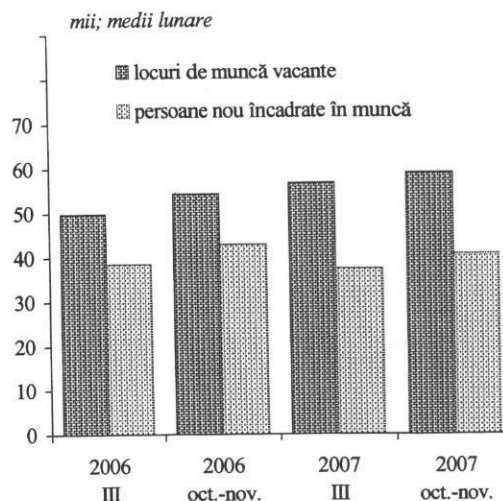
2.1. Forța de muncă

Potrivit celor mai recente date statistice disponibile¹⁸, în perioada iulie-noiembrie 2007 nu s-a produs o nouă accentuare a tensiunilor pe piața muncii, însă raportul dintre numărul șomerilor și cel al locurilor de muncă vacante¹⁹ (17,6:1) a rămas inferior celui din perioada corespunzătoare a anului anterior.

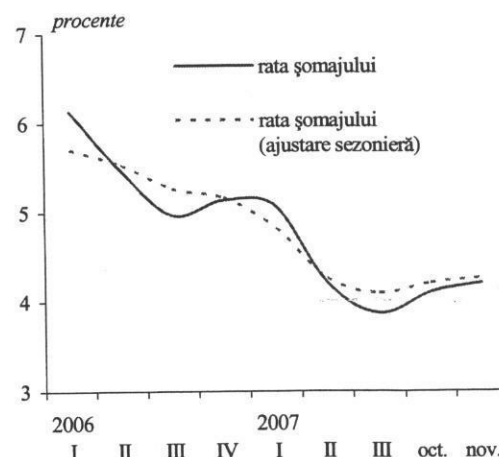
Cererea de forță de muncă s-a menținut la un nivel ridicat, rata anuală de creștere a locurilor de muncă vacante înregistrate de ANOFM fiind în continuare pozitivă, dar în decelerare începând cu luna septembrie 2007 (după un maxim de aproape 20 la sută consemnat în luna august). Pe baza raportărilor lunare ale angajatorilor către INS, activitățile care și-au accelerat ritmul anual de expansiune a numărului de salariați s-au concentrat în zona serviciilor private (comerț, hoteluri și restaurante, telecomunicații), în timp ce în industrie și în sectorul bugetar, viteza de creștere a personalului s-a menținut constantă.

Oferta excedentară de forță de muncă a rămas limitată și insuficient pregătită – mișcările la nivelul ratei șomajului înregistrat²⁰ au fost nesemnificative, iar ponderea șomerilor neindemnizați (care, în general, nu au nicio calificare și, prin urmare, au șanse reduse de a fi angajați) a urcat la aproape 70 la sută din totalul șomerilor. De asemenea, similar trimestrelor anterioare, numărul de persoane încadrate prin intermediul ANOFM a fost inferior celui din aceeași perioadă a anului 2006, ceea ce indică dificultatea potențialilor angajatori de a selecta personal care să corespundă cerințelor lor; de altfel, aceasta este explicația cea mai probabilă pentru relativa temperare de ritm anual înregistrată de numărul de salariați din construcții, în pofida continuării dezvoltării rapide a acestui sector, în care deficitul de forță de muncă este estimat la circa 170 000 persoane²¹.

Locuri de muncă vacante și ocuparea acestora



Rata șomajului



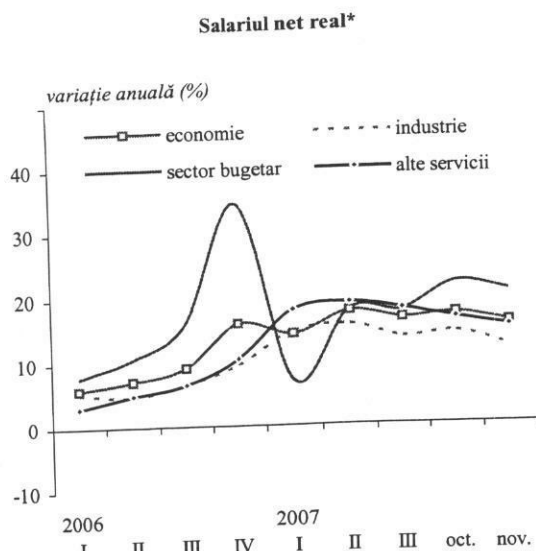
Sursa: ANOFM, calcule BNR

¹⁸ Date furnizate de ANOFM.

¹⁹ Stocuri lunare.

²⁰ Conform datelor ajustate sezonier, aceasta s-a majorat marginal de la 4,1 la sută în trimestrul III la 4,2 la sută în perioada octombrie-noiembrie 2007, fiind cu circa 1 punct procentual inferioară mediei din intervalul iulie-noiembrie 2006.

²¹ Potrivit Asociației Române a Antreprenorilor de Construcții (ARACO).



*) deflatat cu IPC

Sursa: INS, calcule BNR

Salariile în sectorul privat

ianuarie-noiembrie 2007

	% din media pe economie	variație anuală, %
Turism	62,1	19,9
Comerț	81,6	28,1
Construcții	83,8	23,5
Industria prelucrătoare	83,7	19,9
Comunicații	146,3	13,0
Intermediere financiară	288,9	17,7

Sursa: INS, calcule BNR

Productivitatea muncii și salariul brut real în industrie

variație anuală (%)

	2006				2007				
	I	II	III	IV	I	II	III	oct.	nov.
Productivitatea muncii	8,6	13,2	11,1	10,0	12,8	8,9	9,4	10,4	8,7
Salariul mediu brut real*	4,4	2,0	1,9	4,8	9,4	12,4	13,2	14,4	10,7
Salariul mediu brut real**	7,8	4,0	3,0	6,9	14,3	16,5	17,1	15,9	11,3

*) deflatat cu indicele prețurilor producției industriale pentru piața internă

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

Sursa: INS, calcule BNR

Soluțiile propuse de specialiști pentru acoperirea necesarului de personal sunt fie dificil de implementat pe termen scurt (calificarea populației subocupate din mediul rural și încurajarea reîncadrării în muncă a persoanelor pensionate), fie privite cu reticență de către firmele autohtone (apelul la lucrători din străinătate), ca urmare a procedurilor birocratice complicate și a problemelor de adaptare la culturi diferite, precum cele asiatice. În acest condiții, tensiunile pe piața muncii vor persista pe termen scurt.

2.2. Venituri

În a doua parte a anului 2007, presiunile exercitate de evoluțiile salariale asupra costurilor de producție și a achizițiilor de bunuri și servicii s-au menținut ridicate, fiind alimentate, pe de o parte, de stimulente trimestriale și de aplicarea celei de a treia etape de majorare a salariilor în sectorul bugetar²², iar pe de altă parte, de primele acordate în funcție de realizări și de negocieri salariale în sectorul privat. Astfel, în perioada iulie-octombrie 2007, ritmul anual de creștere a salariului mediu net pe ansamblul economiei a atins 23 la sută în termeni nominali (+0,9 puncte procentuale față de trimestrul II 2007); în termeni reali însă, accelerarea ratei anuale a inflației a determinat o atenuare a dinamicii salariale (-1 punct procentual).

În luna decembrie, negocierile între guvern, patronate și sindicate s-au încheiat prin stabilirea unui nivel unic al salariului minim brut pe economie de 500 lei începând cu ianuarie 2008 (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), urmând ca acesta să fie revizuit la 540 lei la jumătatea anului, în cazul în care evoluția indicatorilor macroeconomici o va permite. În plus, agenții economici din mediul privat, companiile de recrutare și cele de consultanță avertizează asupra deficitului de specialiști în domeniile aflate în dezvoltare (IT, sistem bancar și asigurări, sector imobiliar) și anticipează creșteri salariale de peste 10-15 la sută. Lipsa de personal se resimte și în cazul muncitorilor calificați și necalificați (construcții, industria ușoară). Având în vedere și contextul preelectoral, se anticipează că în anul 2008 dinamica salarială va continua să fie sursa unor riscuri semnificative la adresa stabilității prețurilor.

Din perspectiva costurilor unitare cu forța de muncă, sectorul industrial se confruntă în continuare cu presiuni inflaționiste și pierderi de competitivitate, dinamica salariilor brute în termeni nominali rămânând de peste două ori mai rapidă decât cea a productivității muncii. Astfel, indicele anual al costurilor unitare

²² +11 la sută față de luna septembrie, cea mai importantă creștere din 2007.

cu forța de muncă s-a menținut la peste 110 la sută în trimestrul III 2007, atingând în octombrie 2007 cel mai ridicat nivel din ultimele 27 de luni²³ (112,3 la sută), pe fondul acordării de prime substanțiale, nejustificate de evoluția productivității muncii, în industria extractivă și în cea energetică. Și în cazul ramurilor producătoare de bunuri de consum, evoluțiile au fost în general nefavorabile²⁴, ratele anuale de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă depășind semnificativ media industriei prelucrătoare (excepție au făcut doar industria tutunului și cea textilă).

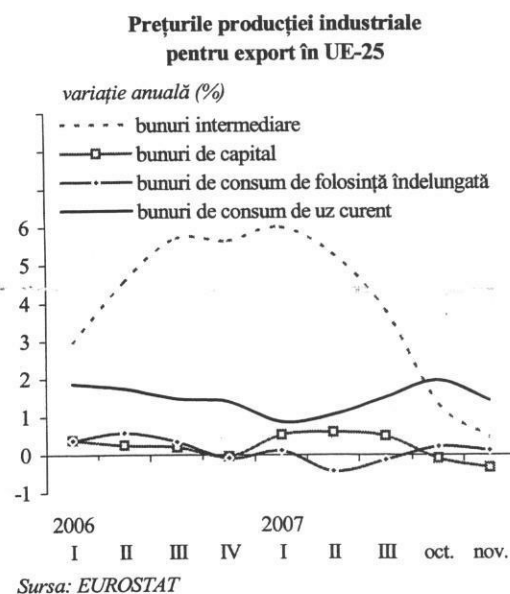
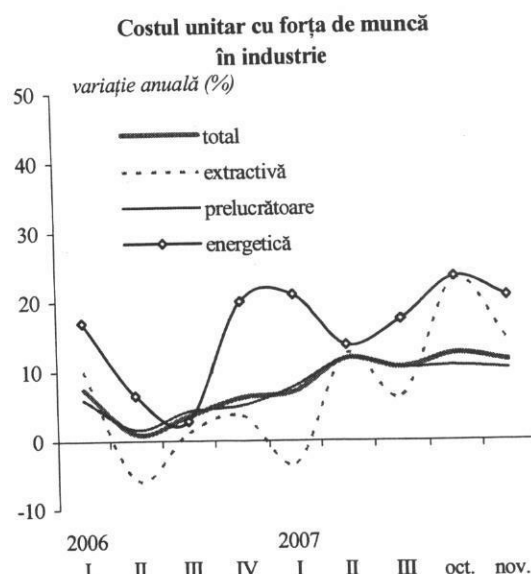
Pe partea cererii, datele referitoare la dinamica anuală a venitului disponibil real indică o reluare a tendinței de accelerare a acestuia de la un nivel de circa 15 la sută în trimestrul III la peste 20 la sută în primele două luni ale trimestrului IV. Inversarea de trend a fost imprimată de transferurile din străinătate²⁵ și de veniturile bugetare și extrabugetare, în timp ce veniturile salariale și-au menținut creșterea anuală de circa 20 la sută. Prin urmare, riscurile inflaționiste asociate acestor evoluții rămân semnificative, presiunile asupra cererii de consum putând fi generate în mod direct, prin achiziții imediate de bunuri și servicii, precum și indirect, prin creșterea potențialului de angajare de credite de consum.

3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul III 2007, tendința de relaxare a dinamicii anuale a prețurilor de import și a celor de producție industrială a continuat, deși bunurile cu pondere în coșul de consum au consemnat evoluții nefavorabile. În cazul prețurilor de producție agricolă, tensiunile induse de secetă s-au materializat în intensificări importante de ritm pe segmentul produselor vegetale. Ultima parte a anului pare să fi consemnat o accentuare a presiunilor inflaționiste, atât pe segmentul importurilor, cât și pe cel al producției interne.

3.1. Prețurile de import

În trimestrul III 2007, dinamica anuală a prețurilor de import a continuat să se diminueze, în condițiile în care indicele anual al valorii unitare a importurilor s-a menținut subunitar (97,99 la sută față de 98,21 la sută în trimestrul II), iar aprecierea leului în



²³ Cu excepția lunii aprilie 2007, puternic afectată de factori conjuncturali.

²⁴ Industria alimentară, industria confecțiilor și pielăriei, edituri și poligrafie, echipamente și aparate radio-TV și de comunicații, industria mobilei.

²⁵ Poziție care suferă, de regulă, rectificări substanțiale.

raport cu euro și dolarul SUA s-a accentuat față de trimestrul anterior (la 9,5 la sută și respectiv la 18,1 la sută).

Cu toate acestea, din perspectiva unor bunuri de consum (de exemplu produse vegetale și grăsimi), s-a observat o intensificare a presiunilor, ritmurile de creștere a prețurilor externe devenind extrem de alerte (până la +47,5 la sută în cazul fructelor). O traiectorie diferită s-a consemnat în cazul bunurilor de capital (inclusiv mijloace de transport) și al celor intermediare, prețurile acestora continuând să scadă comparativ cu perioada similară a anului anterior.

În trimestrul IV 2007, presiunea exercitată asupra prețurilor interne de inflația importată s-ar putea accentua, în condițiile în care: (i) prețul țițeiului Brent a atins niveluri record, marcând o creștere de 18,2 la sută față de trimestrul precedent și, respectiv de 48,4 la sută față de perioada similară din anul anterior; (ii) prețurile materiilor prime agricole au rămas ridicate în pofida unei ușoare temperări de ritm pe parcursul ultimelor trei luni ale anului²⁶; (iii) a persistat tendința de depreciere a leului, astfel încât variațiile pozitive în termeni anuali consemnate anterior s-au redus considerabil (sub 1 la sută în cazul euro, de la valori de peste 9 la sută în trimestrele precedente).

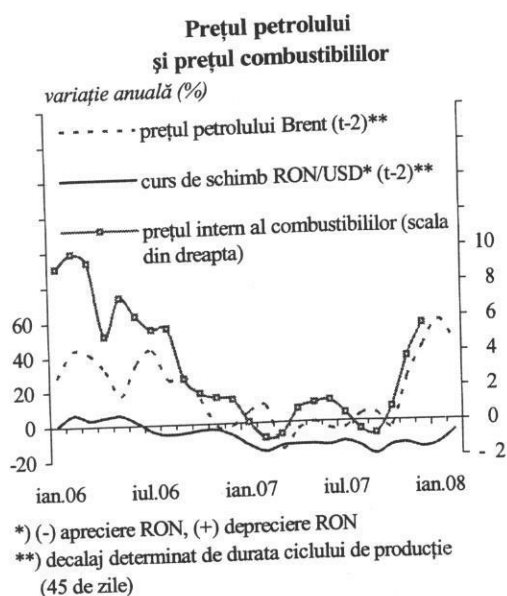
3.2. Prețurile de producție

3.2.1. Prețurile producției industriale

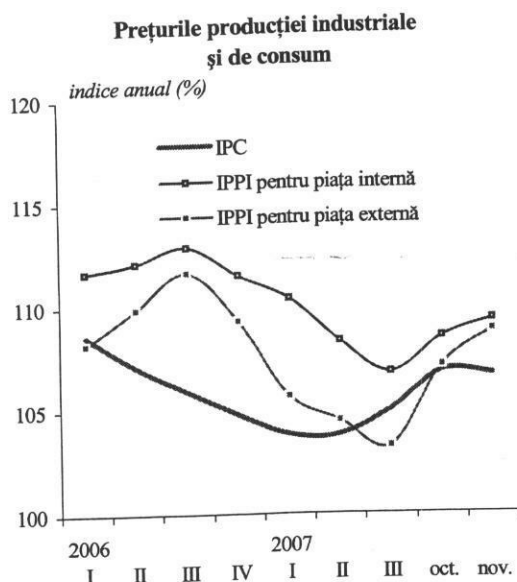
Trimestrul III 2007 a continuat tendința de relaxare observată pe parcursul ultimului an la nivelul dinamicii anuale a prețurilor producției industriale (-1,5 puncte procentuale, până la 6,8 la sută), influența dominantă revenind industriei prelucrătoare.

Decelerarea consemnată de rata anuală de creștere a prețurilor de producție a fost determinată în mare măsură de segmentul bunurilor intermediare (-3,1 puncte procentuale) pe fondul manifestării unui efect de bază favorabil în cazul ramurilor sensibile la prețul extern al metalelor. Prin asociere, pe un trend similar s-au plasat și prețurile de producție aferente bunurilor de capital (mașini și aparate electrice, mijloace de transport rutier și nerutier), care au consemnat pierderi de ritm anual de până la 6,2 puncte procentuale.

În cazul grupelor cu cea mai mare relevanță din punct de vedere al presiunilor asupra prețurilor de consum – bunuri durabile și respectiv de uz curent – reducerile de ritm anual au fost nesemnificative, conturarea unor tendințe nefavorabile fiind



Sursa: INS, AIE



Sursa: INS

²⁶ De exemplu, prețul grâului din contractele futures tranzacționate pe Bursa din Londra cu livrare în luna iulie 2008 s-a redus de la 275,55 euro/tonă în luna septembrie la 247,15 euro/tonă în luna decembrie.

însă mai vizibilă din perspectiva evoluțiilor față de trimestrul anterior: de la 1 la sută la 1,5 la sută în primul caz și respectiv de la 0,6 la sută la 2,7 la sută în cel de-al doilea²⁷. Dacă pentru segmentul bunurilor de uz curent, plusul consistent înregistrat de dinamica trimestrială s-a datorat exclusiv factorilor de natura ofertei, expansiunea prețurilor materiilor prime agricole și deteriorarea costurilor cu forța de muncă au fost responsabile pentru acumularea de presiuni la nivelul ramurilor reprezentative (alimentară și confecții), în cazul bunurilor de folosință îndelungată explicația revine intensificării cererii²⁸.

În cazul bunurilor energetice, rata medie anuală de creștere a prețurilor de producție s-a diminuat cu 1,3 puncte procentuale față de intervalul precedent (până la 6,7 la sută) și s-a menținut sub media sectorului industrial. Contribuția determinantă a venit ramurii de prelucrare a țițeiului, deși tensiunile existente pe piața internațională de profil s-au făcut resimțite la nivelul perioadei curente (variație trimestrială de +0,8 la sută, comparativ cu -2,5 la sută în trimestrul anterior). Amplitudinea totuși limitată a mișcării poate fi explicată prin: (i) dinamici neuniforme ale prețului țițeiului în interiorul intervalului analizat²⁹; (ii) existența unor stocuri de materii prime suficiente, în contextul în care volumul livrărilor de combustibili către piața externă a scăzut substanțial în prima parte a anului 2007.

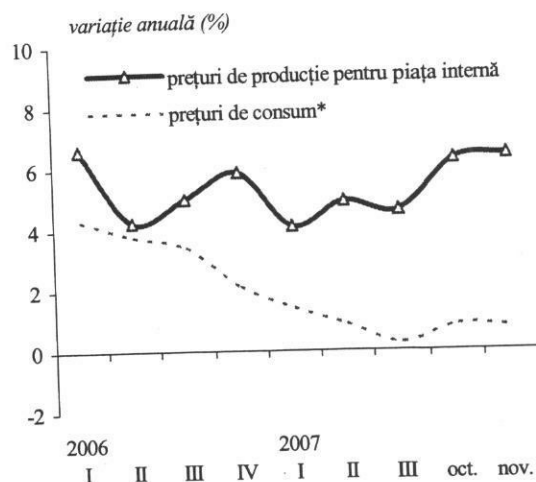
Pentru trimestrul IV 2007, este de așteptat ca tensiunile vizibile la nivelul prețurilor de producție aferente bunurilor de consum să devină tot mai pronunțate, iar cotațiile record atinse de prețul țițeiului pe piața internațională să determine revenirea pe trend ascendent a dinamicii prețurilor de producție în cazul bunurilor energetice.

3.2.2. Prețurile producției agricole

Prețurile producției agricole au consemnat în trimestrul III 2007 o intensificare severă de ritm anual (+32,4 puncte procentuale), pe fondul tendinței generalizate de scumpire a produselor vegetale și respectiv de reducere a amplitudinii scăderilor de prețuri în cazul celor mai importante sortimente de carne.

Presiunile generate de restrângerea considerabilă a producției vegetale interne ca urmare a secetei au afectat cu precădere prețurile cerealelor, care în unele cazuri s-au dublat comparativ

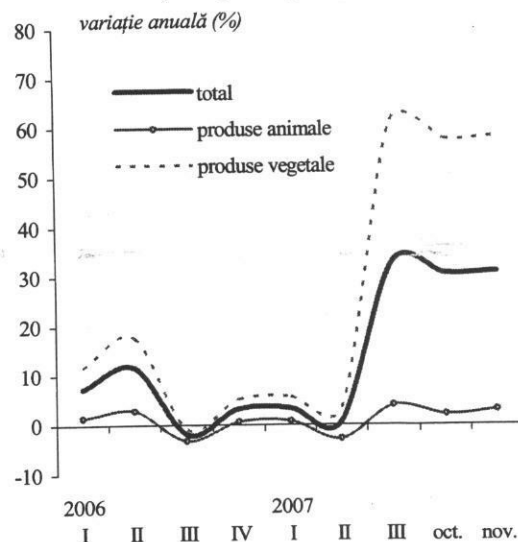
Prețurile aferente bunurilor de folosință îndelungată



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

Sursa: INS, calcule BNR

Prețurile producției agricole



Sursa: INS

²⁷ Pe baza datelor ajustate sezonier.

²⁸ Ritmul mediu trimestrial aferent volumului cifrei de afaceri pentru piața internă în cazul bunurilor de folosință îndelungată a crescut de la -22,8 la sută în trimestrul II la +8,7 la sută în trimestrul III 2007.

²⁹ În luna august, prețul țițeiului Brent s-a redus cu aproximativ 3 la sută față de luna precedentă, pentru ca în septembrie să consemneze o majorare cu peste 10 procente față de intervalul anterior.

cu perioadele similare din anul anterior, dar și pe cele ale plantelor tehnice, legumelor și fructelor.

În cazul produselor de origine animală, s-a consemnat o inversare de tendință comparativ cu trimestrul anterior (de la -2,9 la sută la 3,9 la sută), determinată probabil de costurile mai mari cu furajele. La nivelul principalelor grupe, această influență s-a transmis în mod diferit: reduceri ale amplitudinii ieftinirilor în cazul principalelor sortimente de carne și respectiv intensificări de ritm în cazul ouălor și al laptelui. Deși relativ surprinzătoare, menținerea ritmurilor anuale negative în cazul cărnii ar putea fi cauzată de: (i) concurența importurilor în condițiile în care prețul cărnii pe piețele internaționale a crescut mai încet comparativ cu intervalele precedente³⁰; (ii) creșterea numărului de sacrificări, în încercarea de reducere a costurilor mari generate de furaje.

Pentru trimestrul IV 2007, sunt estimate creșteri și mai pronunțate ale prețurilor produselor vegetale, în timp ce pe segmentul produselor de origine animală par să fi continuat tendințele anterioare – evoluții neuniforme, de amplitudine moderată.

³⁰ Potrivit statisticilor FMI.

IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

Pe parcursul ultimelor luni, BNR a efectuat două majorări succesive ale ratei dobânzii de politică monetară, nivelul acesteia fiind astfel ridicat la 8,0 la sută. De asemenea, banca centrală a continuat să sporească fermitatea controlului exercitat asupra lichidității de pe piața monetară și a menținut austeritatea mecanismului rezervelor minime obligatorii. Condițiile monetare în sens larg și-au redus însă gradul de restrictivitate comparativ cu cel consemnat în trimestrul III, ca urmare a accelerării inflației și a creșterii ample pe care a înregistrat-o cursul de schimb real efectiv al leului³¹.

Continuarea accelerării creșterii prețurilor de consum, precum și înrăutățirea substanțială a perspectivei inflației pe termen scurt și mediu, în principal ca efect al acțiunii factorilor de natura ofertei, dar și al persistenței presiunilor ridicate ale cererii au determinat Consiliul de administrație al BNR să reinițieze trendul crescător al ratei dobânzii de politică monetară; nivelul acesteia a fost majorat în octombrie 2007 și ianuarie 2008 cu câte 0,5 puncte procentuale, el atingând astfel valoarea de 8,0 la sută. Reacția fermă a băncii centrale a mai avut ca justificare amplificarea riscurilor inflaționiste, în special a celor induse de perspectiva continuării creșterii alerte a salariilor insuficient susținută de sporuri de productivitate și a majorării cheltuielilor bugetare în perioada electorală, precum și de potențiala înrăutățire a anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici și ale populației în ipoteza prelungirii abaterii ratei anuale a inflației de la țintă de-a lungul unei părți a anului 2008. Pentru a potența impactul deciziilor referitoare la rata dobânzii, banca centrală a continuat să sporească fermitatea controlului monetar, intensificarea operațiunilor de sterilizare a excedentului de lichiditate având ca efect reducerea treptată a ecartului dintre randamentele pieței monetare interbancare și rata dobânzii de politică monetară. Totodată, având în vedere dinamica ridicată a creditului acordat sectorului privat și perspectiva prelungirii acesteia, CA al BNR a hotărât să mențină ratele rezervelor minime obligatorii la nivelul de 20 la sută pentru pasivele

³¹ 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*).

constituite în moneda națională³² și, respectiv, la 40 la sută pentru pasivele denumite în valută.

Decizia operării unei creșteri de 0,5 puncte procentuale asupra ratei dobânzii de politică monetară (până la nivelul de 7,5 la sută) a fost adoptată de CA al BNR la finele lunii octombrie 2007, în condițiile în care actualizarea proiecției trimestriale a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu a relevat o deteriorare a *pattern*-ului ratei anuale prognozate a inflației de-a lungul celei mai mari părți a orizontului de transmisie a politicii monetare³³. La originea acesteia s-a aflat, în primul rând, reaccelerarea în trimestrul III 2007 a inflației, în principal ca efect al creșterii puternice a prețurilor produselor alimentare și al corecției suferite de cursul leu/euro în contextul turbulențelor produse pe piețele financiare internaționale. Revizuirea în sens ascendent a prognozei inflației a mai avut ca determinanți relativa reducere a restrictivității condițiilor monetare, precum și previzibila prelungire în prima parte a orizontului proiecției atât a trendului crescător al prețurilor produselor alimentare (potențat și de majorarea prețurilor similare pe piața externă), cât și a intensității presiunilor inflaționiste ale cererii. În plus, analizele efectuate au pus în evidență riscul ca aceste presiuni să fie chiar mai mari pe termen scurt – dată fiind potențiala lărgire temporară a *gap*-ului pozitiv dintre cererea și oferta internă de produse agricole și alimentare –, dar și mai persistente, în condițiile anticipării menținerii dinamicii înalte a câștigurilor salariale, precum și ale creșterii probabilității sporirii peste nivelul programat, cel puțin în 2008, a deficitului fiscal, dar și a ponderii deținute în totalul cheltuielilor bugetare de componenta ce alimentează consumul.

Argumentele majore ale celei de-a doua decizii de majorare cu 0,5 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară adoptată de CA al BNR în următoarea sa ședință de politică monetară (luna ianuarie 2008) le-au constituit prelungirea acțiunii inflaționiste a șocurilor de natura ofertei – în principal a creșterii prețurilor produselor alimentare –, concomitent cu apariția indiciilor amplificării presiunilor cererii. Astfel, contrar așteptărilor, în trimestrul III creșterea economică s-a accelerat ușor (până la 5,7 la sută – a se vedea Capitolul III. *Evoluții ale activității economice*), iar dinamica cererii interne a rămas la un nivel similar celui consemnat în intervalul anterior, în condițiile în care performanțele ofertei interne au fost advers afectate de scăderea producției agricole. În plus, cu toate că dinamica consumului efectiv al gospodăriilor populației a înregistrat o

³² Cu scadență reziduală mai mică de 2 ani.

³³ Comparativ cu proiecția anterioară (*Raportul asupra inflației* din august 2007).

scădere³⁴ (8,2 la sută, cu 2,5 puncte procentuale sub nivelul din intervalul precedent), aceasta a fost consecința cvasitotală a reculului autoconsumului, iar nevoia de compensare a acestuia a atras după sine o puternică creștere a dinamicii cumpărărilor de mărfuri (24 la sută), în special a celei a achizițiilor de bunuri alimentare. O asemenea evoluție a fost de natură să amplifice presiunile inflaționiste ale cererii – potențial materializabile în majorarea prețurilor produselor autohtone, dar și în accelerarea inflației importate pe fondul creșterii prețurilor unor produse agroalimentare pe piața internațională, precum și al manifestării efectelor deprecierei leului în raport cu principalele monede. În plus, caracteristicile structurale ale cererii interne au rămas nefavorabile din perspectiva dezechilibrului extern, soldul negativ al exportului net majorându-și dinamica în acest interval.

Reacția promptă a BNR a fost justificată și de evidențierea riscului sporirii în perioada următoare a dinamicii principalelor componente ale absorbției interne, implicit a presiunilor exercitate de aceasta asupra echilibrelor macroeconomice. Un indiciu în acest sens l-a constituit ampla creștere înregistrată de cheltuielile bugetare (curente – în special bunuri și servicii și cheltuieli de personal, dar și a celor de capital) în ultima parte a anului 2007, datele operative (inclusiv evoluția contului general al Trezoreriei) relevând faptul că relaxarea politicii fiscale a fost de proporții similare celei din ultima parte a anului trecut. Inclusiv datorită acestui efect expansionist, spre finele anului a apărut și riscul producerii unei redinamizări, cel puțin pe termen scurt, a cererii de consum a gospodăriilor; astfel, creșterea anuală a volumului cifrei de afaceri din comerț s-a reaccelerat în luna noiembrie³⁵ (în special pe seama vânzărilor de produse alimentare și a celor de autovehicule), evoluția corelându-se cu mișcarea ascendentă a dinamicii anuale a veniturilor populației, dar și cu accentuarea tendinței de înrăutățire a economisirii financiare nete a acestui segment.

Din această perspectivă, prin majorarea ratei dobânzii de politică monetară, banca centrală a urmărit să tempereze cererea de împrumuturi a gospodăriilor populației, în condițiile în care soldul acestora a consemnat pe parcursul primelor două luni din trimestrul IV 2007 o reaccelerare a ritmului mediu anual de creștere³⁶ în raport cu trimestrul precedent (62,1 la sută, față de 58,8 la sută). Un motiv de preocupare pentru banca centrală l-a constituit faptul că, în paralel cu prelungirea mișcării

³⁴ Impactul acestei evoluții asupra dinamicii cererii interne a fost contrabalansat de intensificarea de proporții a creșterii anuale a formării brute de capital fix (32,2 la sută, comparativ cu 19,4 la sută în trimestrul II 2007).

³⁵ După ce în octombrie înregistrase un recul amplu.

³⁶ În absența altor mențiuni, ratele anuale de creștere sunt exprimate în termeni reali.

ascendente a dinamicii împrumuturilor pentru locuințe, spre finele intervalului a avut loc o amplificare a ratei anuale de creștere a creditelor de consum (cu 6,0 puncte procentuale, până la 65,1 la sută). De asemenea s-a evidențiat riscul unei potențiale inversări a trendului descendent pe care s-a plasat pe parcursul a 17 luni dinamica anuală a creditelor în lei acordate persoanelor fizice; stimulii revigorării – cel puțin temporare – a creșterii acestei categorii de împrumuturi i-au constituit opera de către bănci a unor reduceri ale ratei dobânzii la împrumuturile noi (în mare parte cu caracter promoțional³⁷), lansarea sau promovarea agresivă a unor produse bancare atractive pentru clienți (în special credite de consum pe termen de 5 ani cu rată de dobândă fixă pe durata unui an), dar și cvasifinalizarea procesului de validare de către BNR a normelor prudențiale interne ale instituțiilor de credit referitoare la creditarea persoanelor fizice. În același timp, creditele în valută au continuat să-și amplifice dinamica anuală medie, cu toate că plusul consemnat de aceasta în intervalul octombrie-noiembrie (3,6 puncte procentuale, până la 117,8 la sută³⁸) a fost cu mult inferior celui acumulat în trimestrul III (15,5 puncte procentuale); nivelurile atinse de această dinamică au continuat însă să reprezinte maxime ale ultimilor doi ani – inclusiv datorită popularității crescânde de care s-au bucurat în ultima perioadă împrumuturile în valute netradiționale (în special franci elvețieni³⁹).

În favoarea operării rapide a celei de-a doua creșteri a ratei dobânzii de politică monetară a acționat și necesitatea contracarării tendinței de slăbire a înclinației spre economisire evidențiată începând cu ultima parte a trimestrului III; astfel, în pofida efectuării de către bănci a unor ajustări crescătoare ale randamentelor bonificate, rata medie anuală de creștere a depozitelor la termen în lei cu scadența sub doi ani ale persoanelor fizice s-a diminuat în intervalul octombrie-noiembrie la 9,9 la sută (de la 12,3 la sută în perioada iulie-septembrie); și dinamica plasamentelor în devize pe această scadență (exprimate în euro) a scăzut, însă mai lent (cu 1,2 puncte procentuale, până la 36,0 la sută). Cu toate acestea, soldul total al acestei categorii de depozite și-a majorat ușor rata anuală de creștere, evoluția reflectând însă exclusiv efectul statistic al deprecierei leului. În schimb, depozitele ON ale populației și-au accentuat sensibil trendul ascendent al dinamicii anuale (112,1 la sută,

³⁷ Reducerea ratelor dobânzilor nu a fost acompaniată de o diminuare a DAE, ceea ce sugerează caracterul temporar al scăderii operate asupra ratelor dobânzilor și/sau majorarea altor categorii de costuri asociate acordării împrumuturilor (comisioane).

³⁸ Exprimate în euro.

³⁹ Acestea au ajuns să reprezinte în luna noiembrie 7,8 la sută din soldul împrumuturilor acordate persoanelor fizice (față de 6,4, respectiv 1,8 la sută în septembrie, respectiv ianuarie 2007).

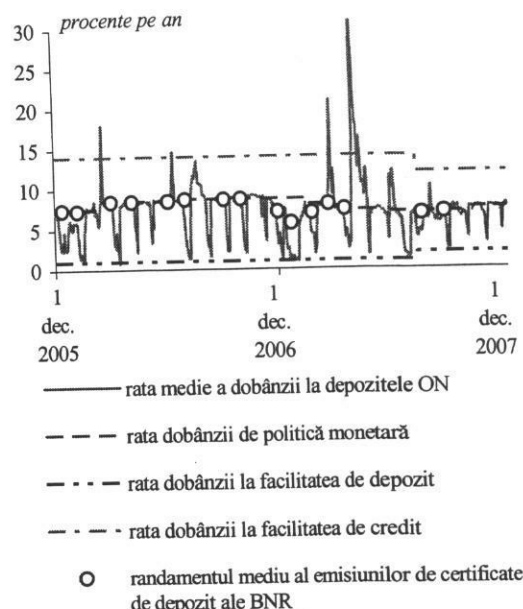
comparativ cu 107,2 la sută în trimestrul III), un aport crescând având însă componenta în valută a acestora (a cărei rată medie anuală de creștere a fost de 94,8 la sută, cu 4,1 puncte procentuale peste media lunilor iulie-septembrie); ritmul anual de creștere a depozitelor ON în lei ale persoanelor fizice a consemnat la rândul lui o majorare, dimensiunea acesteia fiind însă mai modestă decât cea consemnată în trimestrul III.

Un alt argument important al deciziilor de creștere a ratei dobânzii de politică monetară l-a constituit riscul manifestării efectelor secundare ale șocurilor inflaționiste de natura ofertei, în principal cel de producere a unei deteriorări substanțiale a anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici și ale populației – de natură să afecteze procesul de negociere a salariilor și comportamentul de stabilire a prețurilor. Acest risc era amplificat de: (i) amplitudinea neașteptat de mare a creșterilor înregistrate de prețurile produselor alimentare și de anticiparea prelungirii efectelor șocului pe partea ofertei generat de seceta din anul 2007 (potențată și de creșterea unora dintre aceste prețuri pe piața internațională), (ii) ponderea ridicată pe care o deține în coșul IPC componenta prețurilor produselor agroalimentare, precum și de (iii) efectuarea în prima parte a anului 2008 a unor ajustări de prețuri administrate.

O altă sursă de preocupare pentru banca centrală a constituit-o impactul nefavorabil exercitat asupra prețurilor de consum, dar potențial și asupra anticipațiilor inflaționiste, de continuarea trendului de depreciere a leului în raport cu euro și de creșterea volatilității și impredictibilității evoluției cursului de schimb (a se vedea subsecțiunea 2.2 *Cursul de schimb și fluxurile de capital*). Perspectiva menținerii cel puțin pe termen scurt a acestui comportament al ratei de schimb a leului era alimentată de consolidarea indiciilor: (i) prelungirii și chiar a accentuării incertitudinilor privind extinderea la nivel mondial a efectelor crizei de pe piața creditului ipotecar din SUA, precum și ale (ii) înrăutățirii – posibil chiar excesive – a percepției investitorilor financiari asupra evoluției unor fundamente economice interne.

Efectul majorării ratei dobânzii de politică monetară a fost potențat prin creșterea sensibilă a fermității controlului asupra lichidității. Pe parcursul întregului trimestru, excedentul de lichiditate a fost drenat preponderent prin atragerea de depozite cu scadența la două săptămâni, licitațiile aferente continuând să fie organizate săptămânal, la rată fixă a dobânzii; în cadrul acestora, banca centrală a absorbit integral sumele oferite de instituțiile de credit. În plus, pe lângă operațiunile de piață monetară cu caracter regulat, BNR a organizat pe parcursul lunii octombrie și 3 licitații de atragere de depozite pe scadența atipică de 5 zile; în luna decembrie, BNR a recurs din nou la

Ratele dobânzilor pe piața monetară interbancară



atrageri de depozite pe scadențe foarte scurte, urmărind prin aceasta atenuarea fluctuațiilor ample ale lichidității specifice unei perioade de final de an și implicit evitarea producerii unor mișcări ample indezirabile ale ratelor dobânzilor. În schimb, toate licitațiile de certificate de depozit ale BNR organizate în intervalul analizat s-au soldat cu respingerea tuturor ofertelor prezentate de instituțiile de credit, în condițiile în care valoarea acestora s-a situat sub pragul minim acceptabil (de 75 la sută din volumul anunțat). În pofida injecțiilor masive de lichiditate efectuate de Trezorerie, soldul mediu al operațiunilor *open market* ale BNR s-a situat la finele lunii decembrie la un nivel inferior cu circa 25 la sută celui din luna septembrie, comprimarea sa reflectând: (i) amplificarea relativă a absorbției de lichiditate pe seama evoluției numerarului în afara BNR și (ii) sporirea soldului mediu al contului curent al băncilor ca efect al măririi cererii de rezerve. Creșterea ratei dobânzii de politică monetară, precum și restrângerea sensibilă a apelului instituțiilor de credit la facilitatea de depozit au avut ca efect majorarea treptată a randamentului mediu al plasamentelor instituțiilor de credit la BNR; totodată, a devenit vizibilă o schimbare de comportament al randamentelor depozitelor interbancare, relevată de tendința tot mai pronunțată de stabilizare a acestora pe un palier aflat în proximitatea ratei dobânzii de politică monetară.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentele pieței interbancare s-au înscris pe o traiectorie crescătoare în trimestrul IV 2007 – plasându-se la un nivel apropiat ratei dobânzii de politică monetară – și și-au redus sensibil fluctuațiile. Cursul de schimb al leului și-a continuat trendul accentuat ascendent, în timp ce volatilitatea valorilor zilnice a atins maximul ultimilor doi ani. Lichiditatea din economie și-a reintensificat creșterea în perioada septembrie-noiembrie 2007, pe fondul sporirii dinamicii creditului acordat sectorului privat și al prelungirii expansiunii rapide a împrumuturilor sectorului public.

2.1. Ratele dobânzilor

Menținerea orientării ferme a politicii de control al lichidității și majorarea ratei dobânzii de politică monetară au determinat creșterea ratelor dobânzilor pieței interbancare pe parcursul trimestrului IV, media acestora (7,0 la sută) fiind superioară cu 1,2 puncte procentuale celei consemnate în trimestrul III. Totodată, volatilitatea ratelor medii zilnice ale dobânzilor ON s-a diminuat substanțial, atingând cel mai coborât nivel din ultimele zece trimestre.

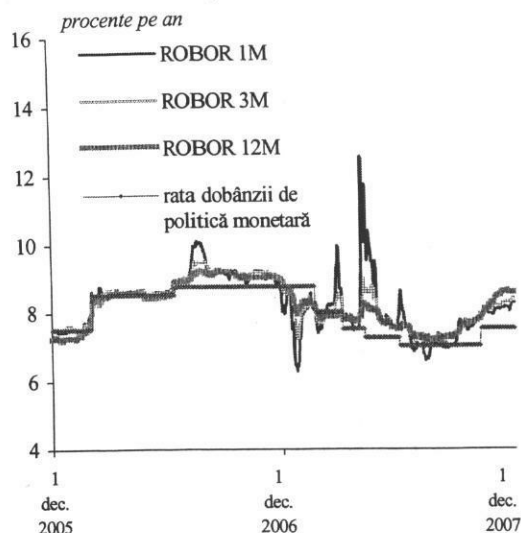
Randamentele interbancare s-au aliniat la nivelul ratei dobânzii de politică monetară de-a lungul celei mai mari părți a trimestrului, în condițiile în care BNR a continuat să accepte integral ofertele instituțiilor de credit la licitațiile de depozite pe scadența de 2 săptămâni, efectuând totodată și o serie de operațiuni *open market* pe maturități mai scurte, care au facilitat contracararea unor șocuri temporare asupra lichidității. În aceste condiții, atât amplitudinea, cât și durata declinului tradițional al ratelor dobânzilor ON de la sfârșitul perioadelor de constituire a RMO s-au diminuat în comparație cu intervalele precedente; evoluția poate fi interpretată și ca un indiciu al unei potențiale ameliorări a managementului rezervelor practicat de instituțiile de credit, produsă pe fondul menținerii consecvenței atitudinii ferme adoptate de banca centrală în exercitarea controlului asupra lichidității. Reflectând efectul majorării ratei dobânzii de politică monetară, precum și reducerea decalajului dintre aceasta și valorile zilnice ale randamentelor interbancare, media lunară a celor din urmă s-a înscris pe un trend ascendent pe parcursul trimestrului, atingând în decembrie un nivel de 7,3 la sută (față de 6,1 la sută în septembrie).

Pe acest fundal, intervalul în care s-au situat valorile medii zilnice ale ratelor dobânzilor ON a continuat să se restrângă (3,1-7,9 la sută), iar media trimestrială a *spread*-ului dintre cotațiile *bid* și *ask* pe această scadență a atins în perioada analizată un nou minim istoric (0,7 puncte procentuale).

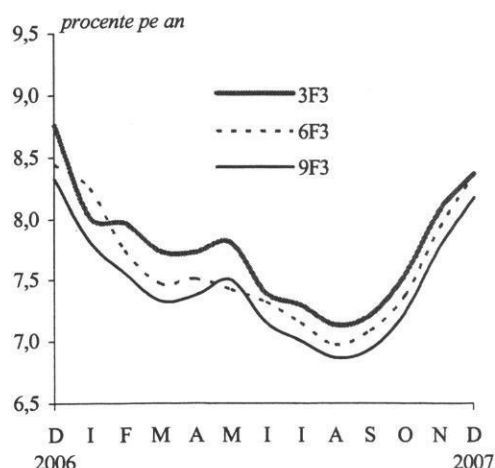
Curba randamentelor ROBOR (1M-12M) a urcat pe parcursul trimestrului pe întreg spectrul de scadențe, evoluția sa reflectând formarea anticipațiilor pieței în sensul creșterii ratelor dobânzilor în prima parte a anului 2008. Media acestor cotații a sporit în decembrie cu 1,1 puncte procentuale comparativ cu nivelul consemnat în urmă cu trei luni, aceasta întrerupându-și astfel tendința descendentă care a caracterizat-o în precedentele patru trimestre. Majorarea a fost relativ mai pronunțată pe maturitățile superioare, fapt ce a condus la accentuarea pantei pozitive a curbei (*spread*-ul dintre cotațiile ROBOR 12M și ROBOR 1M extinzându-se la 0,4 puncte procentuale).

Prevalența așteptărilor favorabile plasării randamentelor interbancare pe un palier mai ridicat pe orizontul următoarelor trimestre este ilustrată și de evoluția ratelor *forward* implicate. Potrivit acestora, în decembrie se anticipa ca media cotațiilor ROBOR 3M să atingă 8,4 la sută în lunile martie și iunie 2008 (nivel superior cu 1,3, respectiv 1,4 puncte procentuale valorilor calculate pornind de la randamentele medii din septembrie), urmând să se diminueze la 8,2 la sută în a doua parte a anului.

Rata dobânzii de politică monetară
și ratele ROBOR



Rate forward implicate



Și randamentele pieței primare a titlurilor de stat au urcat, însă abia în a doua parte a trimestrului IV (când au atins valorile cele mai ridicate de la începutul anului), în condițiile în care în prima jumătate a intervalului autoritatea publică a sistat temporar emisiunile de titluri de stat, în încercarea de a se opune creșterii ratelor dobânzilor. Astfel, pe parcursul perioadei analizate, MEF a efectuat doar 3 emisiuni de titluri de stat (din 11 anunțate), în valoare totală de 503 milioane lei (în condițiile în care suma anunțată a fost de 2 444 milioane lei), punând în circulație certificate de trezorerie cu scadența la 6 luni și obligațiuni de stat pe termen de 10 ani. Randamentele medii aferente celor două categorii de titluri de stat s-au situat la nivelul de 7,85, respectiv 7,36 la sută, fiind superioare cu 1,1, respectiv cu 0,6 puncte procentuale ratelor medii ale dobânzilor titlurilor similare ca scadență emise în trimestrul III. Randamentele minime solicitate la licitațiile de titluri de stat au crescut aproape continuu, ajungând să le depășească cu 0,3 până la 0,9 puncte procentuale pe cele de la finele trimestrului III.

În intervalul octombrie-decembrie, valoarea operațiunilor (definitive+reversibile) efectuate pe piața secundară a titlurilor de stat a atins un nivel record (pentru o perioadă în care BNR nu a fost prezentă pe această piață), de 8 427 milioane lei⁴⁰. Mai mult de jumătate din acestea s-au efectuat în luna decembrie, când valoarea lunară (4 716 milioane lei) s-a triplat comparativ cu media primelor 11 luni, în principal datorită tranzacționării unor pachete de titluri de stat de valori mari între bănci și nerezidenți⁴¹. La nivelul trimestrului, cea mai mare parte a operațiunilor ireversibile s-a efectuat cu înscrisuri având scadența reziduală de 1 și 5 ani, randamentele medii corespunzătoare majorându-se față de cele consemnate în trimestrul III de la 6,44 la 6,71 la sută, respectiv de la 6,93 la 7,58 la sută. O creștere ușoară comparativ cu perioada anterioară au înregistrat și ratele *repo* aferente operațiunilor reversibile, însă doar în cazul tranzacțiilor cu maturități de 1 și 4 luni (de la 6,61 la 6,68 la sută, respectiv de la 6,15 la 6,20 la sută).

Creșterea ratei dobânzii de politică monetară de la sfârșitul lunii octombrie și majorarea cotațiilor interbancare ROBID și ROBOR au imprimat un trend ascendent ratelor medii ale dobânzilor la depozitele noi la termen în perioada septembrie-noiembrie 2007. Astfel, randamentul mediu oferit pentru plasamentele la termen noi ale populației s-a plasat în noiembrie la 6,88 la sută (în creștere cu 0,51 puncte procentuale față de luna august), iar cel aferent plasamentelor similare ale

⁴⁰ Peste 91 la sută din totalul lor fiind declarate ireversibile.

⁴¹ Fără ca portofoliile de titluri de stat ale acestora să sufere însă modificări importante la sfârșitul perioadei.

societăților nefinanciare s-a majorat în același interval cu 0,67 puncte procentuale (până la 7,33 la sută).

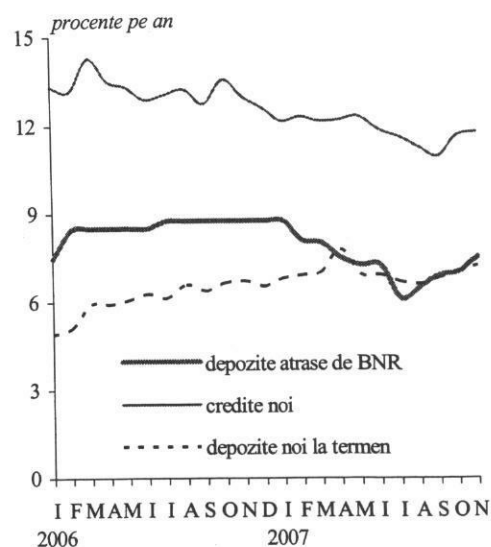
În cazul creditelor noi acordate în acest interval, evoluțiile au fost însă neuniforme. Astfel, după ce a înregistrat o scădere în septembrie, rata medie a dobânzii la creditele noi ale companiilor nefinanciare a preluat în octombrie și noiembrie mișcarea ascendentă a randamentelor de pe piața interbancară, atingând la finele intervalului un nivel superior cu 0,92 puncte procentuale celui din august. În schimb, rata medie a dobânzii împrumuturilor noi ale populației a consemnat fluctuații lunare divergente ca sens în fiecare din cele trei luni – acumulând pe ansamblul acestora doar un spor marginal de 0,04 puncte procentuale (până la 12,20 la sută)⁴². Evoluția a fost în principal rezultanta menținerii concurenței puternice din sistemul bancar, care a determinat instituțiile de credit să lanseze noi produse cu caracter promoțional (de exemplu, credite de consum cu rată de dobândă fixă pentru o anumită perioadă). La rândul ei, rata medie a dobânzilor la creditele *overdraft* a avut evoluții opuse ca sens la nivelul celor două categorii de clienți; astfel, pe segmentul populației, această rată a dobânzii a scăzut pe ansamblul perioadei cu 22 puncte de bază (până la 21,77 la sută), în timp ce pe segmentul societăților nefinanciare s-a majorat cu 0,71 puncte procentuale (12,18 la sută în noiembrie).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

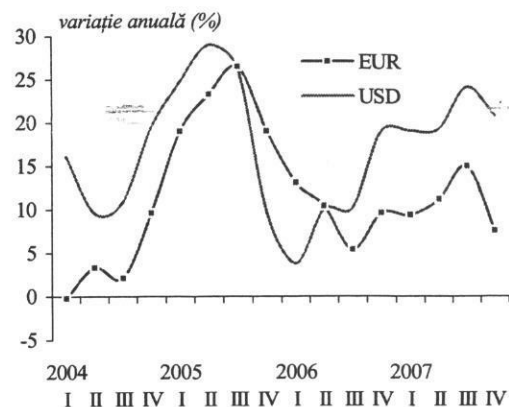
Cursul de schimb al leului și-a continuat în trimestrul IV trendul accentuat ascendent, evoluția sa receptând efectul creșterii aversiunii față de risc a investitorilor financiari produse pe fondul sporirii îngrijorării provocate de extinderea la nivel mondial a efectelor crizei de pe piața creditului ipotecar din SUA. Impactul acestui context extern advers a fost amplificat de creșterea gradului de circumspecție a operatorilor valutar față de perspectivele evoluției pe termen scurt a ratei de schimb a leului, datorată, în principal, continuării deteriorării poziției externe a economiei românești, dar și a altor parametri macroeconomici. Drept consecință, cursul de schimb leu/euro a înregistrat pe ansamblul perioadei cea mai amplă creștere din trimestrul II 2002; totodată, volatilitatea valorilor zilnice ale raportului leu/euro a atins maximul ultimilor doi ani.

În acest context, în luna decembrie 2007, comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, leul a consemnat în raport cu euro prima depreciere nominală din ultimii patru ani (3,3 la sută); în termeni reali moneda națională s-a apreciat față de moneda

Ratele dobânzilor în sistemul bancar



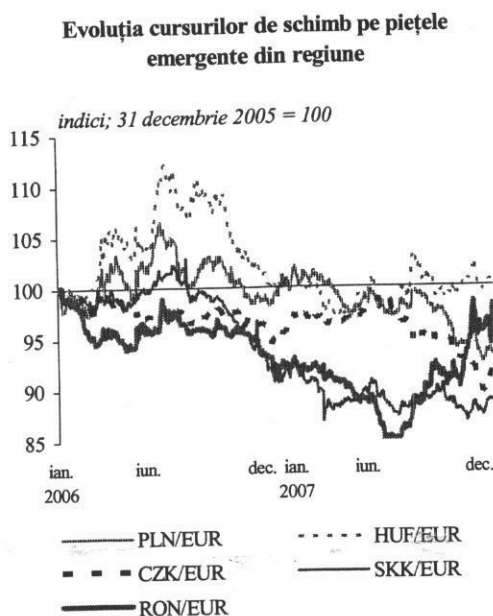
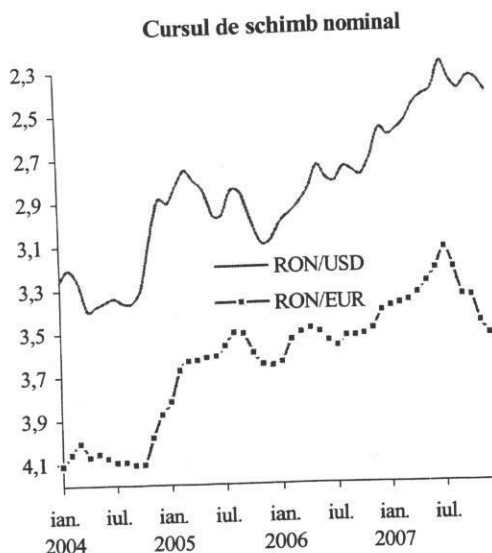
Evoluția în termeni reali a cursului de schimb al leului*



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

Sursa: INS, BNR

⁴² În schimb, rata medie a dobânzii la creditele noi în euro acordate populației a scăzut în această perioadă cu 0,09 puncte procentuale, până la 7,69 la sută.



Sursa: BNR, BCE

Europeană cu 3,1 la sută (comparativ cu o apreciere cumulată de 2, respectiv 6,0 la sută pe primele nouă luni ale anului). În raport cu dolarul, în condițiile în care valoarea acestuia a scăzut față de moneda europeană, leul și-a diminuat doar marginal aprecierea nominală (6,5 la sută) și și-a sporit-o pe cea reală (13,5 la sută). Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb înregistrate pe ansamblul lunilor octombrie-decembrie, moneda națională și-a diminuat substanțial aprecierea înregistrată anterior atât față de euro (0,8 la sută în termeni nominali și 7,6 la sută în termeni reali), cât și față de dolar (13,2 la sută în termeni nominali și 20,8 la sută în termeni reali).

Presiunile în direcția deprecierei monedei naționale au scăzut sensibil în intensitate în luna octombrie, în contextul refacerii parțiale a apetitului pentru risc al investitorilor financiari, al ușoarei creșteri a optimismului privind evoluțiile din regiune⁴³ și al anticipării reducerii ratei dobânzii de către FED. Inclusiv pe acest fond, evoluția cursului de schimb al leului în raport cu euro a receptat în acest interval influența: (i) sporirii fluxului de investiții directe și împrumuturi financiare ale sectorului nebanca; (ii) creșterii investițiilor de portofoliu⁴⁴; (iii) menținerii la un nivel relativ ridicat a soldului depozitelor nerezidenților, în principal datorită sporirii randamentelor pieței monetare pe fondul creșterii fermității controlului exercitat de BNR asupra lichidității și, ulterior, al formării așteptărilor în sensul majorării ratei dobânzii de politică monetară⁴⁵. Deși cursul de schimb leu/euro a consemnat o creștere abruptă în data de 22, ca urmare a apariției unor semnale divergente privind evoluția economiei americane, precum și a unor avertismente privind perspectivele economiei românești⁴⁶, pe ansamblul lunii octombrie moneda națională a pierdut în termeni nominali numai 0,2 la sută în raport cu euro.

În luna noiembrie presiunile în direcția deprecierei leului s-au reamplificat, în principal ca efect al unei noi accentuări a aversiunii față de risc a investitorilor financiari, produse pe fondul creșterii îngrijorării provocate de extinderea pierderilor suferite de unele instituții financiare externe și de deteriorarea

⁴³ În luna octombrie, principalele monede de pe piețele din regiune s-au întărit în raport cu euro.

⁴⁴ Volumul operațiunilor derulate de nerezidenți în luna octombrie la BVB s-a dublat față de luna anterioară iar soldul acestora a redevenit ușor pozitiv.

⁴⁵ În data de 31 octombrie 2007, CA al BNR a decis majorarea ratei dobânzii de politică monetară la 7,5 la sută.

⁴⁶ În data de 22 octombrie agenția internațională de evaluare financiară Coface a diminuat la A- rating-ul de țară pe termen scurt acordat României.

perspectivelor economiei americane⁴⁷ și ale inflației pe plan mondial. Acestui factor i s-a alăturat creșterea gradului de circumspecție a operatorilor valutari față de perspectivele evoluției pe termen scurt a raportului leu/euro, datorată în principal continuării deteriorării poziției externe a economiei românești. Drept consecință, mișcările zilnice ale cursului de schimb al leului au devenit deosebit de sensibile față de evenimentele și informațiile economice apărute în acest interval, mai ales față de cele cu conotații nefavorabile; acest comportament al cursului de schimb a fost potențat și de relativa scădere a fluxului de împrumuturi financiare – în principal ale sectorului bancar – precum și a celui de investiții directe. În aceste condiții, traiectoria raportului leu/euro s-a corelat cu cea a principalelor monede din regiune doar în primele zile ale lunii, pentru ca ulterior acest raport să consemneze un episod de creștere accelerată și o amplificare puternică a volatilității⁴⁸ sale, în contextul: (i) revizuirii perspectivei *rating*-ului României de către agenția de evaluare financiară Standard and Poor's de la stabil la nefavorabil și (ii) al anunțării valorii IPC aferent lunii octombrie (care a depășit-o pe cea din sondajul Bloomberg). Ca reflexie a creșterii nervozității pieței valutare interbancare și a accentuării comportamentului speculativ al operatorilor valutari, cererea excedentară de devize s-a amplificat, deficitul consemnat pe piața valutară interbancară în noiembrie atingând maximul istoric. Creșterea cursului de schimb a consemnat o întrerupere (temporară însă) în ultimele zile ale lunii, sub influența: (i) apariției datelor privind creșterea economică în trimestrul III, al cărei ritm a depășit așteptările majorității analiștilor, precum și (ii) detensionării temporare a piețelor financiare internaționale (inclusiv ca efect al comunicatelor emise de BCE și de Banca Angliei referitoare la măsurile preconizate pentru a suplimenta lichiditatea piețelor monetare). Cu toate acestea, pe plan regional, leul a înregistrat cea mai amplă depreciere lunară față de euro (3,4 la sută)⁴⁹.

În luna decembrie, comportamentul cursului de schimb al leului a fost marcat de efectele puseurilor succesive de tensiune produse pe piețele monetare externe, precum și de amplificarea la nivel global a incertitudinilor generate de criza de pe piața creditului ipotecar din SUA. Pe lângă faptul că leul și-a prelungit pe acest fond trendul de depreciere în raport cu euro, volatilitatea valorilor zilnice ale cursului de schimb a atins maximul ultimilor doi ani, depășind parametrul similar al

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2006 11 luni	2007 11 luni
Contul financiar	7 544	14 499
Investiții directe	7 621	6 555
reșidenți în străinătate	-308	21
nerezidenți în România	7 929	6 534
Investiții de portofoliu și derivate financiare	-425	143
reșidenți în străinătate	-545	-46
nerezidenți în România	120	190
Alte investiții de capital	5 401	12 453
din care:		
pe termen mediu și lung	2 321	3 172
pe termen scurt	2 898	388
numerar și depozite pe termen scurt	928	6 082
Active de rezervă ale BNR (net)		
("-" creștere/"+" scădere)	-5 053	-4 652

⁴⁷ În data de 20 noiembrie a fost publicată minuta FOMC al FED din 30-31 octombrie, care include proiecția revizuită în sens descendent a PIB pentru anul 2008.

⁴⁸ În luna noiembrie volatilitatea cursului de schimb leu/euro a atins cea mai mare valoare din august 2005.

⁴⁹ Deprecieri în raport cu euro au mai consemnat în noiembrie lira turcească (2,3 la sută) și forintul maghiar (1,3 la sută).

monedelor regionale. Leul a resimțit și în acest interval cu intensitate mărită influențele contextului internațional, în condițiile în care deciziile investitorilor financiari privind plasamentele pe piața financiară locală au continuat să fie afectate de deteriorarea – posibil excesivă – a percepției acestora asupra evoluției curente și a perspectivelor pe termen scurt ale economiei românești. Impactul acestora, dar și al posibilei creșteri sezoniere a volumului importurilor s-a concretizat în atingerea în luna decembrie a unui nou maxim istoric al cererii nete de devize de pe piața valutară interbancară. Temporar, presiunile în direcția deprecierei monedei naționale au slăbit – leul înregistrând episoade de întărire în raport cu euro – în principal sub influența relativei îmbunătățiri a condițiilor lichidității piețelor monetare externe ca urmare a măsurilor adoptate de principalele bănci centrale⁵⁰. Cu toate acestea, și în luna decembrie leul a înregistrat în raport cu moneda europeană cea mai amplă depreciere din întreaga regiune (1,6 la sută).

În condițiile previzibilei prelungiri a incertitudinilor pe piața financiară internațională, este de așteptat ca pe termen scurt comportamentul cursului de schimb al leului să fie marcat de posibilele schimbări de atitudine a investitorilor financiari față de piața financiară românească. La rândul ei, această atitudine va continua să fie puternic influențată de eventuale repetări ale episoadelor de tensiune a piețelor monetare externe, dar și de sensibilitatea sa crescută față de evoluția și perspectivele fundamentelor economice interne.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Viteza de creștere⁵¹ a masei monetare (M3) s-a reaccelerat în perioada septembrie-noiembrie 2007 (cu 2,7 puncte procentuale, până la 22,6 la sută – una dintre cele mai înalte valori medii din seria de date disponibile); tendința nu a fost însă uniformă de-a lungul intervalului, relativa stabilizare a dinamicii anuale din primele două luni fiind urmată de un salt al acesteia în noiembrie 2007. Pe parcursul perioadei, cel mai important determinant al redinamizării M3 a fost intensificarea ușoară a creșterii economice; acestui factor i s-au alăturat în luna noiembrie 2007 majorarea puternică a cheltuielilor bugetare⁵² și efectul statistic semnificativ al deprecierei monedei

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

variație procentuală în termeni reali							
	2006	2007				oct.	nov.
	IV	I	II	III			
	medii lunare						
M3	19,2	22,2	20,1	20,8	20,6	26,2	
M1	35,8	51,7	49,1	49,7	45,9	59,3	
Numerar în circulație	28,4	22,1	21,4	24,4	23,6	32,5	
Depozite overnight	39,5	66,5	63,9	62,7	56,3	72,1	
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	9,0	3,5	0,7	-0,1	1,3	2,4	

Sursa: INS, BNR

⁵⁰ În data de 12 decembrie FED, BCE, Banca Angliei, Banca Elveției și Banca Canadei au inițiat un pachet de măsuri destinat detensionării piețelor monetare.

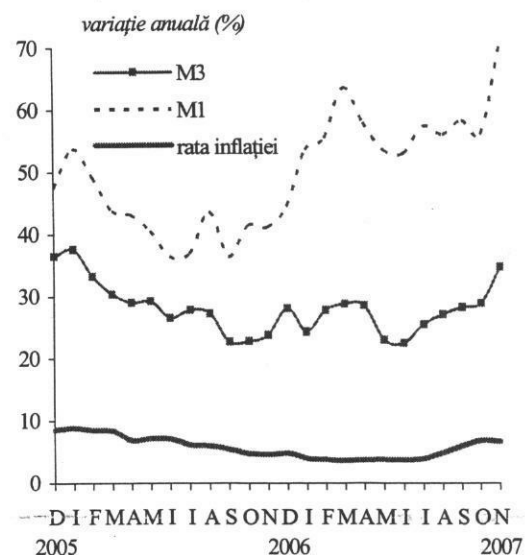
⁵¹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada septembrie-noiembrie 2007, exprimate în termeni reali la finele lunii.

⁵² În luna noiembrie 2007, bugetul general consolidat a înregistrat deficit, după zece luni de excedent.

naționale⁵³. În schimb, adâncirea deficitului balanței comerciale (ușor încetinită însă) a continuat să exercite un efect de frânare a creșterii masei monetare. Din punctul de vedere al contrapartidelor, principalele surse ale creației monetare le-au reprezentat: (i) accelerarea creșterii creditului acordat sectorului privat, (ii) prelungirea trendului ascendent al dinamicii creditului acordat sectorului public, (iii) diminuarea efectului contracționist exercitat de depozitele administrației publice centrale (ca urmare a disipării efectului de bază generat de privatizarea BCR în luna octombrie 2006, precum și a încetinerii creșterii soldului contului Trezoreriei la BNR) și (iv) temperarea ritmului de creștere a pasivelor financiare pe termen lung (exclusiv conturile de capital). În sens opus au acționat: (i) accentuarea declinului soldului activelor externe nete ale sistemului bancar și (ii) majorarea ritmului de creștere a conturilor de capital.

Reaccelerarea vitezei de creștere a M3 s-a localizat atât la nivelul masei monetare în sens restrâns (M1) – a cărei expansiune a fost mai pregnantă în luna noiembrie 2007, când a înregistrat de altfel un record absolut al dinamicii anuale (59,3 la sută) –, cât și al depozitelor la termen cu scadența sub doi ani; în schimb, instrumentele financiare tranzacționabile și-au amplificat variația negativă. Ambele componente ale M1 au contribuit la reluarea traseului ascendent al dinamicii medii a acestora. Totuși, în cazul depozitelor *overnight*, doar cele aparținând populației (atât cele denominate în lei, cât și cele în valută) și-au mărit viteza de creștere, această evoluție reflectând: (i) sporirea veniturilor, îndeosebi a componentei acestora alimentate din surse bugetare⁵⁴, (ii) reducerea continuă a depozitelor constituite de persoanele fizice la Trezoreria statului și (iii) menținerea la un nivel înalt a ratei medii a dobânzii depozitelor la vedere ale acestui segment. În schimb, ritmul de creștere a depozitelor *overnight* ale companiilor și-a prelungit declinul, deși, în luna noiembrie 2007, variația anuală a acestor disponibilități a consemnat o amplificare importantă, cauzată cel mai probabil de suplimentarea volumului cheltuielilor bugetare.

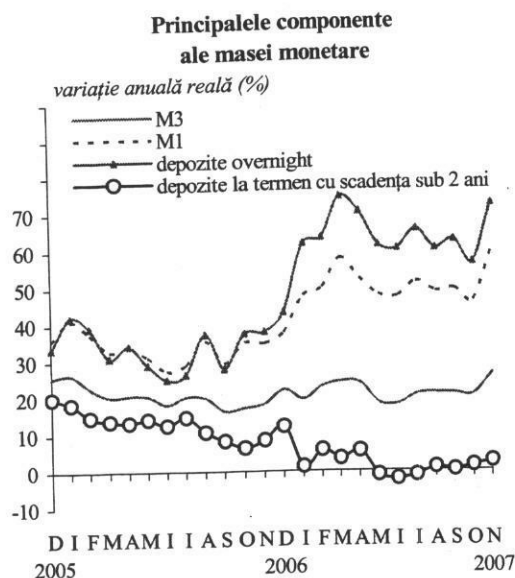
Masa monetară și rata inflației



Sursa: INS, BNR

⁵³ La finele lunii noiembrie, leul a consemnat o depreciere în raport cu euro de 4,8 la sută, comparativ cu finele lunii precedente (cea mai mare creștere nominală lunară a cursului leu/euro din iunie 2002); ca urmare, pentru prima oară în ultimele 15 luni, la sfârșitul lunii noiembrie 2007 moneda națională a înregistrat o depreciere nominală comparativ cu aceeași perioadă din anul precedent.

⁵⁴ Aplicarea tranșei a treia de majorare a salariilor din sectorul bugetar, majorarea pensiilor (+ 30 la sută la valoarea punctului de pensie, precum și creșterea pensiilor agricultorilor) și efectuarea de plăți din contul Autorității Naționale pentru Restituirea Proprietăților.



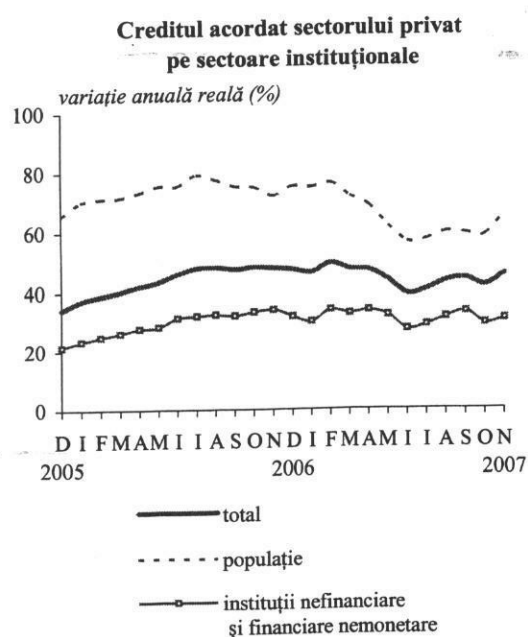
Sursa: INS, BNR

Dinamica depozitelor la termen cu maturitatea sub doi ani s-a plasat, în premieră pentru seria de date disponibilă, pe o traiectorie crescătoare. Pe lângă efectele statistice ale deprecierei monedei naționale, la baza acestei evoluții s-a mai aflat temperarea declinului consemnat de dinamica depozitelor companiilor și respectiv ale administrațiilor locale și de asigurări sociale. Printre factorii care au influențat favorabil depozitele corespunzătoare ale companiilor s-au numărat: (i) posibila îmbunătățire a situației financiare a firmelor, sugerată de creșterea indicelui mediu anual al volumului cifrei de afaceri din industrie⁵⁵, (ii) restrângerea portofoliului de titluri de valoare al companiilor, prin ajungerea la scadență a unor obligațiuni bancare emise în anul 2004 și (iii) creșterea ratelor medii ale dobânzilor în lei și în euro oferite pentru depozitele noi la termen sub doi ani ale societăților nefinanciare. În schimb, în pofida creșterii randamentelor medii aferente, ritmul de creștere a depozitelor la termen cu scadența maximă de doi ani ale populației s-a încetinit, atât în cazul componentei în lei, cât și al celei în valută; totuși, dinamica soldului total al acestor depozite a consemnat o relativă stabilizare, exclusiv ca efect al creșterii cursului de schimb din luna noiembrie 2007.

Ponderea depozitelor în valută în M3 (27,7 la sută, ca medie a perioadei) și-a întrerupt trendul descendent amorsat în urmă cu doi ani și jumătate, reflectând în special accelerarea creșterii depozitelor *overnight* în valută ale populației și temperarea decelerării depozitelor la termen sub doi ani în devize ale companiilor.

Creditul

Ritmul de creștere⁵⁶ a creditului acordat sectorului privat (43,7 la sută) a consemnat o majorare în perioada septembrie-noiembrie 2007, datorată prelungirii creșterii dinamicii componentei în valută, dar și efectului statistic al deprecierei leului. Astfel, ponderea creditului în valută în totalul împrumuturilor sectorului privat a redevenit, după aproape un an și jumătate, majoritară (52,0 la sută, medie a perioadei). Evoluția ascendentă a componentei în devize a continuat să fie impulsionată de eliminarea la începutul anului 2007 a limitelor impuse instituțiilor de credit pentru expunerile rezultate din acordarea de împrumuturi în valută⁵⁷, fiind alimentată și de



Sursa: INS, BNR

⁵⁵ În perioada septembrie-noiembrie 2007, indicele mediu pe 12 luni al volumului cifrei de afaceri din industrie, total piața internă și piața externă (108,7 la sută), a crescut cu 1,3 puncte procentuale (după o scădere de 5,5 puncte procentuale în perioada analizată anterior).

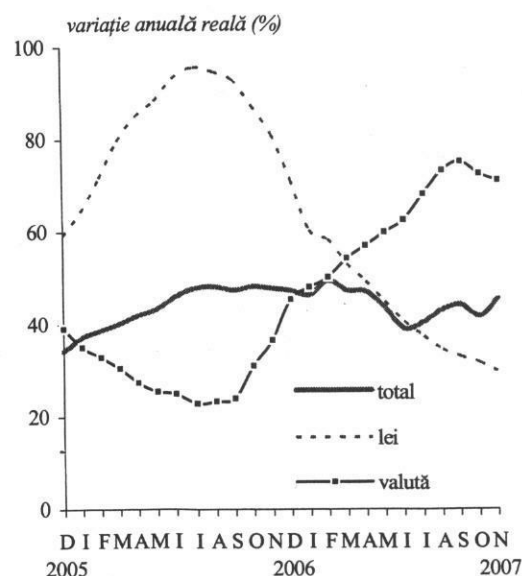
⁵⁶ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada menționată, exprimate în termeni reali la finele lunii.

⁵⁷ Începând din ianuarie 2007 a fost abrogată Norma nr.11/2005 privind limitarea gradului de concentrare a expunerilor din credite în valută.

menținerea accesului facil al instituțiilor de credit la sursele de finanțare externă⁵⁸; o contribuție la accelerarea în luna noiembrie a creșterii contravalorii în lei a creditului în valută și-a adus-o și efectul statistic exercitat de deprecierea în această lună a monedei naționale. În plus, concurența puternică din sistemul bancar, dar mai ales cvasifinalizarea procesului de validare a normelor prudențiale interne referitoare la creditarea persoanelor fizice și-au menținut influența stimulativă asupra ofertei de împrumuturi a instituțiilor de credit (atât în lei, cât și în devize). La rândul ei, cererea de împrumuturi a fost susținută de creșterea veniturilor populației, precum și de relativa relaxare a condițiilor de creditare (inclusiv de reducerea unor rate ale dobânzilor).

Creșterea dinamicii soldului împrumuturilor bancare a reflectat preponderent evoluția ascendentă a variației anuale a creditelor acordate persoanelor fizice, în special a componentei în devize (exprimate în euro). Aceasta a fost mai pregnantă în cazul segmentului destinat consumului⁵⁹; astfel, după trei luni de relativă stagnare, viteza de creștere anuală a creditelor în valută cu această destinație și-a reluat ascensiunea în luna noiembrie 2007, atingând un maxim al ultimilor doi ani (inclusiv pe seama intensificării ritmului de creștere a împrumuturilor în valute netradiționale, în special franci elvețieni). În aceste condiții, dinamica anuală a creditelor pentru consum a consemnat o ușoară variație ascendentă, în pofida prelungirii tendinței de temperare a creșterii componentei în lei a acestor împrumuturi⁶⁰. În schimb, pe segmentul creditelor pentru locuințe, sporul de dinamică al creditelor în valută (exprimate în euro) a fost relativ redus, reflectând majorarea ușoară a ratelor medii ale dobânzilor aferente împrumuturilor noi în euro cu această destinație, dar mai ales creșterea incertitudinii privind perspectiva evoluției cursului de schimb al leului; la rândul ei, componenta în lei a creditelor pentru locuințe a continuat să-și decelereze creșterea, în condițiile în care ratele dobânzilor aferente au consemnat o mișcare ascendentă. Viteza de creștere a împrumuturilor persoanelor fizice a continuat să fie dublă față de cea a companiilor, astfel încât ponderea celor dintâi în totalul

**Creditul acordat sectorului privat
pe monede**



Sursa: INS, BNR

⁵⁸ Raportul mediu dintre pasivele externe în valută ale instituțiilor de credit și împrumuturile acordate în devize sectorului privat a continuat să consemneze o valoare relativ ridicată (70 la sută) pe ansamblul perioadei; totuși, în luna noiembrie, acest raport s-a diminuat, ca urmare a preschimbării unor depozite denominate în valută în depozite denominate în lei.

⁵⁹ Până în luna decembrie 2006, conform datelor din *Situația comportamentului financiar al populației și agenților economici în profil teritorial* (exclusiv Creditcoop), iar din ianuarie 2007 pe baza raportărilor instituțiilor de credit conform Normei BNR nr. 13/2006.

⁶⁰ Ponderea componentei în lei în total credite de consum s-a redus în noiembrie la 58,3 la sută, față de 62,7 la sută în august 2007.

împrumuturilor sectorului privat a consemnat o nouă valoare record (47,5 la sută, medie a perioadei).

Și creditele acordate companiilor au consemnat o relativă majorare de ritm, însă aceasta s-a datorat exclusiv efectelor contabile ale deprecierei monedei naționale. Datele statistice degrevate de această influență pun în evidență încetiniri ale dinamicii împrumuturilor acordate companiilor pe toate scadențele majore. Printre cauzele posibile ale acestei evoluții se numără deprecierea leului, creșterea ratelor medii ale dobânzii la creditele noi în euro ale societăților nefinanciare, precum și apelul mai intens al firmelor la sursele de finanțare proprii⁶¹ sau la cele din străinătate⁶².

În schimb, creditul acordat sectorului public și-a continuat expansiunea rapidă, reflectând amplificarea cererii de împrumuturi a administrației publice locale, dar și dinamica ascendentă a stocului titlurilor de stat deținut de instituțiile de credit.

⁶¹ Conform datelor CRB, volumul creditelor noi acordate sectoarelor productive (industrie, agricultură și construcții) a fost de aproape două ori mai mic față de cel din perioada precedentă.

⁶² Valoarea creditelor financiare externe nete de care a beneficiat sectorul nebanca în lunile septembrie-noiembrie 2007 a fost superioară celei consemnate în perioada iunie-august 2007.

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației la sfârșitul anului 2008 la nivelul de 5,9 la sută, cu 1,6 puncte procentuale peste cel prognozat în Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2007 și cu 1,1 puncte procentuale peste limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei de inflație stabilite pentru anul curent (3,8 la sută $\pm$ 1 punct procentual). Se prognozează reluarea dezinflației cu începere din trimestrul II 2008 și reînscrisirea ratei inflației în intervalul din jurul țintei începând cu trimestrul II 2009. Inflația proiectată pentru finele anului viitor se situează la nivelul de 3,9 la sută.

Revizuirea prognozei este rezultatul unor evoluții recente care marchează abateri substanțiale față de coordonatele proiecției precedente. Aceste abateri sunt datorate unui cumul de factori: (i) șocurile produse în a doua jumătate a anului 2007 asupra cursului de schimb al leului și persistența efectelor lor în prima parte a anului 2008, (ii) excesul de cerere suplimentar generat de creșterile deficitului bugetar și ale veniturilor populației la sfârșitul anului 2007 și în primul trimestru al anului 2008, (iii) creșteri ale prețurilor administrate mai mari decât cele proiectate anterior atât pentru trimestrul IV 2007, cât și pe parcursul anului 2008, (iv) efectele destabilizatoare ale acestor șocuri asupra anticipațiilor privind inflația. Chiar dacă rata dobânzii de politică monetară a fost majorată ca răspuns la evoluțiile și perspectivele economiei, atât deprecierea nominală a leului, cât și ajustarea în sus a anticipațiilor privind inflația au indus o reducere a restrictivității condițiilor monetare în termeni reali, slăbind temporar presiunea exercitată de acestea asupra cererii agregate la începutul intervalului de prognoză.

Pentru anul 2008, scenariul de bază prevede o dezinflație comparabilă cu cea proiectată anterior (inflația anuală scăzând de la un maxim de 8,3 la sută proiectat pentru trimestrul I 2008 la 5,9 la sută la sfârșitul anului, față de reducerea de la 6,3 la sută la 4,3 la sută prognozată în luna noiembrie). Proiecția scăderii inflației în a doua jumătate a intervalului de prognoză se bazează pe impactul restrictivității programate a condițiilor monetare reale asupra cererii agregate, pe ipoteza epuizării efectelor negative ale secetei din anul 2007 odată cu obținerea în 2008 a noii recolte agricole și pe temperarea anticipațiilor privind inflația pe măsura consolidării procesului dezinflaționist.

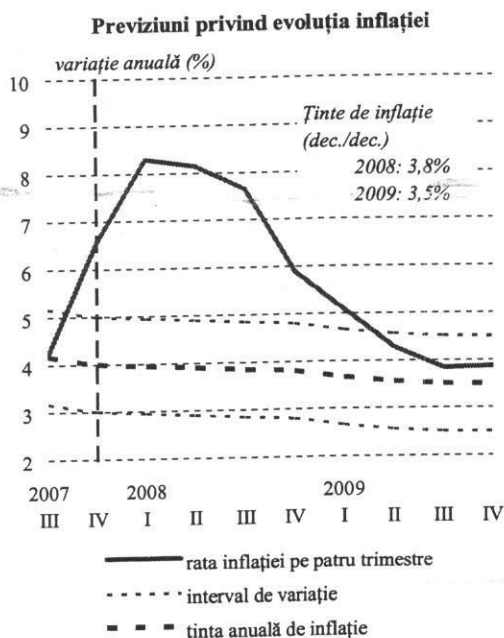
În orizontul actual al proiecției, evenimente posibile care generează riscuri semnificative de situare a traiectoriei viitoare a inflației peste cea prognozată includ: creșterea salariilor

reale în exces față de creșterea productivității muncii, deteriorarea mai severă a anticipărilor privind inflația în prima parte a intervalului, implementarea unei politici fiscale mai laxe decât cea programată, majorarea prețurilor internaționale ale combustibililor. Rata inflației ar putea fi mai redusă decât în scenariul de bază în situația creșterii semnificative a ofertei interne de bunuri alimentare pe baza obținerii unei recolte agricole foarte bune în vara anului curent. Posibile deviații în ambele sensuri ale inflației de la traiectoria prognozată pot fi generate de abateri de la coordonatele scenariului de bază ale evoluțiilor cursului de schimb al monedei naționale și prețurilor administrate.

1. Scenariul de bază al proiecției

1.1. Proiecția inflației

Potrivit scenariului de bază al proiecției, inflația anuală a prețurilor de consum va continua să crească în primul trimestru al anului curent, după care procesul de dezinflație se va relua. Rata inflației va reveni în interiorul intervalului de variație din jurul țintei centrale începând cu cel de-al doilea trimestru al anului viitor. Rata inflației este prognozată să atingă 5,9 la sută în 2008 și 3,9 la sută în 2009. Comparativ cu prognozele prezentate în raportul din luna noiembrie 2007, rata de creștere anuală a IPC este semnificativ mai ridicată pe întreg intervalul proiecției.



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

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

Perioada	procente							
	T1 2008	T2 2008	T3 2008	T4 2008	T1 2009	T2 2009	T3 2009	T4 2009
Țintă				3,8				3,5
Proiectată	8,3	8,1	7,7	5,9	5,1	4,3	3,8	3,9

Anticiparea depășirii țintei de inflație stabilite pentru anul curent are mai multe cauze:

- persistența șocurilor de ofertă înregistrate în a doua parte a anului trecut, cele mai importante fiind:
 - perpetuarea efectelor negative ale producției agricole reduse asupra prețurilor alimentare volatile, dar mai ales asupra prețurilor alimentare incluse în indicii CORE2;
 - creșterea prețurilor de import ca urmare a deprecierei nominale puternice a leului din ultima perioadă;
 - majorările importante ale prețurilor administrate, în special a celor energetice;

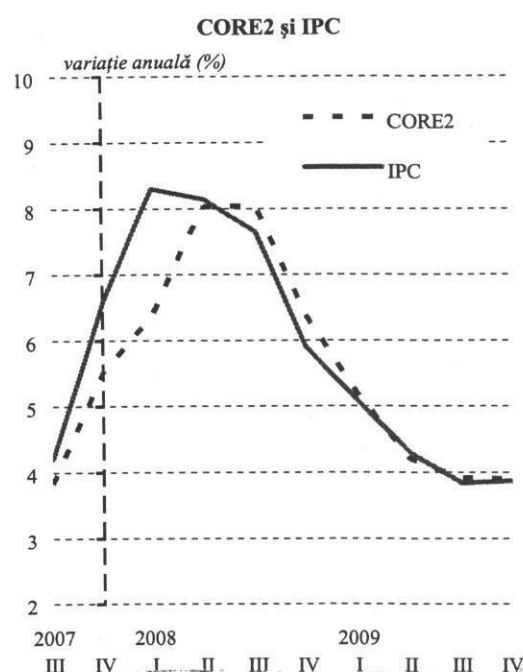
- creșterea rapidă a cererii agregate, susținută de majorarea veniturilor populației, de expansiunea creditului și de creșterea deficitului bugetar;
- eficacitatea limitată a răspunsurilor politicii monetare la șocuri într-un orizont de timp mai mic de un an, datorată duratei specifice de propagare a acestor răspunsuri prin intermediul mecanismului de transmisie.

Totuși, scenariul de bază preconizează reluarea dezinflației pe parcursul anului curent, după atingerea unui nivel maxim al ratei inflației în trimestrul I. Începând din trimestrul următor, se prevede reducerea neîntreruptă a inflației până la sfârșitul intervalului de prognoză, compatibilă cu atingerea pe termen mediu a țintei.

La începutul intervalului (trimestrul I 2008) inflația anuală proiectată este superioară cu 2 puncte procentuale celei prognozate în *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie. Presiunile inflaționiste suplimentare au fost generate de șocurile de magnitudine substanțială atât de natura ofertei, cât și a cererii, care au afectat economia națională cu începere din a doua jumătate a anului 2007, incluzând:

- deprecierea monedei naționale;
- creșterea prețurilor internaționale ale combustibililor;
- inflamarea anticipațiilor privind inflația;
- dinamica cererii agregate în a doua jumătate a anului trecut, superioară celei prognozate anterior.

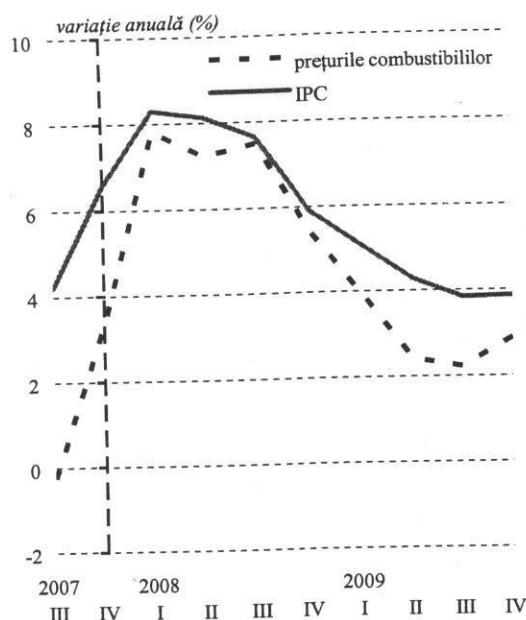
Ritmul prognozat al dezinflației este încetinit de reducerea lentă prevăzută pentru rata inflației de bază (CORE2). Astfel, se preconizează o creștere mai rapidă a prețurilor incluse în indicele CORE2 decât a celorlalte prețuri de consum începând cu trimestrul III al anului curent. Dacă se elimină însă efectul modificării repetate a nivelului accizelor la produsele din tutun, rata inflației de bază prognozată este mai redusă decât cea a IPC pe întreaga perioadă. Pe parcursul intervalului de proiecție, prețurile de bază sunt afectate de creșterea anticipațiilor privind inflația ca urmare a întreruperii temporare a procesului de dezinflație. Dată fiind ponderea mare a produselor alimentare procesate în structura indicelui CORE2⁶³, se preconizează persistența în prima jumătate a anului 2008 a presiunilor importante generate de oferta redusă de produse agricole din anul trecut. În plus, aceste presiuni sunt anticipate a fi eliminate mai greu decât cele care afectează prețurile alimentare volatile (la legume, fructe și ouă), din cauza unui ciclu de prelucrare mai lung. Eliminarea întârziată a excesului de cerere și deschiderea



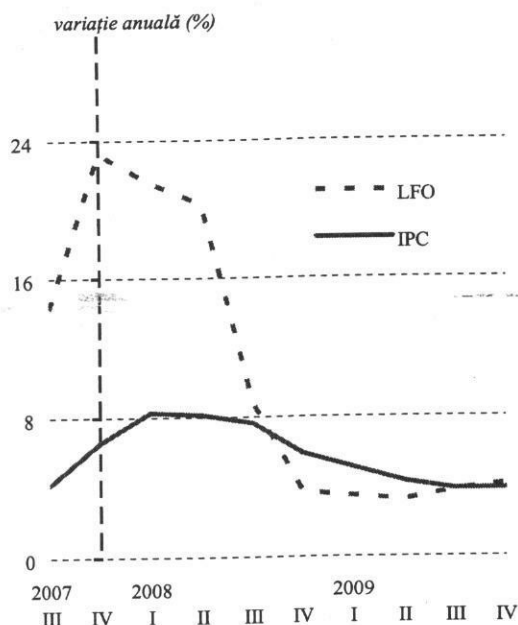
⁶³ Produsele alimentare dețin o pondere de 48,92 la sută în indicele CORE2.

mai lentă a deficitului de cerere proiectat amână reintrarea inflației CORE2 în intervalul din jurul țintei până în a doua jumătate a anului viitor.

Prețurile combustibililor și IPC



Prețurile LFO și IPC



La începutul perioadei de proiecție, anticipațiile privind inflația reflectă creșterile recente ale prețurilor bunurilor de consum, în special ale alimentelor. Începând cu trimestrul III al anului curent, se preconizează reducerea lentă a anticipațiilor, pe măsura reluării procesului de dezinflație. Persistența, cel puțin în prima parte a anului 2008, a efectelor șocurilor menționate anterior împiedică ajustarea mai rapidă a anticipațiilor și reintrarea ratei inflației în intervalul din jurul țintei centrale înainte de sfârșitul anului curent.

Prețurile volatile ale unor produse alimentare (legume, fructe, ouă – LFO) constituie principalul factor inflaționist până în trimestrul III 2008, când efectele adverse ale ofertei diminuate de seceta din 2007 vor putea fi complet eliminate de obținerea unei noi producții agricole. Ca urmare, modificările de prețuri administrate anticipate în exercițiul de proiecție curent devin principala sursă a creșterilor prețurilor de consum începând cu primul trimestru al anului 2009.

Evoluția proiectată a prețurilor interne ale combustibililor pornește de la ipoteza menținerii constante pe întreaga perioadă a prețului internațional al petrolului la valoarea de 100 USD/baril. La fel ca în proiecția anterioară, au fost luate în calcul ajustările de accize aplicate unor categorii de combustibili și prevăzute de Codul fiscal pentru începutul anilor 2008, 2009 și 2010. Față de *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie 2007, proiecția curentă anticipează rate mai mari ale inflației prețurilor combustibililor, compatibile cu o traiectorie mai depreciată a leului.

Această evoluție prognozată a monedei naționale afectează și prețurile de import. Deși inflația prognozată a prețurilor de import este mai mică decât inflația prețurilor de consum pe întreg intervalul proiecției, contribuția sa la procesul de dezinflație este substanțial mai redusă față de cea proiectată în *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie 2007.

1.2. Presiuni exogene asupra inflației

Contribuția cumulată a componentelor exogene ale inflației prețurilor de consum preconizată de scenariul de bază al proiecției curente este mai mare cu 0,3 puncte procentuale în 2008 față de cea anticipată în *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2007, în timp ce pentru anul 2009 această contribuție este nemodificată.

Față de proiecția anterioară, dinamica superioară a prețurilor administrate este atenuată pe parcursul anului 2008 de o reducere a inflației preconizate a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO). Valorile anualizate ale inflației prețurilor administrate și prețurilor volatile ale alimentelor sunt prezentate în tabelul 5.2.

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

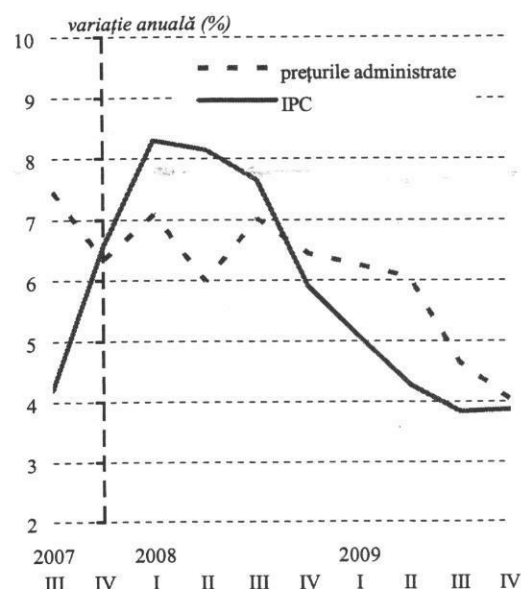
procente, media trim. IV/media trim. IV an anterior

	Prețuri administrate			Prețuri volatile ale alimentelor		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Proiecția curentă	6,3	6,5	4,0	23,2	3,7	4,1
Proiecția anterioară	5,2	4,7	4,3	26,2	5,6	3,8

Scenariul curent privind evoluția prețurilor alimentare volatile (ale fructelor, legumelor și ouălor) preconizează pentru acestea cea mai mare dinamică dintre prețurile de consum în primele două trimestre ale anului curent. Cauzele principale ale acestei evoluții sunt recolta slabă din anul trecut și deprecierea nominală a leului din a doua parte a anului 2007. Dacă în trecut producția agricolă insuficientă era compensată prin importuri de alimente la prețuri reduse de aprecierea leului, în 2007 oferta agricolă insuficientă și slăbirea monedei naționale au alimentat concomitent creșterile de prețuri. Se anticipează o diminuare a efectelor inflaționiste ale acestei grupe de prețuri odată cu obținerea unei noi recolte în vara anului 2008.

Diferența pozitivă dintre proiecția curentă și cea anterioară a inflației prețurilor administrate se datorează unor creșteri de prețuri mai mari realizate în trimestrul IV 2007 față de cele anticipate în *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2007, dar și revizuirii calendarului de modificare a prețurilor energetice prin preconizarea unor creșteri suplimentare ale prețurilor energiei termice și gazelor naturale. Ambele componente înregistrează majorări mult superioare inflației prognozate a prețurilor de consum, în special în anul curent. Creșterile importante preconizate pentru gazele naturale sunt cauzate de continuarea procesului de aliniere a prețului intern la cel de pe piața europeană. Scenariul curent al evoluției prețurilor la energie electrică, termică și gaze naturale este sintetizat în tabelul 5.3.

Prețurile administrate și IPC



Tabelul nr. 5.3 Scenariul privind evoluția prețurilor energetice

procente

	Energie electrică			Energie termică			Gaze naturale		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Proiecția curentă	4,2	2,0	3,5	12,3	14,5	6,0	0,1	16,2	8,2
Proiecția anterioară	4,2	4,2	3,5	12,3	11,4	6,0	0,1	12,5	8,2

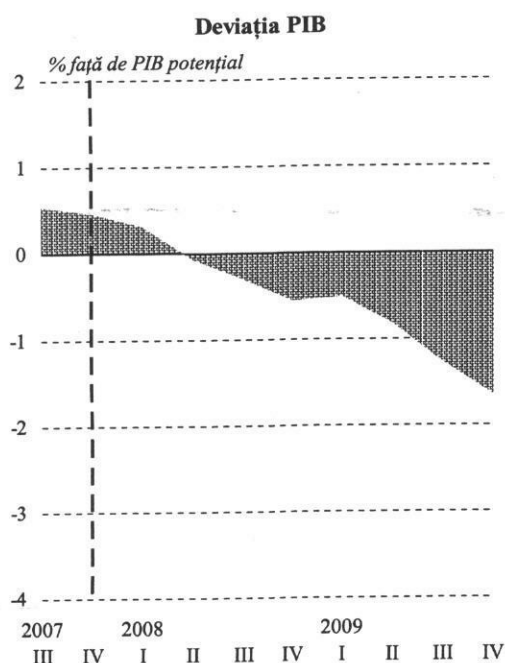
Ipotezele adoptate privind modificarea prețurilor la țigarete și produse din tutun sunt fundamentate pornind de la calendarul de aliniere a nivelului accizelor la cel negociat cu Uniunea Europeană. În proiecția curentă, contribuția accizei la tutun și a taxei pe viciu a fost revizuită în sens ascendent datorită creșterii cursului de schimb utilizat în calculul valorii în lei a accizei.

Prognoza publicată în decembrie de *Consensus Forecasts* preconizează o inflație pentru zona euro de 1,8 la sută atât pentru anul 2008, cât și pentru 2009, în scădere față de valoarea de 1,9 la sută utilizată în proiecția anterioară pentru ambii ani. Se preconizează o reducere ușoară a ratei dobânzii în zona euro, pe măsură ce rata inflației revine aproape de definiția utilizată de Banca Centrală Europeană pentru stabilitatea prețurilor⁶⁴.

1.3. Presiuni din partea cererii agregate

1.3.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

În trimestrul III 2007, PIB real a înregistrat o rată de creștere similară celei din trimestrul anterior. Datele statistice referitoare la evoluția PIB real și a componentelor sale în primele trei trimestre din 2007 prezintă incertitudini legate, în principal, de (i) nivelul foarte ridicat al discrepanței statistice pe partea de cheltuieli⁶⁵, aceasta ajungând să reprezinte între 8-12 la sută din PIB trimestrial în 2007, (ii) revizuirea substanțială de către INS a indicilor anuali referitori la investiții fără ca această modificare să se regăsească în componentele de cerere, urmând a fi încorporată în acestea doar odată cu publicarea datelor trimestriale revizuite referitoare la PIB la începutul lunii martie 2008 și (iii) neconcordanțele între datele statistice din bugetul general consolidat al statului și cele din conturile naționale cu privire la impozitele nete pe produs, componentă a PIB care a fost influențată de modificarea legislativă referitoare la colectarea TVA.



⁶⁴ Definiția stabilității prețurilor în accepțiunea Băncii Centrale Europene este o rată a inflației inferioară (dar apropiată) valorii de 2 la sută pe an.

⁶⁵ Datele sunt raportate de Eurostat.

În evaluarea excesului de cerere din trimestrul IV și cel anterior s-a luat în calcul o reducere temporară a PIB potențial datorată șocurilor negative pe partea de ofertă ca urmare a secetei din acest an. Acest șoc nu produce o reducere de magnitudine similară a excesului de cerere, accentuând astfel presiunile inflaționiste. Pentru trimestrul IV excesul de cerere este evaluat la un nivel apropiat de cel estimat pentru perioada anterioară.

Consumul final al populației și-a redus dinamica în trimestrul III relativ la primele două trimestre ale anului în principal datorită restrângerii autoconsumului, anticipându-se o redresare în trimestrul IV. Rata de creștere de peste 8 la sută nu reprezintă o încetinire semnificativă din perspectiva presiunilor inflaționiste. Evidențele indirecte provenite din partea evoluției variabilelor care susțin consumul populației indică simptome de accelerare a acestuia. Astfel, salariile reale continuă să avanseze cu rate înalte de creștere, iar numărul angajaților din economie se află de asemenea peste tendința pe termen mediu. Rezultatul execuției bugetului general consolidat al statului relevă un deficit de 2,4 la sută din PIB pentru anul 2007. Așadar, cele două componente ale consumului, public și privat, transmit un impuls stimulat cererii agregate.

Formarea brută de capital fix a fost, și în trimestrul III, componenta cea mai dinamică a PIB, continuând să se situeze peste tendința pe termen mediu. Revizuirea cifrelor comunicate de INS pentru primele trei trimestre 2007 cu privire la destinația investițiilor sugerează intensificarea eforturilor în direcția re tehnologizării, fenomen ce potențează creșterea economică. O sursă de finanțare importantă a investițiilor din economie, creditul către agenți economici pe termen mediu și lung și-a menținut în trimestrul IV ritmul ridicat de creștere.

Dinamica importurilor de bunuri și servicii este susținută semnificativ de nivelurile în creștere ale veniturilor populației. Veniturilor salariale li s-a adăugat finanțarea obținută prin creditul neguvernamental, ritmurile de creștere ale ambilor indicatori fiind alerte și în trimestrul IV 2007. Exporturile se află în continuare sub tendința pe termen mediu, dar indicatorii aferenți activității din industrie sugerează o posibilă redresare a dinamicii exporturilor. Astfel, productivitatea muncii în industrie a înregistrat o creștere substanțială în primele două luni ale trimestrului IV, comparativ cu media trimestrului anterior, în vreme ce costurile unitare cu forța de muncă s-au menținut aproximativ la nivelul din trimestrul trecut. Exportul net acționează în sensul reducerii presiunilor inflaționiste provenite din partea cererii agregate.

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

În trimestrul IV moneda națională a continuat deprecierea nominală începută în luna august, depășind nivelul înregistrat la începutul anului. Efectele crizei pieței creditelor ipotecare din Statele Unite continuă să afecteze piețele financiare globale, restrângând lichiditatea și menținând aversiunea la risc la niveluri ridicate. Dincolo de acești factori ce afectează investițiile la nivel internațional, deprecierea semnificativă înregistrată de moneda națională este asociată și unor factori specifici economiei românești. Pe de o parte, supraevaluarea accentuată a monedei naționale în perioada anterioară deprecierei a dus la o corecție mai puternică decât cele înregistrate în alte țări. Pe de altă parte, accelerarea inflației și lărgirea deficitului de cont curent în ultima parte a anului au dus la înrăutățirea perspectivei investitorilor asupra situației macroeconomice.

Deprecierea în termeni reali înregistrată față de trimestrul anterior a dus la eliminarea supraaprecierii monedei naționale. Ca urmare, cursul real mediu pentru trimestrul IV și-a redus puternic impactul restrictiv transmis asupra cererii agregate prin canalul exportului net. Pe de altă parte, efectele de avuție și bilanț ale cursului de schimb au devenit constrângătoare, deprecierea ducând la creșterea puternică a costului creditelor contractate în valută, categorie care reprezintă aproximativ jumătate din creditul neguvernamental total. În același timp, din punct de vedere al impactului direct al cursului asupra inflației, evoluțiile recente au dus la stoparea contribuției dezinflaționiste generate în anii anteriori de efectul aprecierii monedei naționale asupra prețurilor de import.

Pe termen mediu, cursul real de schimb urmează o traiectorie determinată de factorii fundamentali (cum ar fi intrările de capital pe termen mediu sau diferențialul de productivitate față de partenerii externi). Pe termen scurt, cursul de schimb se poate abate de la această tendință pe termen mediu, spre care tinde să revină după epuizarea efectului factorilor conjuncturali. Procesul de convergență reală a economiei 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, având în vedere aversiunea mai mare la risc pe piețele internaționale și evoluțiile recente, anticipăm o încetinire a ritmului mediu de apreciere determinat de factorii fundamentali pentru orizontul de prognoză.

Ca răspuns la accelerarea inflației, în cursul trimestrului IV BNR a majorat rata dobânzii de politică monetară cu 50 de puncte de bază, la 7,50 la sută. Două noi majorări, la 8 la sută în

ianuarie și, respectiv, la 9 la sută în februarie, duc la creșterea ratei medii a dobânzii aferente trimestrului I. Totodată, BNR a continuat sterilizarea fermă a excesului de lichiditate de pe piața monetară, astfel încât rata medie a dobânzii aferente plasamentelor băncilor comerciale la BNR s-a menținut la niveluri apropiate de rata de politică monetară. Deși rata nominală a dobânzii s-a majorat pe parcursul trimestrului IV, creșterea puternică a inflației și, drept consecință, a așteptărilor de inflație, a condus la scăderea puternică în termeni reali a ratei dobânzii BNR.

Impactul ratei dobânzii BNR asupra economiei reale se realizează indirect, prin intermediul ratelor dobânzilor practicate de către băncile comerciale în relațiile cu clienții lor. Acesta se transmite, de regulă, cu o întârziere datorată procesului de ajustare treptată a dobânzilor băncilor comerciale la rata dobânzii BNR. Ca răspuns la majorarea ratei dobânzii de politică monetară, ratele dobânzilor la depozite și la credite și-au oprit scăderea în ultimele luni ale anului trecut, mediile trimestriale înregistrând chiar ușoare creșteri în raport cu trimestrul anterior. Totuși, deteriorarea așteptărilor inflaționiste a continuat să se reflecte în scăderi semnificative ale ratelor reale ale dobânzilor băncilor comerciale. Ca urmare, *caeteris paribus*, impactul stimulat al ratelor reale ale dobânzilor bancare asupra economiei s-a intensificat în trimestrul IV.

Pe ansamblu, în trimestrul IV, atât evoluția cursului de schimb, cât și cea a ratelor reale ale dobânzilor au dus la o slăbire accentuată a presiunii restrictive exercitate de condițiile monetare reale asupra cererii agregate și inflației viitoare.

1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

Scenariul de bază al proiecției curente prevede menținerea unui exces de cerere în primul trimestru al anului curent, urmată de deschiderea lentă a unei deviații a PIB negative. Amânarea eliminării excesului de cerere cu un trimestru față de *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2007 are ca explicații creșterea economică mai mare și condițiile monetare reale mai puțin restrictive din a doua parte a anului trecut.

Comparativ cu *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie 2007, presiunile inflaționiste exercitate de cererea agregată sunt mai ridicate până în trimestrul III al anului viitor. Excesul de cerere este mai mare la începutul intervalului de proiecție, în special ca urmare a creșterii economice superioare înregistrate în trimestrul III 2007 și anticipate pentru trimestrul IV 2007. Pe parcursul anului 2008, deficitul de cerere se adâncește mai lent decât se anticipa în *Raportul asupra inflației* precedent, ca

rezultat al unor factori cu efecte opuse. Presiunile generate de cererea agregată proiectată sunt susținute de restrictivitatea mai redusă a condițiilor monetare reale de la începutul intervalului și de impulsul fiscal stimulat preconizat pentru anul electoral 2008. În sens opus acționează efectul de avuție și bilanț indus de dinamica cursului de schimb: recenta depreciere a monedei naționale afectează serviciul datoriei în cazul debitorilor care au contractat împrumuturi în valută. Pe parcursul anului viitor se anticipează o deschidere mai rapidă a deficitului de cerere pe măsură ce restrictivitatea condițiilor monetare reale se va înăspri. Cu toate acestea, impulsul fiscal proiectat va continua să exercite efecte stimulative asupra cererii agregate.

Restrictivitatea condițiilor monetare reale a fost considerabil slăbită la finalul anului trecut de deprecierea puternică a monedei naționale și de reducerea ratelor reale ale dobânzilor ca urmare a creșterii ratei inflației. Proiecția curentă prevede repoziționarea ratelor dobânzii de politică monetară pe o traiectorie viitoare compatibilă cu atingerea țintei de inflație pe termen mediu. O evoluție similară este preconizată pentru ratele reale ale dobânzilor bancare, care vor contribui substanțial la limitarea creșterii cererii agregate în a doua parte a intervalului. Modificarea ratelor dobânzii este compatibilă și cu creșterea primei de risc asociată de investitorii străini plasamentelor făcute în România. Criza pieței creditului ipotecar din Statele Unite ale Americii a declanșat o penurie de lichiditate pe piețele financiare internaționale și o reorientare spre investițiile cu risc mai redus (*flight to quality*). Este de așteptat ca fondurile insuficiente puse la dispoziția băncilor din România de băncile din străinătate să constituie un factor suplimentar de creștere a ratelor dobânzilor bancare.

Deficitele bugetare preconizate pentru următorii doi ani – evaluate după metodologia SEC95 utilizată de Uniunea Europeană – depășesc în cadrul proiecției 3 la sută din PIB, fiind compatibile cu cele mai recente prognoze ale Comisiei Europene⁶⁶. Presiunile asupra cererii agregate generate de politica fiscală laxă sunt amplificate de creșterea economică mai mare prognozată în proiecția curentă. Ipoteza privind absorbția de fonduri europene a rămas nemodificată față de *Raportul asupra inflației* anterior. Aceasta este în concordanță cu creșterea coeficientului de absorbție a fondurilor comunitare începând din a doua parte a anului trecut, creștere sprijinită și de crearea instituțiilor care gestionează atragerea acestor sume.

Cererea internă va continua să fie principalul motor al creșterii economice pe tot parcursul intervalului de prognoză. Totuși, datorită creșterii competitivității produselor românești ca

⁶⁶ Comisia Europeană, Directoratul General pentru Probleme Economice și Financiare, European Economy Nr. 7/2007, "Autumn economic forecasts 2007–2009", Tabelul 3.22.1, pagina 101:
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/specpub_list9253.htm

urmare a eliminării supraaprecierii cursului de schimb din anii anteriori, anticipăm creșterea treptată în importanță a exporturilor în susținerea creșterii economice. În același timp, continuă tendința din ultimii ani de schimbare a structurii cererii interne, contribuția investițiilor la activitatea economică urmând să câștige în importanță comparativ cu cea a consumului. Ritmul de creștere a consumului privat va rămâne ridicat, chiar dacă în reducere pe intervalul de proiecție. Anticipata creștere a consumului va continua să fie susținută de creșterea puternică a veniturilor disponibile, în timp ce creșterea costurilor în lei cu rambursarea datoriilor înregistrate de agenții economici care s-au îndatorat în valută va acționa în direcția limitării cererii agregate de bunuri de consum. Formarea brută a capitalului fix va fi, conform scenariului de bază, componenta PIB cu cele mai înalte ritmuri de creștere, depășind 10 la sută și în 2008 și 2009, susținută de expansiunea activității în construcții, servicii și industrie. Întreruperea tendinței de apreciere nominală începând cu august 2007 majorează costul importurilor în comparație cu bunurile și serviciile din producția internă. Se preconizează astfel stabilizarea deficitului comercial, urmată de restrângerea treptată a acestuia pe orizontul de prognoză.

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 prezentată în acest *Raport asupra inflației*. Principalele scenarii de risc sunt:

- devansarea creșterii productivității muncii de către creșterile salariale reale;
- creșterea în continuare, mai rapidă decât cea prognozată, a așteptărilor privind inflația;
- implementarea unei politici bugetare mai laxă decât cea asumată;
- majorarea prețului petrolului pe piețele internaționale;
- realizarea unei producții agricole foarte 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 public, 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. Acest proces poate

degenera într-o spirală salarii-inflație în care salariații încearcă menținerea veniturilor reale la un nivel cel puțin constant prin creșterea salariului nominal, iar angajatorii generează inflație prin creșterea prețurilor. Acest fenomen este potențat de deteriorarea așteptărilor inflaționiste și, la rândul său, contribuie la adâncirea decalajului dintre inflația anticipată și țintă.

Nerealizarea previziunilor referitoare la dinamica veniturilor bugetare și continuarea efectuării unor cheltuieli publice neprogramate precum cele din anii anteriori (creșterea salariilor din sectorul public, plata unor prime) ar aduce un puternic impuls stimulat cererii agregate și presiunilor inflaționiste. Continuarea practicii anilor anteriori cu privire la redirectionarea cheltuielilor destinate investițiilor către cheltuieli curente este de asemenea 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.

Prețul combustibilului este o componentă importantă a costurilor agenților economici. Din acest motiv, perspectiva continuării creșterii prețului petrolului, un scenariu plauzibil pe piețele internaționale, este de asemenea asociată unui risc de abatere a inflației peste prognoza BNR.

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. Abundenta finanțare externă acordată economiei României în ultimii ani va fi, cel puțin pentru o perioadă, accesibilă la costuri mai mari. În aceste condiții, oricare din riscurile menționate mai sus ar putea avea consecințe substanțiale.

Din perspectiva circumstanțelor care ar putea duce la o inflație semnificativ inferioară celei prognozate, posibilitatea înregistrării unui an agricol foarte 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.

2. Evaluarea de politică monetară

În trimestrul IV, rata anuală a inflației și-a continuat trendul ascendent pe care s-a înscris la mijlocul anului, atingând în luna decembrie 2007 nivelul de 6,57 la sută. Creșterea cu 2,77 puncte procentuale a ritmului anual de creștere a prețurilor de consum pe parcursul semestrului II și cu 1,70 puncte procentuale de-a lungul întregului an s-a datorat cu precădere șocurilor de natura ofertei, produse pe plan intern și pe piețele externe în a doua parte a anului, neașteptata lor magnitudine și simultaneitate plasând rata anuală a inflației deasupra limitei superioare a intervalului de fluctuație ce încadrează punctul central al țintei de inflație (de 4 la sută). Principalul determinant al reaccelerării în acest interval a inflației l-a constituit creșterea amplă a prețurilor unor produse agroalimentare – unele caracterizate prin cerere relativ inelastică și pondere însemnată în coșul de consum, inclusiv în definiția inflației CORE2 – datorată atât scăderii producției agricole interne sub impactul secetei, cât și majorării prețurilor agroalimentare pe piețele externe. Acestei influențe i s-au alăturat efectul deprecierei substanțiale a monedei naționale declanșate în contextul turbulențelor produse pe piețele financiare internaționale, precum și cel al creșterii consistente a prețurilor combustibililor. Acțiunea inflaționistă a factorilor ofertei a fost potențată într-o oarecare măsură de persistența cererii excedentare, alimentată, în principal, de continuarea creșterii alerte a salariilor, de relaxarea puternică a cheltuielilor bugetare spre finalul anului și de anticipațiile generate de aceste evoluții.

Inclusiv datorită accelerării peste așteptări a inflației la finele anului trecut, traiectoria actualizată a ratei anuale proiectate a inflației se situează la un nivel sensibil superior celui evidențiat în cadrul exercițiului anterior de prognoză. Trendul ascendent al ratei anuale proiectate a inflației continuă în trimestrul I 2008, decelerarea inflației fiind așteptată să devină mai alertă în a doua parte a anului curent. Astfel, perioada temporară de plasare a ratei anuale prognozate a inflației deasupra limitei superioare a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație este relativ mai mare decât cea anticipată în exercițiul anterior. Aceasta se prelungește până în primul trimestru al anului 2009 – inclusiv datorită decalajului de timp necesar transmiterii eficace a impactului relativei creșteri de restrictivitate a politicii monetare presupuse de prognoza pe termen mediu –, după care ritmul anual așteptat de creștere a prețurilor de consum revine pe traiectoria compatibilă cu atingerea țintei de inflație pe termen mediu, cea care poate fi vizată prin instrumentele politicii monetare. Alte condiții inițiale care contribuie la înrăutățirea *pattern*-ului ratei anuale proiectate a inflației sunt: (i) previzibila prelungire în

următoarele luni a majorărilor de prețuri ale produselor alimentare; (ii) revizuirea ascendentă a amplitudinii prognozate a ajustărilor de prețuri administrate și dinamicii prețului combustibililor; (iii) accelerarea creșterii economice și menținerea dinamicii anuale a cererii interne la valori de două cifre în trimestrul III 2007, precum și anticiparea continuării accelerării creșterii PIB în trimestrul IV 2007; (iv) scăderea relativă a gradului de restrictivitate a condițiilor monetare curente ca urmare a reducerii marjei reale a ratei dobânzii de politică monetară, în pofida dublei majorări operate de BNR asupra acesteia în octombrie 2007 și ianuarie 2008, precum și a continuării deprecierei leului în raport cu euro și dolarul SUA; (v) creșterea probabilă în următoarea perioadă a inflației importate ca efect al creșterii recente a deprecierei monedei naționale.

Potrivit scenariului de bază al prognozei actualizate, accelerarea în primul semestru al anului 2008 a inflației proiectate și prelungirea ulterioară a valorilor ridicate ale ratelor anuale ale acesteia se datorează cu precădere amplificării impactului inflaționist al factorilor de natura ofertei – aflați în afara sferei de influență a politicii monetare. În același timp, însă, creșterea față de proiecția anterioară a valorii, precum și într-o oarecare măsură a duratei prognozate a deviației pozitive a PIB de la nivelul său potențial relevă riscul intensificării și prelungirii presiunilor inflaționiste ale cererii agregate în prima parte a orizontului proiecției (context ce incumbă riscul suplimentar al transmiterii mai complete asupra prețurilor de consum a șocurilor ofertei).

Riscul ca potențialul inflaționist al cererii agregate să fie chiar mai amplu decât cel evidențiat de valoarea prognozată a excedentului său continuă să fie semnificativ, dată fiind perspectiva prelungirii dinamicii excesiv de înalte a consumului populației. Aceasta se așteaptă a fi alimentată, în principal, de previzibila continuare a creșterii rapide a salariilor – antrenată inclusiv de derularea în cursul anului 2008 a celor două etape de majorare a salariului minim brut pe țară –, de sporirea consistentă a pensiilor produsă recent, precum și într-o oarecare măsură de posibila menținere a intensității apelului populației la credite și poate chiar de recurgerea la dezechonomisire. Pe deasupra, posibilitatea de a se atenua prin creșterea importurilor presiunile inflaționiste ale cererii de consum, inclusiv ale cererii excedentare de produse agricole și alimentare, a fost recent anulată, în condițiile în care piața internațională a consemnat creșteri semnificative ale prețurilor unor bunuri de consum, iar leul a acumulat în ultimele luni o depreciere semnificativă în raport cu principalele monede; în schimb, apelarea la importuri în perioada următoare în vederea compensării deficitului de ofertă internă – în ipoteza manifestării unei elasticități reduse a

cererii față de evoluția ratei de schimb – va continua să alimenteze deficitul de cont curent, aflat deja la un nivel care a făcut economia românească vulnerabilă față de șocurile financiare externe și posibil și față de cele reale.

În același timp, însă, nu este exclusă posibilitatea ca semnificativa accelerare a creșterii prețurilor bunurilor alimentare, a combustibililor, precum și a prețurilor administrate să inducă o scădere a venitului disponibil real al populației, precum și o deteriorare a așteptărilor privind perspectiva acestuia, care la rândul lor să provoace o decelerare a creșterii cererii de consum al populației. Înclinația spre consum ar mai putea fi slăbită de amplitudinea deprecierii acumulate de moneda națională în raport cu euro, care deține potențialul de a descuraja cererea de credite denominate în valută și de a genera constrângeri de lichiditate la nivelul populației plătitoare de datorii în contul unor asemenea împrumuturi obținute anterior; este de așteptat ca efecte similare să producă și o eventuală continuare a tendinței de majorare 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.

În sensul frânării ritmului de creștere a consumului populației, inclusiv prin intermediul stimulării comportamentului de economisire, ar putea acționa și prelungirea mișcării crescătoare a ratelor dobânzilor practicate de bănci pentru creditele și depozitele în lei, care a fost recent inițiată de instituțiile de credit ca reacție la dubla majorare operată de BNR asupra ratei dobânzii de politică monetară. Transmiterea impactului creșterii ratei dobânzii băncii centrale asupra cererii de credite și implicit asupra comportamentului de consum și a celui de investire ar putea deveni mai eficace în ipoteza producerii unei restrângeri progresive a ponderii deținute în totalul creditului acordat sectorului privat de componenta sa în valută.

Efectul contracționist pe care deprecierea leului și creșterea costului creditelor l-ar exercita asupra dinamicii cererii de consum al populației și asupra presiunilor inflaționiste ale acestora, dar posibil și asupra ritmului de creștere a importurilor, ar putea fi însă în mare parte neutralizat de impactul expansionist al relaxării politicii fiscale în perioada următoare. Îngrijorarea pe care o provoacă o asemenea perspectivă este amplificată de faptul că, dat fiind marcajul electoral al anilor 2008 și 2009, deficitul fiscal ar putea chiar excede nivelurile vizate de autorități, iar structura cheltuielilor publice ar putea suferi schimbări de natură să inflameze presiunile inflaționiste ale cererii. În 2008, asemenea evoluții ar putea decurge din creșterea peste valorile previzionate a cheltuielilor bugetare, în principal a celor ce alimentează

consumul public și cel privat, dar și din nerealizarea volumului proiectat de venituri – consecință a posibilei subevaluări a impactului pe care-l vor avea reducerea CAS plătită de angajator, precum și introducerea pilonului II al sistemului de pensii.

Un alt motiv major de îngrijorare îl constituie în contextul actual riscul ca impactul inflaționist direct al factorilor de natura ofertei, în principal al majorărilor de prețuri ale produselor alimentare și al ajustărilor de prețuri administrate, să genereze efecte secundare ample, în special prin deteriorarea anticipațiilor inflaționiste. Acest risc este agravat de magnitudinea și relativa durabilitate ce se așteaptă a le avea efectul inflaționist direct al acestor factori, date fiind: (i) ponderea foarte mare pe care o dețin aceste componente de preț în coșul de consum pe baza căruia se calculează indicele prețurilor de consum; (ii) probabilitatea ridicată a continuării tendinței de creștere a acestor prețuri pe plan global și coroborarea acestora cu deprecierea semnificativă acumulată în ultimele luni de moneda națională.

Inflamarea în aceste condiții a anticipațiilor inflaționiste s-ar materializa cu precădere în creșterea revendicărilor salariale ale uniunilor sindicale, a căror eventuală acceptare de către angajatori ar conduce cu certitudine la declanșarea periculoasei spirale salarii-inflație. Un asemenea risc este amplificat de (i) potențiala conservare a caracterului lax al politicii veniturilor implementate de autorități, inclusiv ca reacție la presiunile exercitate în contextul derulării celor patru evenimente electorale succesive ce sunt programate în 2008 și 2009, (ii) de creșterea gradului de încordare a pieței muncii, dar și de (iii) posibila înrăutățire a situației financiare a companiilor, în principal ca urmare a creșterii anterioare a salariilor într-un ritm superior dinamicii productivității, precum și a deprecierii leului, ceea ce i-ar determina pe angajatori să recurgă la transferarea asupra prețurilor a majorării costurilor salariale.

Un impact nefavorabil asupra anticipațiilor inflaționiste ar putea să-l exercite pe termen scurt și prelungirea în lunile recente a trendului de depreciere a leului în raport cu principalele monede, precum și creșterea volatilității cursului de schimb. Caracteristicile viitoare ale evoluției acestui parametru și implicit impactul lor asupra anticipațiilor vor reflecta variațiile gradului de incertitudine și turbulență ale piețelor financiare internaționale, dar și reacția investitorilor financiari față de posibilele schimbări ce pot interveni la nivelul fundamentelor economice interne, inclusiv la nivelul conduitei politicilor economice.

Înrăutățirea anticipațiilor inflaționiste s-ar putea produce și ca urmare a prelungirii dincolo de anul 2008 a perioadei în care rata

anuală proiectată a inflației se situează deasupra limitei superioare a intervalului de variație din jurul țintei. Riscul ca anticipațiile inflaționiste să manifeste o sensibilitate ridicată față de aceste evoluții este potențat de istoria scurtă a inflației scăzute în economia românească și a celei de implementare a politicii monetare în contextul strategiei de țintire directă a inflației.

Într-un asemenea context, evitarea cu costuri minime a unei dezancorări semnificative a așteptărilor inflaționiste, care la rândul ei să permită revenirea 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 continuarea accentuării caracterului restrictiv al politicii monetare presupune întărirea considerabilă a politicii fiscale, 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 abruptă 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.

Din această perspectivă și având în vedere necesitatea de adecvare proactivă a condițiilor monetare în sens larg la creșterea anticipată a inflației în următoarea perioadă, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 4 februarie 2008 majorarea cu 1 punct procentual a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 9 la sută, precum și continuarea gestionării ferme a lichidității de pe piața monetară prin intermediul operațiunilor de piață. Totodată, având în vedere creșterea rapidă a creditului neguvernamental sub raportul tuturor componentelor sale, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea nivelului actual al ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit și adoptarea unor măsuri prudențiale suplimentare prin majorarea coeficienților de provizionare pentru creditele în valută destinate debitorilor expuși riscului valutar, precum și extinderea acestor prevederi la nivelul instituțiilor financiare nebancare.

Consiliul de administrație al BNR a reafirmat în acest context hotărârea sa de a orienta ferm politica monetară în direcția ancorării sustenabile a anticipațiilor inflaționiste la niveluri compatibile cu țintele de inflație pe termen mediu anunțate, dar în același timp și necesitatea ca această orientare să fie sprijinită printr-o întărire a celorlalte componente ale *mix*-ului de politici macroeconomice, precum și prin accelerarea reformelor structurale.