



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

Mai 2007

anul III, nr. 8

Serie nouă

ISSN 1582-2923

NOTĂ

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

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

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

*tel.: 021/312.43.75; fax: 021/314.97.52
Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București*

Cuvânt înainte

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

Pentru a răspunde acestei cerințe, BNR a revizuit atât structura Raportului asupra inflației, cât și periodicitatea publicării (acum trimestrială, în conformitate cu frecvența ciclului de prognoză). Pe lângă informațiile referitoare la evoluțiile economice și monetare și la rațiunile care au stat la baza deciziilor de politică monetară din perioada analizată, raportul trimestrial include proiecția BNR privind evoluția ratei inflației pe un orizont de opt trimestre, incertitudinile și riscurile asociate acestuia, 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 30 aprilie 2007 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 2 mai 2007.

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

Lista abrevierilor

AIE	Administrația pentru Informații privind Energia (din cadrul Departamentului Energiei din Administrația SUA)
AMIGO	Ancheta asupra forței de muncă în gospodării
ANOFM	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
CRB	Centrala Riscurilor Bancare
ERM II	Mecanismul Cursului de Schimb II
EUROSTAT	Oficiul de Statistică al Comunităților Europene
FBC	Formarea brută de capital
FED	Sistemul Rezervelor Federale ale SUA
FMI	Fondul Monetar Internațional
IAPC	Indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	Indicele prețurilor de consum
IPPI	Indicele prețurilor producției industriale
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
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.....	10
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	13
1. Cererea și oferta	13
1.1. Cererea	13
1.2. Oferta.....	19
2. Piața muncii.....	21
2.1. Forța de muncă.....	21
2.2. Venituri.....	22
3. Prețurile de import și prețurile de producție.....	24
3.1. Prețurile de import	24
3.2. Prețurile de producție	25
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	28
1. Politica monetară	28
2. Piețe financiare și evoluții monetare.....	32
2.1. Ratele dobânzilor	33
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital.....	36
2.3. Moneda și creditul	39
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	44
1. Scenariul de bază al proiecției	45
1.1. Proiecția inflației.....	45
1.2. Presiuni exogene asupra inflației.....	47
1.3. Presiuni din partea cererii agregate.....	49
1.4. Riscuri și incertitudini asociate proiecției	55
2. Evaluarea de politică monetară	60

I. SINTEZĂ

Procesul dezinflației s-a consolidat în trimestrul I 2007, nivelul de 3,66 la sută atins de rata anuală a inflației în luna martie fiind cu 1,21 puncte procentuale mai mic decât cel din decembrie 2006 și inferior cu 0,34 puncte procentuale valorii centrale a țintei de inflație stabilite pentru decembrie 2007. Scăderea amplă a ratei anuale a inflației s-a datorat în principal declinului dinamicii prețurilor administrate și accelerării deflației prețurilor volatile pe fondul reducerii prețului combustibililor, dar și al continuării scăderii prețurilor legumelor și fructelor față de aceeași perioadă a anului anterior. O contribuție semnificativă la decelerarea inflației a avut componenta sa de bază CORE2 ajustat; scăderea cu 0,2 puncte procentuale a ratei anuale a acesteia a reflectat în principal impactul exercitat asupra prețurilor – inclusiv prin intermediul anticipațiilor inflaționiste – de sporirea în perioada anterioară a gradului de restrictivitate a condițiilor monetare în sens larg, în special în ceea ce privește amplificarea aprecierii leului față de principalele monede. Coroborat cu aceasta din urmă s-au manifestat și au fost receptate la nivelul ratei inflației CORE2 ajustat și implicațiile favorabile ale aderării României la Uniunea Europeană induse atât prin intermediul inflației scăzute din zona euro, reflectată în prețurile bunurilor importate, cât și prin plusul de concurență adus sectorului comerțului cu amănuntul; astfel, au fost deocamdată infirmate așteptările negative referitoare la dimensiunea impactului inflaționist exercitat asupra prețurilor bunurilor alimentare de adoptarea de către România a Politicii Agricole Comune și a Tarifului Vamal Comun, fiind, însă, posibil ca unele efecte minore în acest sens să se manifeste cu un anumit decalaj.

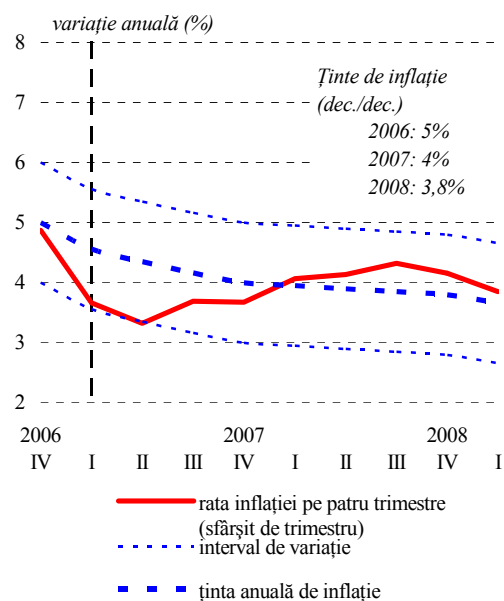
O premisă a continuării dezinflației, inclusiv pe termen mediu, o constituie scăderea sub valoarea prognozată consemnată pentru al doilea trimestru consecutiv de excedentul de cerere, în condițiile în care, contrar așteptărilor, în trimestrul IV 2006 creșterea economică s-a încetinit (dinamica anuală a PIB a coborât de la 8,3 la sută în trimestrul III la 7,7 la sută). Absorbția internă a rămas însă deosebit de dinamică, decelerarea creșterii PIB datorându-se exclusiv sporirii până la un nivel record a contribuției negative a exportului net. În schimb, investițiile și-au consolidat rolul de principal determinant al creșterii economice (ritm anual de creștere de 18,0 la sută), dinamizarea lor fiind de așteptat să conducă cu un anumit *lag* la majorarea nivelului ofertei agregate și al PIB potențial. În același timp, după trei trimestre de creșteri consecutive, consumul privat – componenta cu cel mai semnificativ potențial inflaționist – a consemnat o ușoară scădere a ritmului de creștere (cu 0,6 puncte procentuale, până la 12,7 la sută); aceasta a fost mai pregnantă pe segmentul comerțului cu amănuntul, a cărui dinamică anuală a coborât până la cel mai redus nivel din ultimele cinci trimestre, însă consumul privat, alimentat de creșterea rapidă a salariilor, avântul creditului acordat persoanelor fizice și de sporirea remiterilor lucrătorilor români în străinătate, rămâne un factor cu potențial important în procesul inflației, precum și în structura deficitului de cont curent.

Continuarea decelerării inflației și ameliorarea perspectivelor acesteia, în condițiile scăderii relative a presiunilor exercitate de cererea agregată și ale consolidării aprecierii substanțiale acumulate de leu în raport cu principalele monede, au determinat Consiliul de administrație al BNR să efectueze în trimestrul I 2007 două reduceri ale ratei dobânzii și să re poziționeze în consecință nivelurile instrumentelor de politică monetară. Rata dobânzii de politică monetară a fost coborâtă în două etape – cu 0,75 puncte procentuale în data de 9 februarie și respectiv cu 0,5 puncte procentuale pe 26 martie – până la nivelul de 7,5 la sută pe an. În același timp, pentru a comprima ecartul dintre rata dobânzii de politică monetară și rata efectivă a dobânzii plasamentelor instituțiilor de credit la banca centrală și pentru a întări astfel rolul de semnal al celei dintâi și capacitatea acesteia de a ancora în mod durabil anticipațiile inflaționiste, BNR a început treptat în a doua parte a trimestrului I să sporească volumul relativ de lichiditate sterilizat; banca centrală a continuat însă să utilizeze flexibil pârghia drenării parțiale a excedentului de lichiditate din sistem prin operațiuni de piață în scopul descurajării intrărilor de capital volatil și implicit al contracțării riscului unei aprecieri suplimentare potențial nesustenabile a leului. Pe ansamblul perioadei, condițiile monetare în sens larg au rămas restrictive, la aceasta contribuind, pe lângă scăderea cursului real efectiv de schimb al leului, menținerea austerității mecanismului rezervelor minime obligatorii.

Prin comparație cu prognoza precedentă, scenariul de bază al actualei prognoze a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu pune în evidență o ameliorare sensibilă a perspectivelor inflației

În prima parte a orizontului de transmisie a politicii monetare, rata anuală proiectată a acesteia atingând în decembrie 2007 nivelul de 3,7 la sută (aflat sub punctul central al țintei de inflație de 4,0 la sută ± 1 puncte procentuale). Revizuirea amplă în sens descendent (cu 0,9 puncte procentuale) a nivelului prognozat al ratei inflației pentru finele anului 2007 se datorează în principal accelerării peste așteptări a dezinflației în primele luni ale anului curent, precum și previzibilei continuări a trendului de ameliorare a anticipațiilor inflaționiste pe fondul sporirii gradului de restrictivitate a condițiilor monetare în sens larg și al manifestării durabilității decelerării rapide a inflației în ultimele luni. La îmbunătățirea traiectoriei inflației proiectate pe termen scurt contribuie și relativa restrângere a amplitudinii prognozate a excedentului de cerere – reflectată de declinul prognozat al ratei inflației CORE2 – precum și scăderea comparativ cu proiecția anterioară a magnitudinii prognozate a ajustărilor de prețuri administrate și respectiv a variației prețurilor volatile. În partea a doua a orizontului de prognoză, inflația proiectată se reînscrisie însă, pe parcursul a câteva trimestre, pe un trend ușor ascendent, valorile prognozate ale ratei inflației fiind relativ similare celor din Raportul asupra inflației din februarie 2007 (4,2 la sută la finele anului 2008); determinanții majori ai acestui trend sunt ajustările de prețuri administrate și de impozite indirecte prevăzute a fi efectuate de-a lungul acestei perioade. Traiectoria proiectată a ratei anuale a inflației este compatibilă cu reducerea treptată a deviației PIB de la nivelul său potențial și cu intrarea acesteia în teritoriul negativ începând cu primul trimestru al anului 2008; chiar dacă valorile proiectate ale deficitului de cerere sunt inferioare celor din exercițiul precedent, iar creșterea economică este implicit mai consistentă, rata prognozată a inflației se menține în a doua perioadă a orizontului de prognoză la niveluri similare celor din proiecția anterioară. La asigurarea de-a lungul întregului interval de prognoză a gradului adecvat de restrictivitate a condițiilor monetare în sens larg contribuie atât dinamica anticipată a cursului de schimb real al monedei naționale, cât și evoluția ratelor reale ale dobânzilor – rolul celor din urmă fiind mai accentuat în prima parte a orizontului proiecției. Similar proiecției anterioare, cea curentă prevede condiții monetare reale în sens larg mai restrictive în perioada 2007-2008 față de anul 2006, compatibile cu eliminarea programată a excesului de cerere. Spre deosebire de proiecția anterioară însă, întărirea necesară a restrictivității condițiilor monetare reale în sens larg este de mai mică amploare în scenariul de bază curent, datorită presiunilor inflaționiste relativ mai slabe ce se vor manifesta pe termen scurt.

Previțiuni privind evoluția inflației



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

Principalele riscuri și incertitudini asociate actualei proiecții a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu sunt relativ similare celor evidențiate în cadrul exercițiului precedent de prognoză, dimensiunea lor putând fi amplificată de actuala situație politică internă. Cel mai semnificativ risc, a cărui materializare ar plasa rata inflației pe o traiectorie superioară celei prognozate, continuă să-l reprezinte posibila creștere amplă a salariilor, necorelată cu dinamica productivității muncii, potențialul creșterii pe scară extinsă a salariilor în sectorul privat fiind amplificat în acest an de consistentele majorări de salarii acordate prin programul bugetar angajaților din domeniile specifice de activitate. Pe lângă presiunile inflaționiste pe care le-ar exercita prin intermediul cererii interne – în coroborare cu menținerea dinamicii înalte a creditului – o asemenea evoluție a câștigurilor salariale ar putea impulsiona inflația prin canalul sporirii costurilor, cel puțin pe segmentele economiei în care continuă să se manifeste o cerere excedentară și care este posibil să se confrunte cu un deficit de forță de muncă. În sectoare ale economiei caracterizate printr-un grad ridicat de concurență, angajatorii ar putea însă compensa majorarea costurilor unitare cu forța de muncă prin reducerea marjelor de profit ale întreprinderilor, comportament care s-ar putea extinde pe măsura

restrângerii proiectate și inversării de la un anumit moment a deviației pozitive a PIB de la nivelul său potențial.

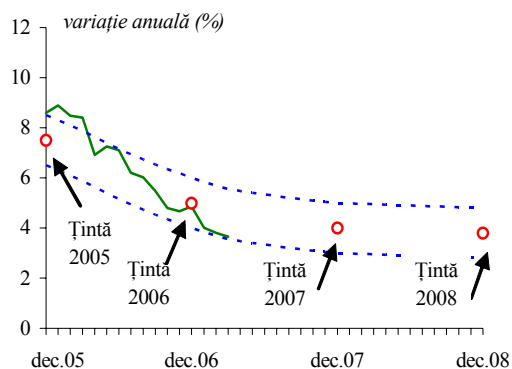
O incertitudine majoră a actualei prognoze o reprezintă amplitudinea relaxării politicii fiscale de-a lungul întregului orizont temporal al proiecției, respectiv nivelul efectiv la care se va situa deficitul bugetului general consolidat, precum și modul de repartizare a cheltuielilor bugetare între destinațiile lor principale, respectiv între cheltuieli curente și de capital. Astfel, din perspectiva evoluțiilor de la sfârșitul anului 2006, precum și din primele două luni ale acestui an, se conturează riscul accentuării față de program a atitudinii expansioniste a politicii fiscale, concretizată în colectarea unui volum de venituri bugetare inferior celui prevăzut și/sau în potențiala reorientare către consum a cheltuielilor destinate inițial programelor de investiții. Eventuala materializare a riscului producerii unei asemenea relaxări a politicilor macroeconomice menționate, coroborată cu persistența unui volum însemnat al intrărilor de capital, inclusiv a celor de natura datoriei externe, sporește probabilitatea adâncirii în continuare a deficitului de cont curent, evoluție considerată a fi de natură să inducă riscuri din perspectiva sustenabilității dezinflației și a asigurării pe termen mediu a stabilității prețurilor. Acest risc este, însă, atenuat de faptul că evoluțiile curente și de perspectivă din sectorul extern reflectă, cel puțin parțial, procesul de *catching-up* pe care-l parcurge economia românească, fiind de așteptat ca pe măsura scăderii intensității acestui proces, soldul negativ al contului curent să-și oprească creșterea și să înregistreze o diminuare treptată; în plus, o pondere importantă din acest deficit va continua să fie finanțată prin intrări autonome de capital, în condițiile în care câștigurile potențiale de productivitate oferite de economia românească vor rămâne la niveluri superioare celor din țările dezvoltate, fiind competitive în raport cu cele oferite de alte state noi membre ale UE.

Data fiind noua poziție de activ internațional a monedei naționale, un grad ridicat de incertitudine caracterizează și evoluția viitoare a cursului de schimb al leului; în plus, evoluția acestuia resimte și volatilitatea fluxurilor de capital ce vizează piețele emergente, fapt evidențiat de creșterea în ultimele luni a gradului de corelare a evoluției pe intervale scurte de timp a cursului de schimb leu/euro cu cele ale cursurilor majorității monedelor din regiune. În aceste condiții, probabilitatea ca rata de schimb a leului să fie, pe anumite intervale, doar parțial rezultatul evoluției fundamentelor economice naționale este potențată de persistența excedentului global de lichiditate, precum și de caracterul volatil și imprevizibil al apetitului pentru risc al investitorilor.

Un grad ridicat de incertitudine continuă să caracterizeze și evoluția viitoare a unor factori exogeni cu influență asupra ofertei, cei mai semnificativi din această categorie fiind dinamica prețurilor administrate, ale produselor alimentare și ale combustibililor.

Evaluarea de către Consiliul de administrație al BNR a contextului macroeconomic actual și a proiecției pe termen mediu a acestuia a pus în evidență o sensibilă ameliorare, comparativ cu proiecția anterioară, a perspectivelor inflației în prima parte a orizontului de transmisie a politicii monetare. În același timp, însă, s-a relevat faptul că potențialul inflaționist al unor factori ce vor continua să acționeze de-a lungul orizontului de prognoză este încă ridicat. Principalele riscuri la adresa sustenabilității dezinflației și a asigurării pe termen mediu a stabilității prețurilor sunt considerate a fi persistența până la finalul anului 2007 a *gap*-ului pozitiv al PIB, precum și posibila continuare a adâncirii deficitului de cont curent ca efect al prelungirii dinamicii excesive a absorbției interne. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința sa din data de 2 mai dedicată politicii monetare să reducă cu 0,25 puncte procentuale rata dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 7,25 la sută pe an și să continue să exercite un control asupra lichidității adecvat condițiilor de pe piețele financiare. Totodată, pentru a consolida restrictivitatea condițiilor monetare în sens larg, Consiliul de administrație al BNR a hotărât să mențină austeritatea mecanismului rezervelor minime obligatorii, continuând procesul de ajustare a bazei de calcul a acestora în spiritul practicilor similare ale băncilor centrale membre ale SEBC. În același timp, Consiliul de administrație al BNR a apreciat ca fiind necesară continuarea monitorizării atente a evoluției creditului neguvernamental și a prețurilor principalelor categorii de active, inclusiv a celor imobiliare, astfel încât să poată fi sesizate și contracarate prompt prin acțiuni de politică monetară potențialele evoluții nefavorabile din perspectiva dezinflației, în condițiile în care se prefigurează drept necesară o contribuție a tuturor componentelor *mix*-ului de politici macroeconomice la asigurarea continuării sustenabile a procesului de dezinflație.

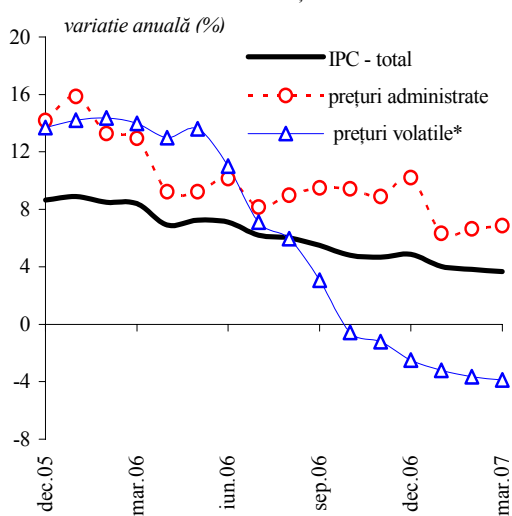
Evoluția inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

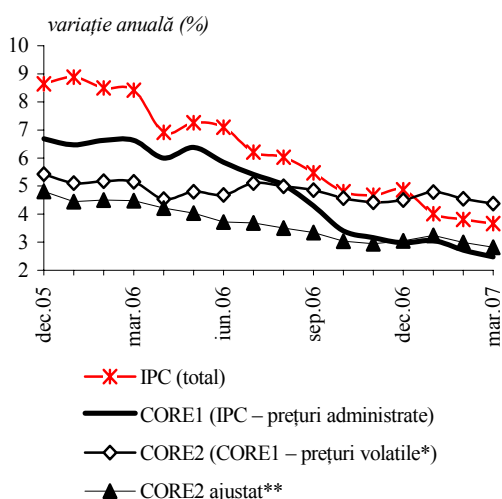
Rata inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

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

II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

Procesul dezinflaționist s-a accelerat în trimestrul I 2007, rata anuală de creștere a prețurilor de consum atingând în luna martie 3,66 la sută, nivel plasat cu 1,21 puncte procentuale sub cel înregistrat în decembrie 2006. Mai mult, indicatorul a evoluat permanent în jumătatea inferioară a intervalului de variație de ± 1 puncte procentuale în jurul țintei interpolate, apropiindu-se la finele perioadei de limita acestuia. Deși s-a datorat mai ales scăderilor consemnate de prețul combustibililor și de unele prețuri administrate, decelerarea a fost susținută și de continuarea trendului descendent al CORE2 ajustat.

Principala contribuție la diminuarea ratei anuale a inflației pe parcursul trimestrului I 2007 a revenit dezinflației înregistrate de produsele cu prețuri administrate, ritmul de creștere al acestora diminuându-se de la 10,2 la sută în decembrie 2006 la 6,87 la sută în martie 2007; factorii de influență includ (i) scăderea prețului gazelor naturale în luna ianuarie (-3,49 la sută), rezultat conjugat al eliminării impozitului pentru gazele naturale din producția internă, al diminuării prețului de import, al evoluției favorabile a cursului de schimb RON/USD și al aplicării noilor tarife de distribuție pentru anul 2007, dar și (ii) aprecierea monedei naționale față de euro, cu efect benefic asupra prețurilor medicamentelor și serviciilor de telefonie fixă (-2,66 la sută și, respectiv, -1,24 la sută, valori cumulate pentru primele trei luni ale anului).

Un impact favorabil au exercitat, de asemenea, reducerile de prețuri operate în lunile ianuarie-februarie de către marii producători și distribuitori de combustibili (-1,89 la sută), care au condus la înregistrarea unui ritm anual negativ la sfârșitul trimestrului I. Comparația în termeni anuali relevă scăderi de preț și la nivelul celorlalte produse cu prețuri volatile (cu 7,2 la sută), însă în acest caz determinante nu au fost evoluțiile curente, ci efectul de bază generat de recolta slabă a unor sortimente de legume din anul 2005 (care a afectat și oferta din prima parte a anului următor).

Similar trimestrelor anterioare, analiza inflației de bază presupune utilizarea măsurii ajustate, pentru a elimina distorsiunile de semnal induse de introducerea taxei pe viciu în 2006 și încorporarea anticipată în prețul produselor din tutun a majorării de accize care va intra în vigoare la 1 iulie 2007¹. Deși proiecția BNR indică menținerea în spectrul pozitiv a deviației PIB de la nivelul său potențial, rata anuală a CORE2 ajustat s-a restrâns

¹ Ca urmare a deciziei producătorilor de a distribui pe mai multe luni presiunea exercitată de măsura respectivă asupra prețului final.

cu încă 0,2 puncte procentuale, până la 2,8 la sută, explicațiile incluzând, în continuare, aprecierea monedei naționale, climatul concurențial tot mai accentuat din sectorul comercial și diminuarea anticipațiilor inflaționiste pe orizontul de un an².

În structură, traiectoria descendentă a inflației de bază a fost susținută de ambele grupe de mărfuri – alimentare și ne-alimentare. În primul caz, factorilor de influență amintiți anterior li s-au adăugat puternicul efect de bază indus de tensiunile existente pe piața mondială a zahărului la începutul anului 2006, dar și aparenta temperare a consumului, sugerată de scăderea cu circa 6 la sută în termeni anuali a volumului vânzărilor de alimente în intervalul ianuarie-februarie 2007 comparativ cu creșteri de peste 20 la sută pe parcursul anului anterior. În condițiile în care această inversare de traiectorie nu are cauze de natură metodologică, iar efectul de bază asociat modificării *pattern*-ului de acordare a celui de-al 13-lea salariu din luna ianuarie în luna decembrie pare modest³, o posibilă explicație constă în schimbarea opțiunii de alocare a veniturilor, în sensul orientării mai pronunțate către achizițiile de durabile și investiții rezidențiale; în plus, există semnale referitoare la intensificarea comerțului de graniță cu Bulgaria și Ungaria, deși magnitudinea fenomenului este dificil de evaluat.

În privința mărfurilor nealimentare, o contribuție la atenuarea inflației de bază (vizibilă mai ales la nivelul produselor electronice și electrocasnice) poate fi atribuită și reducerilor de prețuri asociate eliminării taxelor vamale ulterior integrării României în piața comunitară. O evoluție de sens contrar au înregistrat serviciile cu prețuri libere, în principal ca urmare a majorării tarifelor polițelor de asigurare odată cu aderarea la Uniunea Europeană. Totuși, bunurilor necomercializabile le-a revenit în primul trimestru al anului curent rolul principal în progresul dezinflației, rata anuală de creștere a prețurilor acestora diminuându-se de la 8,3 la sută în decembrie 2006 la 6,1 la sută în martie 2007; motivația constă în dinamica favorabilă a prețurilor administrate, acest tip de produse deținând în cadrul grupei o pondere semnificativ mai ridicată decât cea a serviciilor cu prețuri libere.

În cazul bunurilor comercializabile, mișcarea descendentă a ritmului anual de creștere a prețurilor a fost mult mai puțin

² Conform sondajului realizat de BNR în rândul operatorilor bancari, ecartul dintre rata așteptată a inflației pe orizont de un an și ținta interpolată a băncii centrale s-a restrâns la mai puțin de jumătate din valoarea lunii decembrie 2006.

³ În pofida acestei suplimentări a venitului populației, în decembrie 2006, ritmul anual de creștere a volumului cifrei de afaceri a operatorilor de pe segmentul alimentar s-a situat cu 9,5 puncte procentuale sub nivelul corespunzător lunii decembrie 2005 și cu doar 3,3 puncte procentuale peste cel din noiembrie 2006.

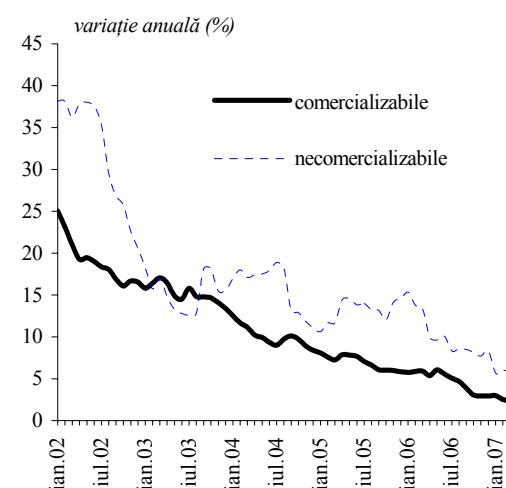
Prețurile de consum pe categorii de produse

	variație anuală (%): sfârșitul perioadei				
	2006				2007
	I	II	III	IV	I
Alimente, băuturi, tutun	6,9	6,3	4,7	3,7	3,8
Îmbrăcăminte și încălțăminte	3,8	3,8	3,8	3,3	3,2
Produse de uz casnic și menaj, mobilă	2,8	2,1	1,9	1,7	1,7
Combustibili	9,4	6,3	2,6	1,4	-0,7
Întreținerea locuințelor*	23,0	17,9	13,4	17,9	11,4
Igienă, sănătate	0,1	-0,2	0,0	0,9	-0,6
Transport	16,6	11,7	7,0	5,3	6,4
Poșta și telecomunicații	0,6	-2,1	4,2	-3,0	0,0
Recreere și cultură	7,0	7,1	5,8	4,5	3,9
Bunuri și servicii diverse	6,3	6,6	5,7	4,1	1,7

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

Sursa: INS, calcule BNR

Prețurile bunurilor comercializabile și necomercializabile



Sursa: EUROSTAT, calcule BNR

Prețuri administrate versus prețuri libere

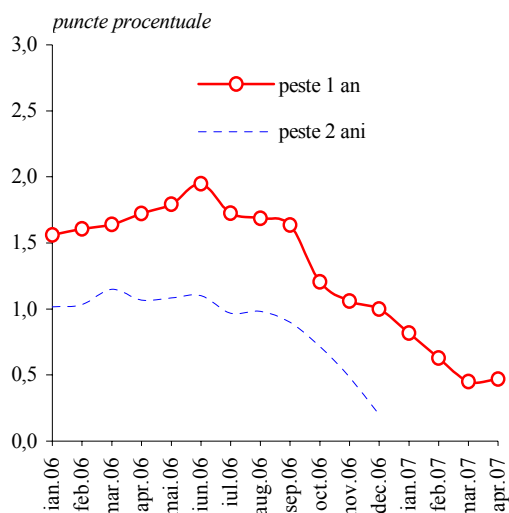
variație anuală (%); sfârșitul perioadei

	2006				2007
	I	II	III	IV	I
Rata inflației	8,4	7,1	5,5	4,9	3,7
Prețuri administrate*	13,0	10,1	9,5	10,2	6,9
1. Mărfuri nealimentare*:	15,9	11,4	8,4	11,4	5,4
energie electrică	7,0	7,0	1,9	6,6	4,6
energie termică	20,0	20,0	20,0	18,4	20,8
gaze naturale	52,2	28,5	21,4	33,6	10,0
medicamente	-5,5	-5,3	-4,0	-1,9	-4,8
2. Servicii*, din care:	8,2	8,0	11,3	8,1	9,5
apă, canal, salubritate	24,8	24,9	20,3	21,4	20,5
telefonie fixă	-3,4	-2,0	10,5	2,5	5,6
transport de călători					
pe calea ferată	8,7	11,6	5,1	13,2	23,7
transport urban					
(de călători)	20,5	12,1	7,1	4,1	3,5
Prețuri libere (CORE1)	6,6	5,8	4,3	3,0	2,5
CORE2**	5,2	4,7	4,9	4,5	4,4

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

Sursa: INS

Ecartul dintre inflația așteptată și ținta anuală de inflație



amplă, însă nivelul atins în martie 2007 (2,3 la sută, în scădere de la 2,9 la sută în decembrie 2006) se apropie la 0,7 puncte procentuale de valorile înregistrate de indicatori comparabili în zona euro și Uniunea Europeană (variația IAPC aferentă mărfurilor nonenergetice).

În ceea ce privește procesul de convergență a prețurilor de consum din România către media Uniunii Europene⁴, diferența dintre cei doi indici armonizați a scăzut sensibil față de finele anului 2006 (de la 2,7 la 1,4 puncte procentuale în martie 2007). Aceeași evoluție a fost observată și în cazul comparației în termenii criteriului de convergență nominală, decalajul dintre IAPC din România și media ratei inflației din cele mai performante trei state membre ale Uniunii Europene scăzând de la 3,8 puncte procentuale în decembrie 2006 la 2,7 puncte procentuale în martie 2007.

În luna martie 2007, rata anuală efectivă a inflației s-a situat cu 0,6 puncte procentuale sub proiecția prezentată în Raportul asupra inflației din luna februarie, deviația provenind din: (i) scăderea puternică a prețului ouălor, contrar ipotezelor asumate inițial privind reduceri de mai mică amploare, având în vedere pierderile suferite de producători în 2006, (ii) diminuarea tarifelor la combustibili, creșterile sezoniere anticipate pentru prețul petrolului nematerializându-se datorită temperaturilor ridicate pentru acest sezon și (iii) aprecierea mai puternică a monedei naționale față de euro și dolarul SUA. De asemenea, deși pe ansamblu s-a estimat că aderarea la Politica Agricolă Comună și aplicarea Tarifului Vamal Comun nu vor avea un impact nefavorabil semnificativ asupra ratei inflației, majorările luate în calcul pentru unele produse alimentare (în special zahăr și carne), bazate pe experiența statelor care au devenit membre ale Uniunii Europene în mai 2004, nu s-au concretizat.

⁴ UE-25 până în decembrie 2006 și UE-27 începând cu luna ianuarie 2007, ca urmare a aderării României și Bulgariei.

III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

După patru trimestre de accelerări succesive, în trimestrul IV 2006 rata de creștere a PIB real s-a atenuat (până la 7,7 la sută⁵), plasându-se cu 0,6 puncte procentuale atât sub nivelul din intervalul precedent, cât și sub proiecția benchmark formulată în luna decembrie. În pofida consolidării poziției de motor al dinamicii PIB deținute de investiții începând cu trimestrul II și a temperării vitezei de creștere a consumului privat comparativ cu perioada anterioară, ritmul încă alert al acestuia din urmă rămâne un factor preocupant, date fiind implicațiile asupra potențialului inflaționist și dezechilibrului extern. În privința ofertei, încetinirea ritmului PIB a fost susținută de majoritatea sectoarelor economice (excepție a făcut activitatea de construcții).

1.1. Cererea

Dinamizarea acumulărilor de capital în trimestrul IV a fost contrabalansată de scăderea ușoară a ritmului consumului final total, astfel încât cererea internă și-a păstrat rata de creștere la nivelul înregistrat în intervalul anterior (13,5 la sută). În aceste condiții, se poate afirma că frânarea creșterii PIB s-a datorat exclusiv componentei externe a cererii, contribuția sa negativă (-7,5 puncte procentuale) situându-se de altfel la cel mai scăzut nivel din întreaga perioadă pentru care dispunem de date trimestriale SEC95⁶.

1.1.1. Cererea de consum

Pierderea de 0,7 puncte procentuale consemnată de ritmul consumului final total în trimestrul IV (până la 11,5 la sută) a fost generată în principal de segmentul său privat, în timp ce consumul guvernamental a avansat cu o viteză asemănătoare celei din trimestrul anterior.

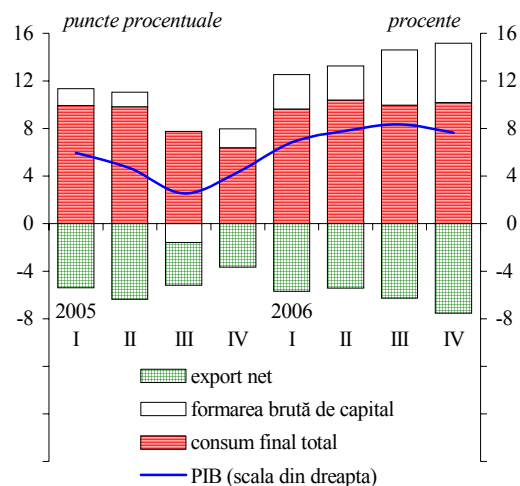
Cererea de consum a populației

Consumul final al populației și-a păstrat ritmul alert de creștere (12,7 la sută), acesta consemnând totuși o ușoară decelerare față

⁵ În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum.

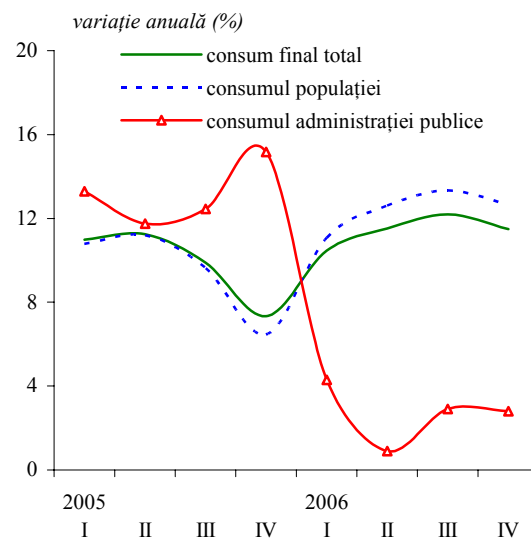
⁶ 1999-2006.

Contribuția componentelor cererii la dinamica PIB



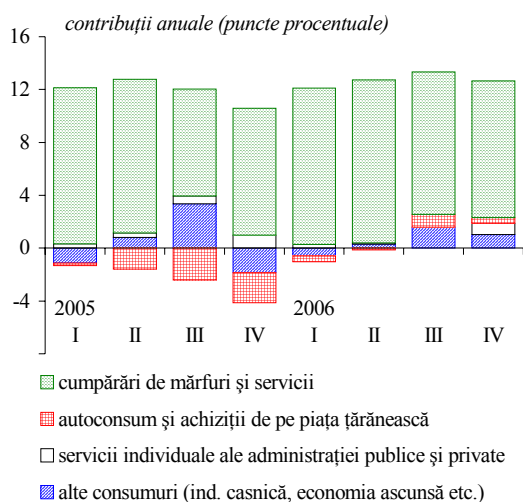
Sursa: INS, calcule BNR

Consumul final efectiv



Sursa: INS

Creșterea consumului final al populației



Sursa: INS, calcule BNR

de trimestrul III (0,6 puncte procentuale), datorată în principal achizițiilor de mărfuri, a căror dinamică a scăzut de la 24,8 la sută la 18,9 la sută. Chiar dacă această pierdere de ritm a fost parțial compensată de intensificarea prestărilor de servicii către populație, nu poate fi neglijată intensitatea în continuare ridicată a expansiunii componentei „comerciale” a consumului privat, ceea ce denotă persistența presiunii exercitate de cerere asupra ratei inflației. Concluzia este cu atât mai îndreptățită cu cât încetinirea dinamicii este posibil să fi avut un caracter temporar, fiind asociată, în bună măsură, stării de expectativă generate de perspectiva ieftinirii anumitor categorii de produse (îndeosebi electronice și electrocasnice), ulterior aderării la Uniunea Europeană. Menținerea potențialului inflaționist al cererii de consum este confirmată de ritmul încă alert de creștere a volumului cifrei de afaceri aferente comerțului cu bunuri de uz curent (circa 20 la sută) – grupa de produse cu cea mai largă reprezentare în coșul de consum – și, în măsură mai mică, de avansul înregistrat de indicii de volum corespunzători încasărilor pe segmentul serviciilor de transporturi și telecomunicații, categorii pentru care mișcările de prețuri sunt însă determinate, în proporție destul de ridicată, de ofertă.

Celelalte componente ale consumului final al populației au evoluat în sensuri diferite – pe de o parte, autoconsumul și achizițiile de pe piața țărănească și-au redus viteza de creștere (de la 5 la sută la 3,5 la sută), în condițiile în care, spre deosebire de intervalul precedent, perioada analizată nu a beneficiat de producții ridicate ale bunurilor agricole care dețin o pondere sezonieră semnificativă în consumul gospodăriilor din mediul rural (fructe și legume în trimestrul III, porumb în trimestrul IV); pe de altă parte, datele statistice provizorii indică o revigorare a cheltuielilor pentru gospodării efectuate de administrația publică și privată (5,4 la sută, după stagnarea din cele trei luni anterioare).

Decizia de amânare a cumpărării unor produse pentru prima parte a anului 2007 poate constitui explicația aparentei contradicții dintre atenuarea creșterii achizițiilor de bunuri și servicii și intensificarea de ritm înregistrată de venitul disponibil real al populației, susținută de toate componentele utilizate pentru aproximarea acestui indicator (a se vedea subsecțiunea 2.2. *Venituri*). Dinamica mai temperată a cererii de consum a populației s-a reflectat și în restrângerea accelerată a

volumului creditelor bancare noi pe termen scurt și mediu⁷ (ritmul de scădere a depășit dublul celui din trimestrul III, ajungând la -34,2 la sută), fiind în același timp însoțită de accentuarea înclinației spre economisire – pe fondul creșterii atractivității ratelor dobânzilor pasive practicate de băncile comerciale, volumul noilor depozite la termen (principalul instrument de economisire/investiții al populației) s-a majorat cu 15 la sută, comparativ cu 8,2 la sută în intervalul precedent⁸.

Înclinația populației pentru bunurile de consum din import a continuat să se consolideze în trimestrul IV, tendința manifestându-se mai ales în cazul mijloacelor de transport și al bunurilor de uz curent – autovehiculele au consemnat o reducere de peste 6 ori a dinamicii cifrei de afaceri aferente producției industriale destinate pieței interne (până la 3,3 la sută), concomitent cu o accelerare puternică a ritmului achizițiilor din străinătate, până la 55,6 la sută⁹; în privința bunurilor de uz curent, revigorarea înregistrată de vânzările de produse autohtone a avut o amploare net inferioară celei corespunzătoare importurilor (de la -0,8 la +4,3 la sută, respectiv de la +8 la +29,2 la sută). Deși de mai mică intensitate, fenomenul de accentuare a preferinței consumatorilor pentru produse de import a caracterizat și subgrupa bunurilor de folosință îndelungată, cu excepția mijloacelor de transport, în condițiile în care rata de creștere a volumului cifrei de afaceri rezultate din livrările pe piața internă nu s-a ridicat nici în trimestrul IV la nivelul celei aferente importurilor¹⁰.

Cererea de consum guvernamental

Consumul final guvernamental s-a majorat cu 2,8 la sută (ritm apropiat celui din intervalul anterior), evoluție susținută de efectuarea de noi angajări de personal în aparatul administrativ.

⁷ Limitarea la termenele *scurt și mediu* a fost justificată de poziția dominantă a creditelor imobiliare/ipotecare în structura creditelor bancare pe termen lung, în pofida extinderii creditelor pentru nevoi personale cu scadențe de peste 5 ani; de altfel, deși clasificate de către bănci în categoria creditelor de consum, acestea din urmă sunt de regulă destinate unor operațiuni de natura investițiilor (achiziții imobiliare, plata avansului pentru un credit imobiliar/ipotecar, amenajări de locuințe).

⁸ În același sens au evoluat și soldurile depozitelor la termen ale populației – accelerări succesive de ritm în trimestrele II-IV, până la 12,3 la sută (variație reală).

⁹ Modificările volumului fizic au fost calculate pe baza datelor din balanța de plăți, prin deflatare cu indicii valorii unitare.

¹⁰ Dinamica ofertei autohtone s-a îmbunătățit marginal (+16,4 la sută), în timp ce volumul importurilor la categoriile de bunuri durabile (altele decât autovehiculele) identificabile pe baza Nomenclatorului Combinat s-a majorat cu 18 la sută (mașini și aparate electrice), cu 46,8 la sută (instrumente și aparate optice, fotografice etc.) și, respectiv, cu 22,7 la sută (mărfuri diverse, reprezentate în principal de mobilier).

Evoluții bugetare

Escaladarea puternică a volumului cheltuielilor sectorului public în ultima parte a anului – în special în luna decembrie, în care s-au concentrat circa 18 la sută din totalul cheltuielilor efectuate în 2006 – nu a exercitat presiuni considerabile asupra dinamicii cererii de consum guvernamental, în condițiile în care sporul acestora a fost orientat în proporție de peste 60 la sută către investiții guvernamentale și transferuri. Relaxarea politicii fiscale a susținut însă consistent celelalte componente ale cererii interne, în condițiile în care ponderea în PIB a deficitului trimestrial al bugetului general consolidat a depășit dublul valorii consemnate în intervalul corespunzător al anului precedent (3,3 comparativ cu 1,6 la sută). Prin urmare, exercițiul financiar 2006 s-a încheiat cu un deficit al bugetului general consolidat de circa 1,7 la sută din PIB, de peste două ori mai mare decât cel din anul anterior, însă inferior cu 0,8 puncte procentuale celui programat pentru acest an.

Trecerea de la o balanță consolidată constant excedentară în primele trei trimestre la una deficitară pe ansamblul anului s-a efectuat în contextul în care dinamica cheltuielilor și cea a veniturilor bugetare aferente trimestrului IV 2006 au înregistrat evoluții divergente: ritmul anual de creștere reală¹¹ a cheltuielilor s-a dublat comparativ cu cel din trimestrul anterior (34,9 la sută), în timp ce dinamica încasărilor a suferit o decelerare (până la 16,5 la sută).

Aproape toate componentele cheltuielilor publice și-au accelerat creșterea în ultimul trimestru al anului; excepție au făcut doar plățile de dobânzi aferente datoriei publice interne și externe, al căror recul,¹² mai pronunțat comparativ cu trimestrul precedent, s-a datorat atât reducerii stocului de titluri de stat aflate în circulație, cât și puternicei aprecieri nominale a leului. Cea mai rapidă ascensiune a fost înregistrată de investițiile publice (100,6 la sută), în trimestrul IV concentrându-se circa 61 la sută din cheltuielile de capital anuale¹³. O dinamică înaltă au mai consemnat cheltuielile de personal (44,7 la sută)¹⁴ și transferurile (33,6 la sută); evoluția ultimei categorii a fost determinată parțial de majorarea sumelor destinate cofinanțării proiectelor derulate pe seama fondurilor de preaderare și de includerea în cheltuielile bugetare a contravalorii titlurilor de participare

¹¹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmul anual de creștere exprimat în termeni reali.

¹² Care se prelungește de 5 trimestre.

¹³ Pe ansamblul anului 2006, cheltuielile de capital prevăzute la ultima rectificare (noiembrie) s-au efectuat în proporție de 92 la sută.

¹⁴ Care reflectă însă și un efect de bază, întrucât în 2005 plata celui de-al treisprezecelea salariu cuvenit personalului bugetar s-a efectuat în ianuarie 2006.

emise de Fondul Proprietatea pentru acordarea de despăgubiri în contul unor imobile preluate în mod abuziv (circa 1 471 milioane RON).

Scăderea dinamicii încasărilor bugetare acumulate în ultimul trimestru al anului 2006 a fost determinată, în principal, de evoluția veniturilor nefiscale și din capital, pierderea de ritm al creșterii acestora fiind însă consecința unui efect de bază, întrucât pe ansamblul anului 2006 viramentele din cele două categorii au reprezentat 93 respectiv 120 la sută din valorile programate. Încetinirea imprimată de acestea a fost atenuată însă de creșterea mai amplă a încasărilor din impozitul pe salarii și pe venit – care a înregistrat o nouă valoare record (50,8 la sută) –, precum și a viramentelor din impozitul pe profit și din impozitele și taxele pe proprietate, ambele sporind cu câte 38,4 la sută.

Programul bugetar al anului 2007 prevede un deficit al bugetului general consolidat de 2,8 la sută din PIB, care încorporează influențele exercitate atât de asigurarea contribuției României la bugetul comunitar și cofinanțarea fondurilor nerambursabile primite de la UE, cât și de finanțarea unor proiecte pentru infrastructură în domeniul transportului și mediului, precum și a unor proiecte de investiții în învățământ și sănătate, fiind prevăzută în acest context o creștere fără precedent a cheltuielilor de capital (de la 3,7 la 6,7 la sută din PIB). În plus, la construcția bugetului pe anul 2007 s-a luat în calcul reducerea cu 2 puncte procentuale a contribuțiilor de asigurări sociale datorate de angajatori.

1.1.2. Cererea de investiții

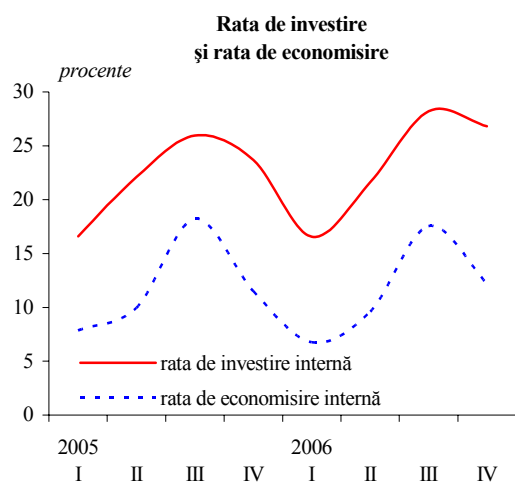
Comparativ cu trimestrul III, dinamica formării brute de capital fix s-a accelerat cu încă 0,7 puncte procentuale, ajungând la 18 la sută. După cum relevă statisticile privind structura investițiilor realizate în economie, performanța este atribuită în principal intensificării preocupărilor în direcția re tehnologizării – achizițiile de utilaje și-au dublat ritmul (12,4 la sută) – și, în mai mică măsură, lucrărilor de reparații capitale, al căror volum și-a consolidat marginal rata de creștere (până la circa 19 la sută). Chiar dacă de amplitudine inferioară intervalului precedent, dinamica lucrărilor pentru obiective noi de construcții s-a menținut ridicată (18,7 la sută), astfel încât acest segment și-a păstrat rolul principal în extinderea acumulărilor de capital.

Similar intervalului precedent, în trimestrul IV expansiunea formării brute de capital fix a fost susținută îndeosebi de sursele proprii, date fiind rezultatele pozitive consemnate de sectorul corporatist de-a lungul anului 2006, de alocarea de importante

	Investiții realizate				
	Anii	I	II	III	IV
Total	2005	5,8	10,7	13,0	17,5
	2006	10,8	15,1	15,8	18,4
- lucrări de construcții noi	2005	2,2	9,4	8,8	15,3
	2006	23,5	11,6	20,2	18,7
- utilaje	2005	9,6	12,8	15,7	15,7
	2006	2,6	20,8	6,2	12,4
- alte cheltuieli*	2005	-4,9	1,0	27,0	48,2
	2006	4,8	-9,6	54,7	55,8

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

Sursa: INS



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

Sursa: INS, calcule BNR

fonduri bugetare¹⁵, dar și de ritmul alert al venitului disponibil al populației. Aceste surse au fost completate de împrumuturile acordate de instituțiile de credit: (i) pe segmentul bancar autohton, în pofida dinamicii mai slabe consemnate de creditele noi pe termen lung comparativ cu trimestrul III, nu putem ignora persistența ratei înalte de creștere atât în cazul agenților economici (55,8 la sută, net superioară mediei din anul 2005), cât și în cel al populației (dublare de volum)¹⁶; (ii) o evoluție ascendentă a fost înregistrată și de piața de *leasing*, anul 2006 marcând o orientare mai fermă către finanțarea achizițiilor de echipamente și a investițiilor imobiliare, în detrimentul operațiunilor de *leasing* auto; (iii) fluxurile aferente creditelor externe contractate de sectorul nefinanciar au continuat să scadă în termeni reali, ceea ce relevă accentuarea înclinației către finanțarea investițiilor din surse împrumutate din interior. Nu în ultimul rând, merită menționat impulsul dat acumulărilor de capital de intrările consistente de fonduri, sub forma investițiilor străine directe¹⁷ și a finanțării cu caracter nerambursabil prin programele SAPARD și ISPA, derulate în ultima perioadă.

Preferința crescândă pentru investirea în bunuri de capital de proveniență externă s-a manifestat și în ultima parte a anului anterior, în condițiile în care dinamica reală a cifrei de afaceri obținute de ramurile industriale de profil în urma livrărilor pe piața autohtonă (8,2 la sută¹⁸) a fost surclasată de cea a importurilor (27 la sută în cazul categoriei „mașini și aparate mecanice și electrice”, 60 la sută în cel al mijloacelor de transport⁹).

1.1.3. Cererea externă netă

Revizuirea datelor de conturi naționale aferente anilor 2004 și 2005 a condus la modificarea semnificativă a contribuției exportului net la dinamica PIB pe parcursul primelor trei trimestre ale anului 2006 – inițial, valorile se încadrau între -4,1

¹⁵ Comparativ cu trimestrul III, volumul cheltuielilor de capital din surse guvernamentale și-a intensificat semnificativ ritmul anual de creștere (de la 66 la sută la 118,8 la sută – rezultate obținute pe baza execuției bugetare, prin deflatare cu indicele prețurilor producției de bunuri de capital pentru piața internă).

¹⁶ Aceeași concluzie se desprinde și din analiza datelor CRB, ritmurile reale ridicate consemnate de soldurile creditelor pentru echipamente și investiții imobiliare modificându-se nesemnificativ față de intervalul precedent (61,4 la sută, respectiv 56,5 la sută).

¹⁷ Pentru anul 2006, datele balanței de plăți indică majorarea cu 72,8 la sută a fluxurilor nete din investiții directe, ritmul de creștere rămânând puternic pozitiv chiar și în urma excluderii celor 2,2 miliarde euro reprezentând venituri încasate în luna octombrie din privatizarea Băncii Comerciale Române.

¹⁸ Valoarea corespunde poziției „bunuri de capital”, care include și mijloacele de transport, potrivit metodologiei de stabilire a marilor grupe industriale.

și -4,9 puncte procentuale, pentru ca ulterior revizuirilor să varieze între -5,4 și -6,2 puncte procentuale. În ceea ce privește situația din trimestrul IV, nivelul negativ deja substanțial al cererii externe nete s-a accentuat, contribuția la rata de creștere economică reprezentând minimum ultimilor 8 ani (-7,5 puncte procentuale). Evoluția s-a datorat, pe de o parte, adâncirii până la -16,7 puncte procentuale a decalajului de ritm dintre exporturile și importurile de bunuri și servicii – pe fondul creșterii mai slabe a exporturilor (8,6 la sută, față de 10,6 la sută în trimestrul III) și al dinamizării importurilor (de la 24,4 la sută la 25,3 la sută) –, iar pe de altă parte, lărgirii ecartului dintre ponderea în PIB a exporturilor și a importurilor în favoarea celei de a doua componente, în perioada de bază.

Potrivit datelor din balanța de plăți, performanța în scădere a exporturilor în trimestrul IV poate fi pusă pe seama evoluției mai modeste a serviciilor (în special transporturi și comunicații), întrucât ritmul anual de creștere a volumului vânzărilor de bunuri pe piața externă s-a revigorat față de intervalul anterior (de la 1,2 la sută la 6,1 la sută)⁹. Această din urmă traiectorie poate fi explicată prin (i) dispariția efectului de bază manifestat în trimestrul III pe segmentul combustibililor și al uleiurilor vegetale¹⁹, (ii) atenuarea declinului producției din industria de prelucrare a țiteiului (de la -11,7 la sută în trimestrul III la -6,9 la sută), dar și prin (iii) ritmul anual record înregistrat de livrările externe de produse vegetale (+113 la sută), grupa respectivă ajungând să genereze aproape un sfert din rata de creștere a exporturilor.

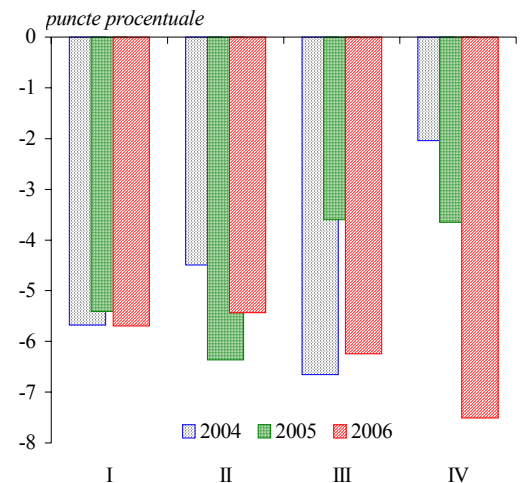
În ceea ce privește importurile de bunuri și servicii, intensificarea ritmului anual a fost indusă de achizițiile de bunuri (volumul acestora s-a majorat cu 24,8 la sută, față de 18,7 la sută în trimestrul III), cele mai pronunțate accelerări înregistrându-se în cazul produselor chimice și în cel al mijloacelor de transport. Gradul de concentrare a importurilor a rămas ridicat, cele două categorii de bunuri menționate deținând, alături de grupele „metale comune” și „mașini și aparate mecanice și electrice”, o contribuție de 88 la sută la dinamica acestei componente a balanței comerciale.

1.2. Oferta

Valoarea adăugată brută din industrie a crescut cu 6,6 la sută, ritm inferior cu 1,3 puncte procentuale nivelului din intervalul precedent. Temperarea poate fi asociată mai ales (i) restrângerii

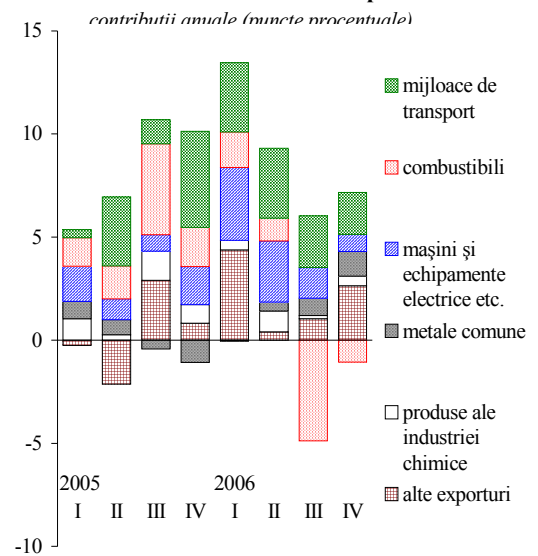
¹⁹ În trimestrul III 2005 volumul exporturilor de combustibili crescuse în termeni anuali cu 56,5 la sută.

Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB



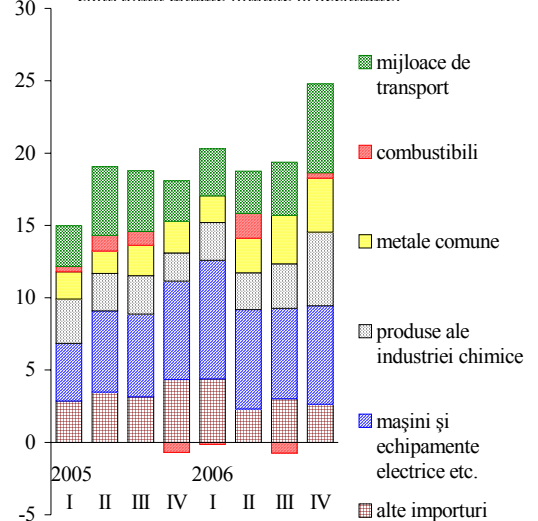
Sursa: INS, calcule BNR

Dinamica volumului fizic al exporturilor

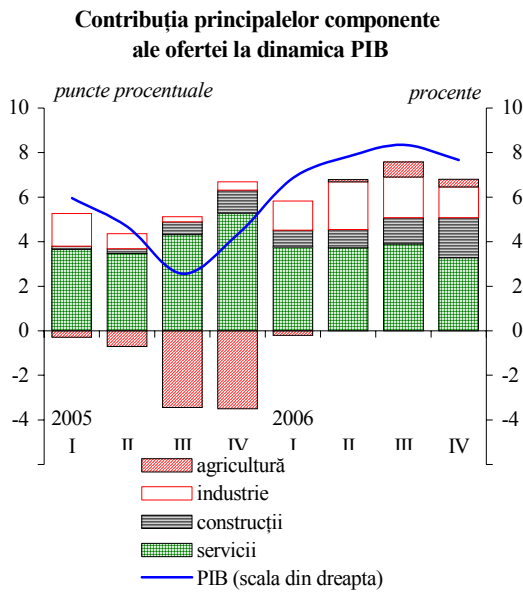


Sursa: INS, calcule BNR

Dinamica volumului fizic al importurilor



Sursa: INS, calcule BNR



activității subsectorului energetic (dat fiind impactul negativ exercitat de vremea neobișnuit de caldă asupra producției de energie termică) și (ii) decelerării de ritm în unele ramuri producătoare de bunuri intermediare (îndeosebi industria chimică). Tendința a fost estompată în principal de subsectorul bunurilor de capital, în cadrul căruia s-a remarcat producția de mijloace de transport, care și-a dublat practic rata de creștere (circa 43 la sută), în bună măsură datorită dinamizării cererii externe.

În sectorul servicii, dinamica valorii adăugate brute a scăzut cu 2 puncte procentuale față de nivelul din trimestrul III (până la 6,5 la sută). Traectoria a fost determinată în principal de vânzările prin rețeaua comercială cu amănuntul și de încasările din activitățile de transport, poștă, telecomunicații și tranzacții imobiliare, dar a fost parțial contrabalansată de comerțul cu ridicata – intensificare cu 10 puncte procentuale a dinamicii volumului cifrei de afaceri (32 la sută).

În ceea ce privește agricultura, încetinirea cu 1,4 puncte procentuale a dinamicii anuale a valorii adăugate brute (până la 3,7 la sută) s-a datorat în principal influenței negative induse de condițiile climaterice nefavorabile asupra volumului producției de cereale, doar parțial compensată de performanțele superioare înregistrate la plante tehnice (îndeosebi floarea-soarelui și sfeclă de zahăr).

Activitatea de construcții a reprezentat singurul sector economic care și-a accelerat rata anuală de creștere în trimestrul IV, până la un nivel record pentru perioada 1999-2006 (21,6 la sută). Cu ritmuri ale valorii adăugate brute care nu au coborât sub 14 la sută în niciunul dintre trimestre, 2006 a consemnat, potrivit semnalelor din piață, cel mai remarcabil rezultat din ultimii 17 ani. La nivelul perioadei analizate, cele mai dinamice categorii de lucrări au fost reparațiile curente (circa 36 la sută), dar ritmuri alerte au înregistrat și reparațiile capitale și construcțiile noi (aproape 19 la sută în ambele cazuri). Expansiunea acestei activități s-a observat îndeosebi în execuția proiectelor de clădiri (până la circa 20 la sută, respectiv 33 la sută pe segmentele rezidențial/nerezidențial), în timp ce construcțiile inginerești și-au restrâns ușor intensitatea comparativ cu trimestrul III (până la 20 la sută).

2. Piața muncii

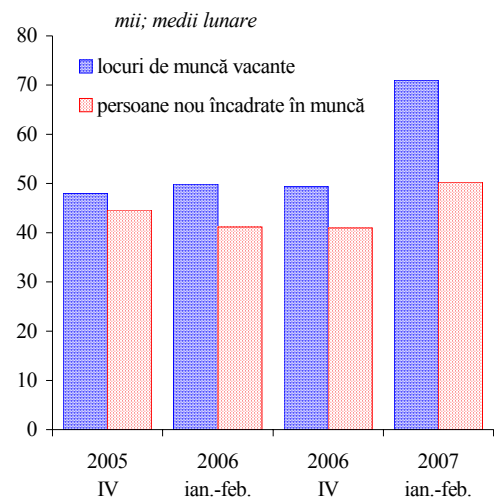
Cererea de forță de muncă s-a menținut robustă în trimestrul IV 2006 și în ianuarie-februarie 2007, ceea ce a contribuit la continuarea tendinței de accelerare a ritmului anual de creștere a câștigurilor salariale. În sectorul industrial, evoluțiile salariale au fost determinante pentru majorarea costurilor unitare cu forța de muncă, însă concurența puternică ar putea limita preluarea acestei mișcări de către prețuri. Pe partea cererii însă, intensificarea dinamicii anuale a venitului disponibil real semnaleză persistența potențialelor riscuri asociate presiunilor asupra consumului de bunuri și servicii.

2.1. Forța de muncă

Creșterea economică alertă din cursul anului 2006 a antrenat o majorare a gradului de ocupare a forței de muncă, nivelul de 59,3 la sută (cu 1,4 puncte procentuale superior celui din intervalul similar al anului precedent) atins de rata de ocupare a populației în vârstă de muncă (15-64 ani) în trimestrele I-III 2006²⁰ reprezentând un maxim al ultimilor cinci ani. În aceeași perioadă, creșterea oportunităților de angajare a suscitât interesul unei părți a populației inactive pentru găsirea unui loc de muncă, însă aceste persoane nu par să fi apelat la agențiile guvernamentale de ocupare; astfel, în timp ce numărul șomerilor detectați prin intermediul anchetei AMIGO a avut o tendință de ușoară creștere, cel al șomerilor înregistrați la ANOFM a continuat să se reducă²¹. Dezvoltarea pieței informale a forței de muncă este semnalată și de lărgirea ecartului între numărul respondenților anchetei AMIGO care au declarat că sunt salariați și numărul salariaților raportați de angajatori²².

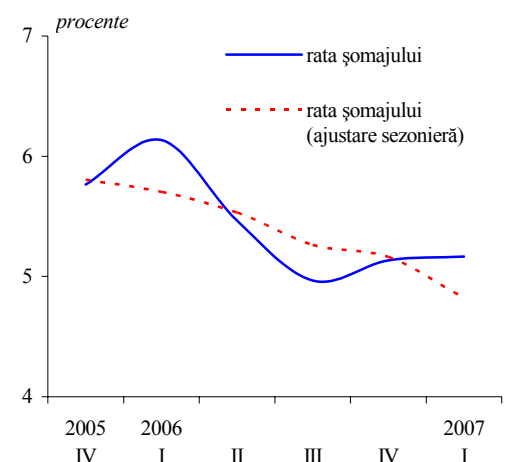
Ținând cont de limitele de cuprindere a datelor statistice disponibile, analiza în dinamică a acestora indică menținerea unor condiții restrictive pe piața muncii în trimestrul IV 2006 și la începutul anului 2007. Dificultățile întâmpinate de angajatori în identificarea și retenția persoanelor cu o calificare adecvată sunt sugerate de faptul că: (i) rata anuală de creștere a numărului de locuri de muncă vacante a depășit-o substanțial pe cea a angajărilor, îndeosebi în primele două luni ale anului 2007, când cererea de forță de muncă s-a majorat puternic (numărul

Locuri de muncă vacante și ocuparea acestora



Sursa: ANOFM

Rata șomajului



Sursa: ANOFM, calcule BNR

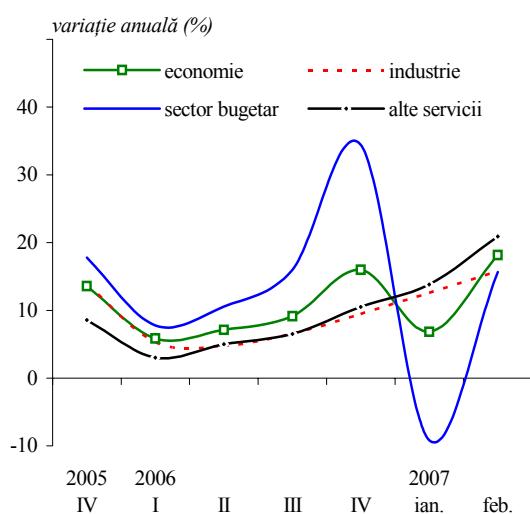
²⁰ Cele mai recente date furnizate de Ancheta asupra forței de muncă în gospodării (AMIGO) se referă la trimestrul III 2006.

²¹ S-a preferat compararea numărului șomerilor, și nu a ratei șomajului, din cauza metodologiei diferite de calculare a acestuia – populația activă utilizată ca bază de raportare este cea din trimestrul analizat în cazul indicatorului BIM și, respectiv, cea de la începutul anului, în cazul ratei șomajului înregistrat.

²² Raportul dintre cei doi indicatori s-a majorat de la 1,31 în trimestrele I-III 2005 la 1,35.

locurilor de muncă vacante a atins un nivel record al acestei perioade în ultimii șapte ani, depășind cu circa 40 la sută numărul angajărilor) și (ii) oferta excedentară de forță de muncă s-a menținut la niveluri scăzute – rata șomajului înregistrat s-a situat la 5,2 la sută în trimestrul I 2007 (+0,03 puncte procentuale față de trimestrul anterior), ajustarea sezonieră punând în evidență continuarea tendinței descendente a acestui indicator. În aceste condiții, un număr semnificativ de firme acceptă personal cu o calificare diferită de cea corespunzătoare postului respectiv²³, în timp ce altele, conform reprezentanților agențiilor de recrutare, sunt dispuse să majoreze salariile oferite noilor angajați, pentru a atrage de la companii concurente personal cu experiență.

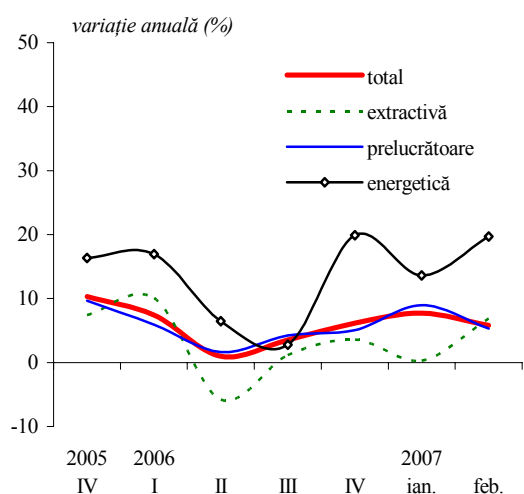
Salariul net real*



*) deflatat cu IPC

Sursa: INS, calcule BNR

Costul unitar cu forța de muncă în industrie



Sursa: INS, calcule BNR

2.2. Venituri

Devansarea acordării celui de-al 13-lea salariu (din luna ianuarie în decembrie) în sectorul bugetar a influențat dinamica anuală a câștigurilor salariale nominale brute pe ansamblul economiei, care s-a accelerat puternic în trimestrul IV 2006, până 23,7 la sută, pentru ca în perioada ianuarie-februarie 2007 să se reducă la circa 18 la sută. În acest caz, pentru interpretarea corectă a evoluțiilor salariale se impune o analiză la nivel sectorial.

În condițiile în care datele de care dispunem nu permit separarea celui de-al 13-lea salariu de celelalte câștiguri și prin urmare, izolarea efectului de bază rezultat în urma modificării sezonaliității, relevantă pentru tendințele câștigurilor salariale în sectorul bugetar este doar comparația dinamicii anuale din februarie 2007 cu cea din perioada anterioară lunii decembrie 2006, respectiv lunile iulie-noiembrie. Pe ansamblu, s-a observat o atenuare cu 4 puncte procentuale a ratei anuale de creștere a salariului brut, nivelul acesteia (20,7 la sută) devenind inferior ritmurilor aferente celorlalte sectoare din economie. Decele-rarea s-a datorat evoluțiilor din învățământ și sănătate, însă situația ar putea fi temporară, având în vedere creșterile salariale de 19-22 la sută anunțate pentru acest an. De asemenea, trebuie remarcată persistența dinamicii deosebit de alerte în cazul salariilor din administrația publică (circa 36 la sută), cu posibile efecte de antrenare a unor majorări suplimentare în celelalte activități bugetare.

În celelalte sectoare economice (industrie, construcții, servicii private), ratele anuale de creștere a salariului nominal brut s-au accelerat progresiv în trimestrul IV 2006 și în primele două luni

²³ A se vedea studiul „Evoluția ocupațiilor pe piața forței de muncă din România în perspectiva anului 2010”, 2006, publicat pe *website-ul* Ministerului Muncii, Solidarității Sociale și Familiei, www.mmssf.ro.

ale anului 2007²⁴, ajungând la 20-26 la sută. Explicațiile sunt legate, pe de o parte, de acumularea de profituri în activitățile care au beneficiat în 2006 de o cerere internă puternică²⁵ și de perspectivele favorabile de menținere a ritmului alert de creștere economică, iar pe de altă parte, de îngustarea pieței muncii. Aceasta s-a produs atât ca urmare a creșterii gradului de ocupare a forței de muncă, precum și a migrației în străinătate. Presiunile de recuperare a decalajelor față de celelalte state membre ale UE și preocuparea angajatorilor de a atrage și reține personal cu o calificare adecvată au determinat stabilirea, prin Contractul colectiv de muncă la nivel național, a unui salariu minim brut în mod diferențiat în funcție de studiile salariaților, mergând de la 440 RON pentru muncitorii necalificați până la 880 RON în cazul persoanelor cu studii superioare (comparativ cu nivelul unic de 370 RON în anul anterior). De remarcat că salariul minim brut pe țară stabilit de Guvern a crescut de la 330 RON la 390 RON, fiind inferior, pentru al treilea an consecutiv, salariului minim brut din sectorul privat.

Majorarea câștigurilor salariale în industrie nu a fost însoțită de o dinamizare corespunzătoare a câștigurilor de productivitate a muncii, astfel încât costurile unitare cu forța de muncă au continuat să se înscrie pe tendința ascendentă vizibilă începând cu trimestrul III 2006 – indicele anual corespunzător acestora s-a majorat pe ansamblul industriei de la 103,6 la sută în trimestrul III 2006 la 106,7 la sută în primele două luni ale anului 2007. În trimestrul IV 2006, creșterea acestui indicator față de trimestrul anterior²⁶ s-a datorat în mare măsură evoluțiilor din industria energetică (acordare de prime substanțiale concomitent cu o înțetinare puternică a dinamicii anuale a productivității muncii), în timp ce în ianuarie-februarie 2007 factorul determinant a fost ritmul mai alert al majorărilor salariale din industria prelucrătoare. În cazul ramurilor producătoare de bunuri de consum, debutul anului 2007 a consemnat deteriorări semnificative ale costurilor unitare cu forța de muncă în industria alimentară, confecției și mobilă, însă concurența intensă pe aceste segmente ar putea împiedica transmiterea presiunilor de creștere a costurilor în prețuri.

Din perspectiva cererii, accelerarea puternică a ritmului anual de creștere a venitului disponibil real în trimestrul IV 2006 (de la 5,6 la sută în trimestrul III 2006 la 15,2 la sută) semnalează persistența potențialelor riscuri asociate unui nivel ridicat al cererii de consum, chiar dacă în perioada analizată anumiți

²⁴ Cu 2-3 puncte procentuale în trimestrul IV 2006 și cu încă 4-6 puncte procentuale în ianuarie-februarie 2007 (comparații față de trimestrul anterior).

²⁵ Construcții și ramurile industriale care furnizează materiale de construcții, comerț, turism, transporturi etc.

²⁶ Cu 2,6 puncte procentuale.

Productivitatea muncii și salariul brut real în industrie

	variație anuală (%)						
	2005 IV	2006				2007	
		I	II	III	IV	ian.	feb.
Productivitatea muncii	7,0	8,6	13,2	11,1	10,0	10,1	15,3
Salariul mediu brut real*	6,6	4,4	2,0	1,9	4,8	6,5	11,4
Salariul mediu brut real**	15,9	7,8	4,0	3,0	6,9	13,0	15,0

*) deflatat cu indicele prețurilor producției industriale pentru piața internă

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

Sursa: INS, calcule BNR

factori au împiedicat materializarea acestor presiuni (a se vedea subsecțiunea 1.1. Cererea). Evoluția venitului disponibil real s-a datorat dinamizării tuturor componentelor sale: (i) majorarea anuală a veniturilor reale din salarii a atins 17,7 la sută, la aceasta contribuind și acordarea în avans a celui de-al 13-lea salariu în sectorul bugetar; (ii) rata reală de creștere a veniturilor bugetare și extrabugetare a redevenit pozitivă (4,5 la sută), ca urmare a majorării anticipate a pensiilor; (iii) dinamica pozitivă a remiterilor și transferurilor din străinătate s-a accelerat cu circa 15 puncte procentuale. Conform datelor statistice provizorii, disponibile pentru trimestrul I 2007, ritmul anual de creștere a venitului real disponibil pare să se mențină la un nivel similar celui înregistrat în ultimul trimestru al anului anterior.

3. Prețurile de import și prețurile de producție

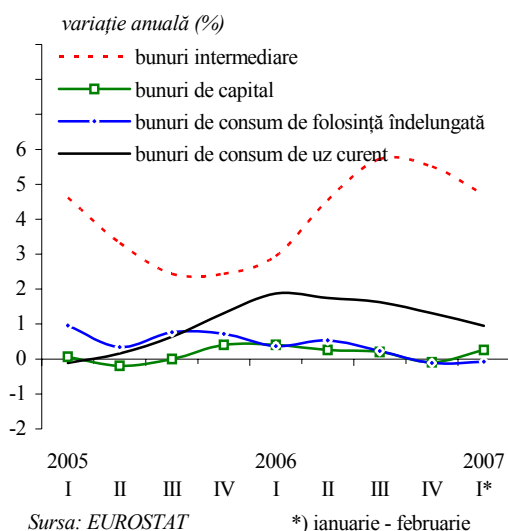
În trimestrul IV 2006, presiunile inflaționiste s-au diminuat sensibil, beneficiind de aportul prețurilor de import și al celor de producție din sectorul industrial. În schimb, pe segmentul prețurilor bunurilor agricole s-a consemnat o deteriorare, mai accentuată în cazul produselor vegetale, dar vizibilă și în cazul celor animale. În prima parte a anului 2007, tendințele par să se fi menținut, observându-se chiar o accentuare a impactului favorabil al grupeii bunurilor energetice.

3.1. Prețurile de import

După trei trimestre cu dinamică pozitivă a prețurilor de import, în trimestrul IV 2006 deflatorul importurilor de bunuri și servicii a devenit subunitar (indice anual de 97,9 la sută, în scădere de la 100,4 la sută în intervalul anterior), semnalând relaxarea presiunilor exercitate asupra prețurilor interne. Evoluția s-a datorat atât reluării trendului de apreciere a monedei naționale în raport cu euro (+4,6 la sută, față de o depreciere de -0,4 la sută în trimestrul anterior), cât și temperării vizibile a ritmului anual de creștere a prețurilor externe de achiziție (exprimate în euro), sugerate de scăderea indicelui corespunzător al valorii unitare de la 103,2 la sută la 101,4 la sută.

Majoritatea grupelor de bunuri importate cu pondere ridicată în coșul de consum al populației au înregistrat evoluții de preț favorabile, mai pronunțate fiind cele consemnate de mărfurile alimentare, combustibili și produse farmaceutice (prețurile exprimate în euro ale acestor produse au scăzut sau stagnat în trimestrul IV 2006 față de nivelul consemnat în aceeași perioadă a anului anterior, comparativ cu ritmuri anuale cuprinse între +9 și +18 la sută în trimestrul III 2006).

Prețurile producției industriale pentru export în UE-25



Datele disponibile pentru trimestrul I 2007 indică o accentuare a tendințelor din trimestrul anterior, diminuarea presiunilor exercitate de prețurile externe fiind susținută de: (i) menținerea traiectoriei descendente a prețului internațional al petrolului (până la o medie de 57,8 USD/baril (Brent) în primele trei luni ale anului 2007, ceea ce a condus la un ritm anual de -6,5 la sută, comparativ cu +4,8 la sută în trimestrul IV 2006); (ii) reducerea prețului gazelor naturale în perioada ianuarie-februarie 2007, pentru prima oară în ultimii trei ani; (iii) încetinirea substanțială a ritmului anual de creștere a indicelui compozit al mărfurilor calculat de FMI (de la circa 12 la sută în trimestrul IV 2006 la 3 la sută în primele trei luni din 2007). În plus, rata medie anuală de creștere a prețurilor produselor fabricate pe piața comunitară și destinate exportului s-a situat în intervalul ianuarie-februarie 2007 la 2 la sută²⁷, nivel inferior cu 0,2 puncte procentuale mediei trimestrului IV 2006, ceea ce semnaleză, de asemenea, presiuni inflaționiste în scădere pe principalele piețe de proveniență a bunurilor industriale importate.

Impactului favorabil exercitat asupra inflației importate de evoluțiile menționate anterior i se adaugă continuarea tendinței de apreciere nominală a monedei naționale față de euro și dolarul SUA pe parcursul trimestrului I 2007, cu ritmuri anuale de 5,4 la sută și respectiv 14,7 la sută.

3.2. Prețurile de producție

3.2.1. Prețurile producției industriale

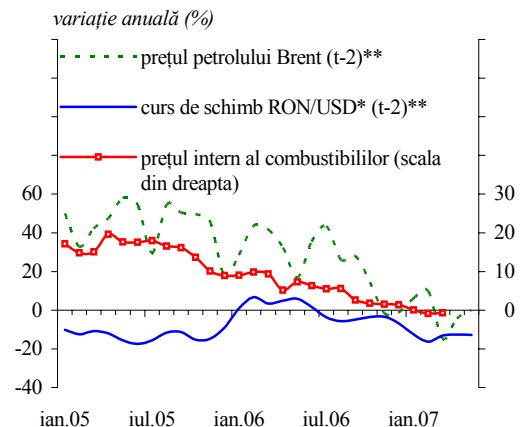
Pe fondul presiunilor tot mai scăzute din partea bunurilor energetice²⁸ și al apariției primelor semne de detensionare a pieței metalelor²⁹, în trimestrul IV 2006 s-a reluat procesul dezinflaționist la nivelul prețurilor producției industriale pentru piața internă (-1,4 puncte procentuale, până la 11,5 la sută). Amploarea evoluției a fost mai redusă în sectorul manufacturier, astfel încât dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă pe acest segment a continuat să depășească media industriei, iar decalajul față de variația anuală a prețurilor de consum a rămas practic neschimbat față de trimestrul III 2006 (+7,1 puncte procentuale).

²⁷ Industria prelucrătoare.

²⁸ Decalajul dintre dinamica anuală a prețurilor de producție pentru piața internă în cazul bunurilor energetice și media sectorului industrial s-a diminuat de la +10,8 puncte procentuale în trimestrul II 2006 la 3,8 puncte procentuale în trimestrul IV 2006.

²⁹ Dinamica medie anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă în cazul extracției de minereuri metalifere s-a redus în trimestrul IV 2006 cu 14,1 puncte procentuale, iar indicele valorii unitare în cazul importurilor aferente grupei „metale comune” s-a diminuat cu 1,04 puncte procentuale.

Prețul petrolului și prețul combustibililor

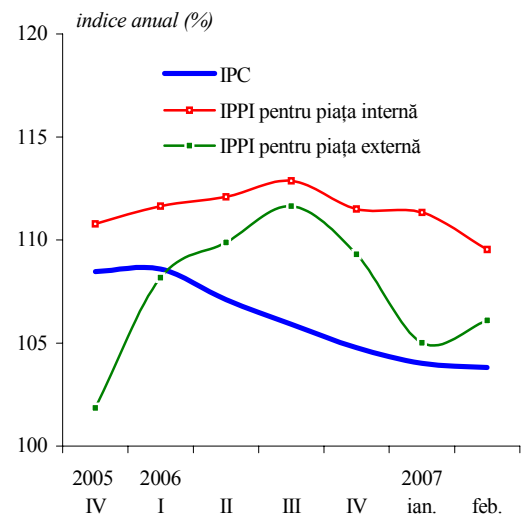


*) (-) apreciere RON, (+) depreciere RON

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

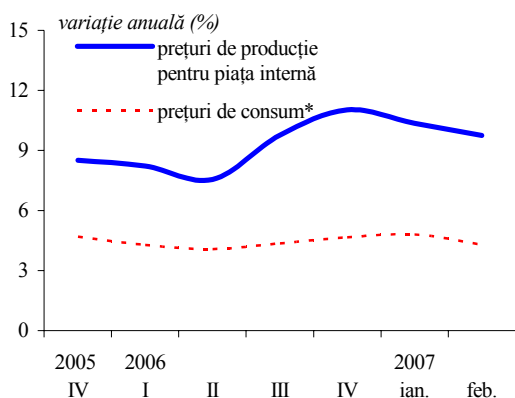
Sursa: INS, AIE

Prețurile producției industriale și de consum



Sursa: INS

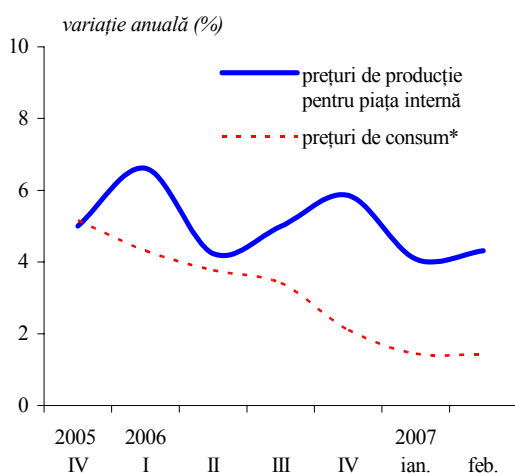
Prețurile aferente bunurilor de uz curent



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

Sursa: INS, calcule BNR

Prețurile aferente bunurilor de folosință îndelungată



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

Sursa: INS, calcule BNR

Similar intervalului anterior, evoluțiile observate la nivelul principalelor grupe industriale au fost neomogene; noi accelerări de ritm s-au consemnat doar pe segmentele cu cea mai largă reprezentare în coșul de consum – bunuri de uz curent și bunuri de folosință îndelungată (cu 1,3 și respectiv 0,9 puncte procentuale). În primul caz, o contribuție importantă a venit din industria alimentară, unde presiunile au fost în principal de natura ofertei – costuri mai mari cu materia primă³⁰ și nevoia de recuperare a investițiilor făcute pentru alinierea la normele UE. Pe partea cererii, datele statistice referitoare la volumul cifrei de afaceri pentru piața internă în trimestrul IV 2006³¹ sugerează pierderi de cotă de piață pentru producătorii autohtoni de profil; în condițiile în care ieftinirea unor importuri de alimente după 1 ianuarie 2007 ar putea accentua acest fenomen, este posibil ca în trimestrul I 2007 să asistăm la o inversare de tendință în dinamica prețurilor de producție din industria alimentară. Creșteri de preț mai accentuate s-au produs și în industria pielăriei, eforturile producătorilor autohtoni de a-și impune mărcile proprii (inclusiv prin utilizarea sistemului de francizare) presupunând costuri mai mari.

În ceea ce privește bunurile de folosință îndelungată, majorarea la 5,9 la sută a ratei anuale de creștere a prețurilor producției industriale poate fi asociată în principal cererii interne ridicate³², nefiind identificate presiuni importante din partea altor componente ale costurilor de producție.

În corelație cu temperarea ritmului de creștere a prețurilor metalelor în trimestrul IV 2006, grupa bunurilor intermediare și, pe cale de consecință, cea a bunurilor de capital au înregistrat scăderi ale ratelor anuale de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă comparativ cu trimestrul anterior (cu 0,4 și respectiv 1,0 puncte procentuale).

În trimestrul I 2007, este de așteptat ca procesul dezinflaționist la nivelul prețurilor producției industriale pentru piața internă să continue, cu contribuție atât din partea bunurilor energetice, cât și a celor de uz curent.

³⁰ A se vedea subsecțiunea 3.2.2. *Prețurile producției agricole*.

³¹ Dinamica medie anuală a volumului cifrei de afaceri pentru piața internă în industria alimentară s-a înjumătățit în trimestrul IV 2006 comparativ cu intervalul anterior, în timp ce achizițiile de mărfuri alimentare în sectorul comerțului cu amănuntul au continuat să consemneze ritmuri anuale ridicate și doar în coborâre ușoară comparativ cu trimestrul anterior.

³² Dinamica medie anuală a volumului cifrei de afaceri pentru piața internă s-a accelerat în trimestrul IV 2006 comparativ cu intervalul anterior, atingând 16,4 la sută.

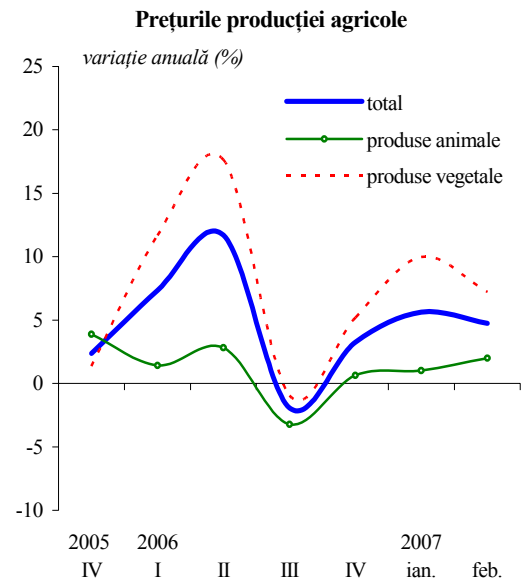
3.2.2. Prețurile producției agricole

Confirmând așteptările, prețurile produselor agricole au revenit în trimestrul IV 2006 la ritm anual pozitiv (3,2 la sută), influența grupei produselor vegetale fiind din nou dominantă.

Mișcarea s-a produs în condițiile în care presiunile exercitate de prețurile cerealelor s-au intensificat (cu până la 35 puncte procentuale în cazul grâului), ca urmare a producției slabe obținute. Prin intermediul costului mai ridicat al furajelor, influența acestui factor s-a propagat și asupra prețurilor produselor animale, care au consemnat o inversare de tendință, de la -3,3 la sută în trimestrul III 2006 la +0,6 la sută în trimestrul IV 2006; creșterea a fost localizată pe segmentul cărnii de vită, prețul de producție al acesteia majorându-se cu 10,4 la sută față de perioada similară din anul anterior (+7,2 puncte procentuale față de trimestrul anterior).

Ieftinirile consemnate în cazul celorlalte sortimente principale de carne (-9,4 la sută în cazul cărnii de porc și respectiv -4 la sută în cazul celei de pasăre) au fost determinate în esență de cauze conjuncturale: (i) menținerea embargoului impus de Rusia la finele anului 2005 importurilor de carne din Polonia, care a accentuat scăderea deja semnificativă a prețului cărnii de porc în statele UE; (ii) vaccinarea împotriva pestei porcine realizată în decembrie 2006 și prin urmare interdicția de vânzare a cărnii de porc pentru o perioadă de timp; (iii) corecția consemnată de prețul cărnii de pasăre după majorările importante din ultimele trei trimestre.

În trimestrul I 2007, este probabil ca tendințele semnalate să se mențină la nivelul ambelor categorii de produse agricole.



Sursa: INS

IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

În contextul acumulării unei aprecieri peste așteptări a monedei naționale începând cu luna decembrie 2006, BNR a reconfigurat în cursul primului trimestru al anului 2007 structura condițiilor monetare, reducând în două etape (cu 0,75 și respectiv 0,5 puncte procentuale) rata dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 7,5 la sută. În același timp, banca centrală a menținut restrictivitatea mecanismului rezervelor minime obligatorii și a crescut progresiv în a doua parte a intervalului fermitatea controlului exercitat asupra lichidității de pe piața monetară, condițiile monetare în sens larg rămânând astfel adecvate menținerii dezinflației pe traiectoria compatibilă cu atingerea țintelor de inflație pe termen mediu.

Decelerarea peste așteptări a inflației și ameliorarea perspectivelor acesteia, inclusiv ca urmare a înăsprii în lunile anterioare a condițiilor monetare – produsă atât prin sporirea marjei reale a dobânzii de politică monetară, cât mai ales prin întărirea leului într-un ritm mai rapid decât se anticipase – au constituit principalele argumente ale celor două decizii de reducere a ratei dobânzii adoptate de CA al BNR în primele trei luni ale anului 2007; în urma celor două ajustări descendente (de 0,75 puncte procentuale în data de 9 februarie și respectiv de 0,5 puncte procentuale pe 26 martie), rata dobânzii de politică monetară a atins nivelul de 7,5 la sută. În același timp, pentru a reduce decalajul dintre rata dobânzii de politică monetară și rata efectivă a dobânzii plasamentelor instituțiilor de credit la banca centrală și pentru a întări astfel rolul de semnal al celei dintâi și capacitatea acesteia de a ancora anticipațiile inflaționiste, BNR a sporit gradual în a doua parte a trimestrului fermitatea controlului monetar; banca centrală a continuat însă să utilizeze flexibil pârghia drenării excedentului de lichiditate din sistem prin operațiuni de piață în scopul descurajării intrărilor de capital volatil și implicit al contracarării riscului unei aprecieri suplimentare a leului. Condițiile monetare în sens larg au rămas însă restrictive pe ansamblul perioadei, la aceasta contribuind, pe lângă scăderea cursului real efectiv de schimb al leului³³, menținerea austerității mecanismului rezervelor minime obligatorii, ale căror rate au fost păstrate la nivelul de 20 la sută,

³³ 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 (vezi capitolul V. *Perspectivile inflației*).

pentru pasivele constituite în moneda națională³⁴ și respectiv la 40 la sută pentru pasivele denumite în valută.

Deciziile de scădere a ratei dobânzii de politică monetară din această perioadă au avut ca prim argument relativa ameliorare a perspectivelor inflației pe orizontul de transmisie a politicii monetare, conturată inițial în contextul actualizării proiecției evoluțiilor economice pe termen mediu din luna februarie. Determinanții majori ai schimbării favorabile de traiectorie a inflației viitoare i-au constituit accelerarea peste așteptări a dezinflației în ultimele luni, precum și plasarea mult sub nivelul proiectat anterior a excedentului de cerere înregistrat în trimestrul III 2006 și, implicit, a valorii estimate a acestuia pentru ultimul trimestru al anului 2006. Consiliul de administrație al BNR a abordat însă cu prudență dimensionarea pasului de reducere a ratei dobânzii de politică monetară, în condițiile evidențierii în contextul noii prognoze a riscului indus de perspectiva prelungirii în următoarele trimestre a robusteții creșterii economice – în principal ca efect al preconizatei relaxări a politicii fiscale și a celei de venituri – și a încetinerii scăderii deviației pozitive a PIB față de nivelul potențial.

Relativa atenuare a acestui risc – reliefată de analiza datelor statistice apărute ulterior –, precum și continuarea îmbunătățirii performanțelor recente și a perspectivei pe termen scurt ale dezinflației au constituit principalele motivații ale deciziei CA al BNR de a opera o nouă reducere asupra ratei dobânzii de politică monetară. Astfel, contrar așteptărilor, în ultima parte a anului 2006 creșterea economică s-a încetinit (dinamica anuală a PIB coborând de la 8,3 la sută în trimestrul III la 7,7 la sută – a se vedea capitolul III. *Evoluții ale activității economice*), iar excedentul de cerere s-a redus atât în raport cu trimestrul precedent, cât, mai ales, comparativ cu nivelul proiectat. Cererea internă a rămas însă deosebit de dinamică (ritm anual de creștere de 13,5 la sută), decelerarea creșterii PIB datorându-se exclusiv sporirii până la un nivel record a contribuției negative aduse la creșterea economică de exportul net. În schimb, investițiile și-au consolidat rolul de principal determinant al creșterii economice, efectul favorabil al acestei ameliorări de structură, cel puțin pe termen mediu, constituindu-l creșterea nivelului potențial al PIB. În același timp, după trei trimestre de creșteri consecutive, consumul privat – componenta cu cel mai semnificativ potențial inflaționist – a consemnat o ușoară scădere a ritmului de creștere (cu 0,6 puncte procentuale, până la 12,7 la sută); aceasta a fost mai pregnantă pe segmentul cumpărărilor de mărfuri, a cărui dinamică anuală a coborât până la cel mai redus nivel din ultimele cinci trimestre.

³⁴ Și o scadență reziduală mai mică de doi ani.

Spre deosebire de evoluțiile din perioadele anterioare, relativa moderare a cererii de consum a populației a contrastat cu creșterea alertă a veniturilor acestui segment (provenită în special din salarii și remiteri din străinătate), aceasta corelându-se însă cu evoluția economisirii bancare nete a persoanelor fizice, care a manifestat semne vizibile de refacere. În plus, contrar așteptărilor, ușoara schimbare de comportament al populației în favoarea economisirii – evidențiat în trimestrul IV 2006 – s-a prelungit și în primele două luni ale anului 2007, consumul privat continuând să se tempereze în această perioadă (dinamica anuală a cifrei de afaceri a întreprinderilor cu activitate principală de comerț cu amănuntul și, respectiv, a celei realizate de companiile prestatoare de servicii consemnând valori neașteptat de scăzute), în pofida menținerii unui ritm alert de creștere a veniturilor populației.

Această schimbare de comportament a fost reflectată – în mai mică măsură – și de ușoara reducere³⁵ comparativ cu trimestrul IV 2006 a dinamicii anuale reale a creditelor acordate persoanelor fizice în perioada ianuarie-februarie 2007 (datorată inclusiv impactului prelungit al măsurilor administrative adoptate anterior de BNR în vederea limitării riscului de credit al acestui segment); o atenuare mai consistentă de ritm s-a evidențiat însă la nivelul volumului liniilor noi de credit acordate în prima parte a anului 2007 populației³⁶. Traectoria soldului creditelor a reflectat în special evoluția componentei în lei, a cărei dinamică anuală medie (78,4 la sută) și-a prelungit panta descendentă pe care s-a înscris în luna august 2006, coborând în primele două luni ale anului 2007 cu 17 puncte procentuale sub nivelul mediu din trimestrul IV 2006. Impactul acestei temperări a fost atenuat de dinamica împrumuturilor în valută ale persoanelor fizice, care și-a consolidat trendul ascendent, în principal datorită (i) persistenței diferențialului favorabil de costuri, inclusiv ca urmare a accelerării aprecierii leului și a anticipării continuării întăririi monedei naționale, precum și (ii) eliminării, începând cu 1 ianuarie 2007, a limitei impuse instituțiilor de credit privind gradul de concentrare a expunerilor din creditele în valută. Din această perspectivă, în favoarea reducerii ratei dobânzii de politică monetară a pledat și argumentul necesității contracarării tendinței de accentuare a fenomenului de substituție a creditului în lei cu cel denominat în devize conturate în această perioadă.

Un alt indiciu al persistenței schimbării de comportament al populației l-a constituit consolidarea trendului ascendent al ritmului anual de creștere a depozitelor la termen cu scadența

³⁵ Excluzând impactul disipării efectului de bază exercitat de transferarea în luna decembrie 2005 de către o parte a instituțiilor de credit a unor împrumuturi în devize în portofoliul băncilor mamă (nerezidente).

³⁶ Conform datelor furnizate de Centrala Riscurilor Bancare.

sub doi ani în lei ale persoanelor fizice³⁷ (un nivel mediu de 7,2 la sută în primele două luni ale anului 2007, comparativ cu 4,1 la sută în trimestrul IV 2006); aceasta a fost susținută atât de sporirea consistentă a câștigurilor salariale, cât și de menținerea ratelor dobânzilor practicate de bănci la nivelurile atractive din ultima parte a anului 2006. O accelerare mult mai puternică a înregistrat însă creșterea depozitelor *overnight* în lei ale populației (ritm mediu anual de 110,7 la sută în primele două luni ale anului 2007, superior cu 46,2 puncte procentuale celui din perioada octombrie-decembrie 2006), în condițiile în care în ultima perioadă s-au consemnat o sporire continuă a numărului de carduri, precum și o creștere a popularității produselor asociate acestora de unele bănci. O sporire consistentă a dinamicii anuale au înregistrat și depozitele în devize ale populației (o valoare medie de 45,1 la sută în ianuarie-februarie 2007, comparativ cu 38,3 la sută în perioada octombrie-decembrie 2006), în principal ca urmare a prelungirii mișcării ascendente a remiterilor lucrătorilor din străinătate.

Un alt argument major în favoarea deciziilor privind rata dobânzii de politică monetară l-au constituit ritmul peste așteptări al dezinflației și perspectivele consolidării acestui proces. Astfel, rata anuală a inflației a coborât în luna martie la 3,66 la sută – nivel situat cu 1,21 puncte procentuale sub cel din luna decembrie și respectiv cu 0,6 puncte procentuale sub valoarea proiectată în Raportul asupra inflației din luna februarie 2007; în același timp, rata medie anuală a inflației s-a redus la 5,4 la sută (de la 6,6 la sută în decembrie 2006 și respectiv 8,9 la sută în martie 2006). La această performanță a contribuit decelerarea începând cu luna februarie a inflației de bază (CORE2), dar mai ales relativa atenuare (parțial peste așteptări) a impactului inflaționist al unor factori ai ofertei, variațiile anuale ale prețurilor administrate și ale celor volatile consemnând în primele trei luni ale anului 2007 valori inferioare celor înregistrate în trimestrul IV 2006. Decelerarea inflației a antrenat și o prelungire a tendinței de ameliorare a anticipațiilor inflaționiste – atât ale producătorilor, cât și ale mediului bancar – mai pregnantă pe orizontul apropiat de timp – ceea ce a constituit un factor de susținere a deciziilor adoptate în această perioadă de CA al BNR.

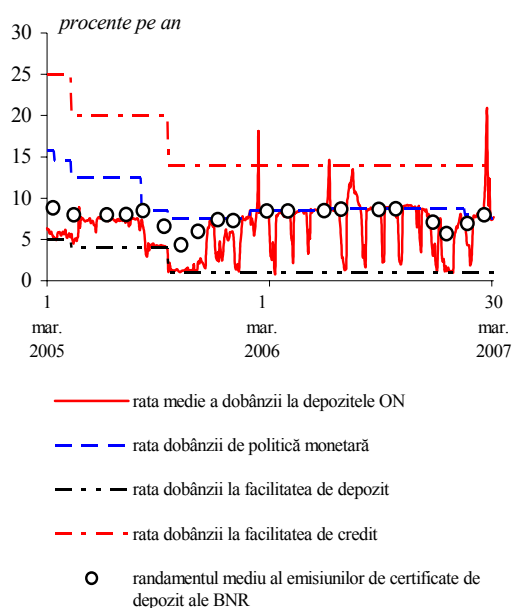
Prin ajustările descendente operate asupra ratei dobânzii de politică monetară, banca centrală a mai urmărit să diminueze diferențialul randamentelor interne față de piețele internaționale și, implicit, să descurajeze intrările de capital cu potențial

³⁷ Începând cu luna ianuarie 2007, BNR calculează și publică indicatorii monetari conform metodologiei BCE. Datele istorice au fost recalulate în vederea asigurării comparabilității, seriile obținute putând fi revizuite ulterior.

volatil și cele de natura împrumuturilor financiare și prin aceasta să contracareze tendința de apreciere excesivă a leului amorsată spre finele anului 2006, precum și riscul indus de aceasta din perspectiva sustenabilității dezinflației pe termen mediu. BNR a avut în vedere faptul că deși pe termen scurt întărirea mai rapidă a leului este benefică prin efectul său anti-inflaționist, pe termen mediu o posibilă abatere a cursului de schimb de la nivelul său de echilibru devine riscantă, atât din perspectiva stabilității macroeconomice, cât și a stabilității financiare.

Tot în scopul descurajării intrărilor de capital speculativ, BNR a prelungit și în primul trimestru al anului 2007 practica sterilizării parțiale a excedentului de lichiditate prin intermediul operațiunilor de piață, respingând parțial ofertele prezentate de instituțiile de credit în cadrul licitațiilor săptămânale de depozite. Totuși, fermitatea controlului monetar a crescut gradual începând din a doua parte a intervalului, inclusiv ca urmare a suplimentării volumului emisiunilor de certificate de depozit; în consecință, soldul mediu al operațiunilor *open market* s-a majorat cu 9,6 la sută în trimestrul I 2007 comparativ cu media trimestrului IV 2006. În aceste condiții, dar și pe fondul unui amplu efect contracționist exercitat temporar de factorii autonomi ai lichidității, recursul instituțiilor de credit la facilitatea de depozit s-a restrâns treptat în perioada februarie-martie, în ultima lună a trimestrului consemnându-se chiar apeluri relativ consistente ale facilității de credit (după o pauză de 8 luni); ca urmare, după scăderea pe care a înregistrat-o în ianuarie, rata medie efectivă a plasamentelor băncilor la BNR s-a redresat în lunile următoare, diminuându-și distanța față de rata dobânzii de politică monetară.

Ratele dobânzilor pe piața monetară interbancară



2. Piețe financiare și evoluții monetare

Pe fondul unor variații ample ale condițiilor lichidității, ratele dobânzilor interbancare și-au accentuat puternic volatilitatea în trimestrul I 2007, valorile medii zilnice consemnând abateri consistente, în ambele sensuri, de la nivelul ratei dobânzii de politică monetară. Cu toate acestea, leul și-a consolidat aprecierea nominală față de euro, ritmul său de întărire fiind însă sensibil mai lent comparativ cu cel consemnat în luna decembrie 2006. La rândul ei, masa monetară și-a reaccelerat sensibil creșterea, inclusiv ca urmare a relaxării politicii fiscale și a intrării pe un trend ascendent a creditului acordat sectorului guvernamental.

2.1. Ratele dobânzilor

În primul trimestru al anului 2007, fluctuațiile ample ale condițiilor lichidității de pe piața interbancară au imprimat o mișcare oscilantă randamentelor depozitelor interbănci, acestea înregistrând temporar abateri consistente, în ambele sensuri, de la nivelul ratei dobânzii de politică monetară. Pe ansamblul perioadei, rata medie a dobânzii plasamentelor interbancare a urcat marginal comparativ cu trimestrul anterior, până la 7,0 la sută.

În luna ianuarie, banca centrală a continuat practica sterilizării parțiale prin operațiuni de piață a surplusului de lichiditate din sistem, inițiată la finele trimestrului precedent. Asocierea acestui context cu o perioadă marcată de creșterea substanțială a injecțiilor monetare generate de factorii autonomi ai lichidității a avut ca rezultată intensificarea puternică a apelului băncilor la facilitatea de depozit. Ca urmare, randamentele interbancare au consemnat o coborâre accentuată, plasându-se încă de la finele primei decade a lunii în apropierea nivelului de remunerare a depozitelor ON constituite la banca centrală (media lor lunară comprimându-se cu 1,5 puncte procentuale față de perioada precedentă).

În aceste condiții, scăderea cu 0,75 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară la începutul lunii februarie nu a fost reflectată de nivelul randamentelor pieței interbancare decât abia în a doua parte a lunii, ulterior revenirii acestora pe un palier mai înalt, determinată de relativa întărire a controlului monetar³⁸, precum și de creșterea nivelului prevăzut al RMO.

Randamentele pe termen scurt s-au menținut în proximitatea ratei dobânzii de politică monetară și în prima parte a lunii martie. Aproximarea momentului final al perioadei de constituire a RMO a acutizat însă implicațiile deficitului substanțial de rezerve acumulat pe piață, în condițiile în care acesta s-a instalat în mod mai puțin obișnuit încă din ultima săptămână a lunii precedente, prelungindu-se și adâncindu-se inclusiv ca urmare a interesului sporit al băncilor pentru efectuarea de plasamente în depozite la banca centrală³⁹.

Amplificarea puternică a cererii de lichiditate pe termen scurt produsă în acest context a condus la creșterea bruscă și de

³⁸ Soldul operațiunilor *open market* a sporit față de luna precedentă cu 27,6 la sută.

³⁹ Apetitul ridicat pentru acest tip de plasamente, în condițiile de incertitudine privind volumul de lichiditate atras de BNR prin intermediul operațiunilor de piață (precum și al posibilei anticipări de către unele bănci a unor noi reduceri ale ratei dobânzii de politică monetară), s-a concretizat totodată în asumarea de către operatori a unor riscuri mai mari în gestionarea lichidității.

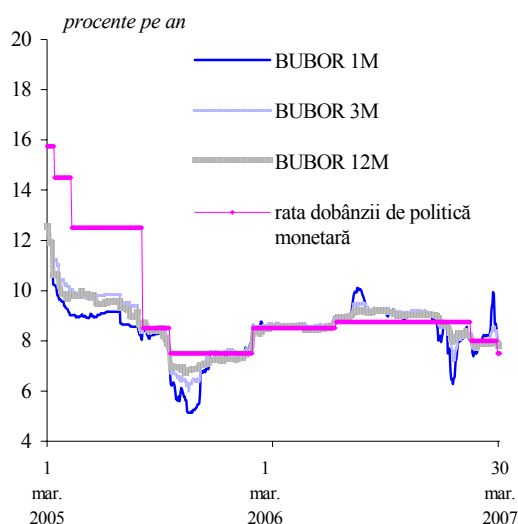
proporții a ratelor dobânzilor ON; acestea au urcat în mod sistematic în perioada 19-23 martie la valori superioare nivelului ratei dobânzii aferente facilității de creditare⁴⁰, în condițiile în care unii operatori nu au dispus de suficiente active eligibile pentru a apela la aceasta din urmă⁴¹, fiind nevoiți să recurgă la împrumuturi interbancare. Ratele dobânzilor au înregistrat o relativă normalizare odată cu debutul noii perioade de constituire a RMO, ele re poziționându-se în concordanță cu noul nivel al ratei dobânzii de politică monetară stabilit de autoritatea monetară la finele lunii martie.

Pe fondul acestor fluctuații, randamentele ON au înregistrat o volatilitate superioară celei din trimestrul precedent, iar intervalul în care s-au plasat valorile lor medii zilnice s-a extins considerabil (de la 1,2-9,2 la sută la 1,0-20,9 la sută). Totodată, *spread*-ul mediu dintre cotațiile *bid* și *ask* pe această scadență a crescut față de perioada anterioară cu 0,5 puncte procentuale, reflectând incertitudinea sporită a operatorilor cu privire la evoluția condițiilor lichidității.

Cele două reduceri ale ratei dobânzii de politică monetară, dar și ameliorarea așteptărilor inflaționiste ale operatorilor au fost, în schimb, în mai mare măsură reflectate de curba randamentelor BUBOR (1M-12M), care și-a continuat mișcarea descendentă pentru al doilea trimestru consecutiv (nivelul mediu din luna martie al acestor cotații fiind inferior cu 0,7 puncte procentuale celui din decembrie 2006). Coborârea a fost mai pronunțată pe scadențele lungi (având o amplitudine de până la 1,0 puncte procentuale), sugerând recalibrarea anticipațiilor în favoarea unui declin mai pronunțat al randamentelor interbancare până la finele anului în curs; media ratei BUBOR 1M a rămas însă relativ stabilă, aparenta rezistență opusă de cotațiile aferente scadențelor inferioare având ca explicație sensibilitatea mai mare a acestora la șocurile condițiilor lichidității. În aceste condiții, panta curbei randamentelor a redevenit negativă (*spread*-ul dintre mediile lunare ale cotațiilor BUBOR 12M și 1M fiind de -0,6 puncte procentuale).

Anticiparea unei scăderi mai accentuate a ratelor dobânzilor pe orizontul următoarelor trei trimestre este totodată pusă în evidență de evoluția ratelor *forward* implicite calculate pe baza cotațiilor medii din martie. Astfel, nivelul ratei BUBOR 3M așteptat pentru luna iunie este de 7,7 la sută (inferior cu 0,4 puncte procentuale celui consemnat la finele trimestrului I și cu 0,7 puncte procentuale celui determinat pornind de la cotațiile

Rata dobânzii de politică monetară și ratele BUBOR



⁴⁰ Nivelul mediu zilnic al randamentelor ON a atins un maxim de 20,9 la sută pe 20 martie.

⁴¹ Facilitatea de creditare a fost apelată după o pauză de opt luni de către șase bănci, volumul sumelor atrase constituind un maxim istoric.

din decembrie). Acesta ar urma să coboare la 7,5 la sută peste șase luni (cu 0,9 puncte procentuale sub nivelul aferent lunii septembrie anticipat la finele trimestrului trecut) și la 7,3 la sută la sfârșitul anului.

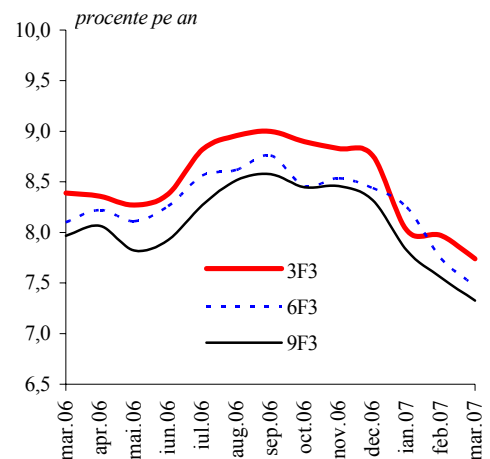
După o absență prelungită (de circa cinci trimestre), MFP a reluat în forță operațiunile pe piața primară a titlurilor de stat. Volumul insuficient de fonduri generat de execuția bugetară în contul general al Trezoreriei statului a determinat autoritatea publică să emită în primele trei luni ale anului 2007 un volum record de titluri de stat (5 900 milioane RON). În plus, MFP a recurs în patru rânduri în primul trimestru și la atragerea de depozite de pe piața monetară (completându-și resursele financiare cu încă 3 958 milioane RON), în vederea acoperirii golurilor temporare de resurse ale Trezoreriei.

Odată cu relansarea emisiunilor de certificate de trezorerie cu scadențe de cel mult un an (în valoare totală de 3 900 milioane RON), MFP a pus în circulație, în premieră, și obligațiuni de stat de tip *benchmark* cu maturități de 3 și 5 ani (însușind 2 000 milioane RON). Înscrierile din prima categorie au fost remunerate cu o rată medie a dobânzii cuprinsă între 5,81 și 7,03 la sută, iar cele din a doua categorie, cu randamente medii de 6,61, respectiv 7,03 la sută.

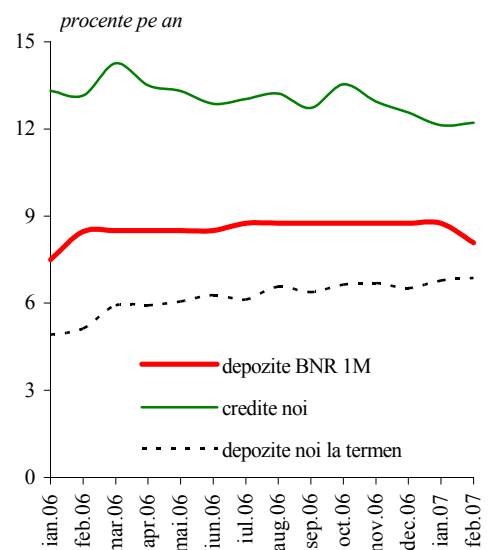
În contrast cu evoluția oscilantă a randamentelor pieței interbancare, ratele dobânzilor practicate de bănci în relațiile cu clienții⁴² nu au înregistrat schimbări vizibile de trend în perioada decembrie 2006-februarie 2007. Astfel, deși a consemnat fluctuații lunare în ambele sensuri, rata medie a dobânzii la depozitele la termen noi și-a prelungit tendința ascendentă, înregistrând în februarie o valoare superioară cu 0,18 puncte procentuale celei din noiembrie (amplitudinea creșterii fiind ușor mai ridicată comparativ cu intervalul precedent). În același timp, rata medie a dobânzii aferente creditelor noi și-a continuat declinul, nivelul din luna februarie (12,22 la sută) fiind cu 0,73 puncte procentuale mai mic decât cel din noiembrie 2006.

Cea mai stabilă a fost rata medie a dobânzii bonificată pentru depozitele la termen noi ale populației⁴³, la sfârșitul perioadei analizate aceasta plasându-se la nivelul de 6,86 la sută. În schimb, după minimum pe care l-a atins în decembrie, randamentul mediu aferent depozitelor la termen noi ale societăților nefinanciare a consemnat creșteri în următoarele două luni până

Rate forward implicite



Ratele dobânzilor în sistemul bancar



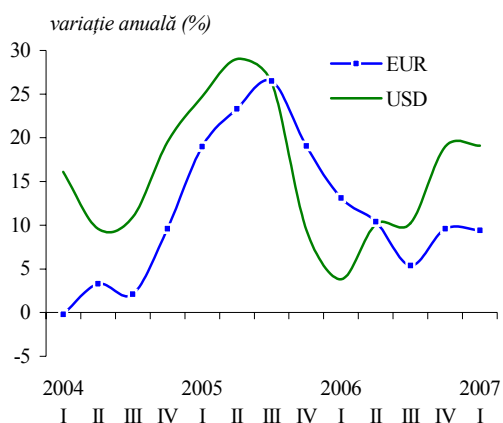
⁴² Începând cu ianuarie 2007, ratele medii ale dobânzilor se calculează și se raportează conform Normei BNR nr. 14/2006; în vederea asigurării comparabilității, o parte a datelor istorice a fost recalculată conform noii metodologii.

⁴³ Sectorul instituțional populație este format din gospodăriile populației și din instituțiile fără scop lucrativ în serviciul gospodăriilor populației.

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2006 2 luni	2007 2 luni
Contul financiar	534	1 445
Investiții directe	1 204	870
rezidenți în străinătate	-7	3
nerezidenți în România	1 211	868
Investiții de portofoliu	257	289
rezidenți în străinătate	157	-37
nerezidenți în România	100	326
Alte investiții de capital	3	595
din care:		
pe termen mediu și lung	-49	594
pe termen scurt	-179	-1 147
numerar și depozite pe termen scurt	158	544

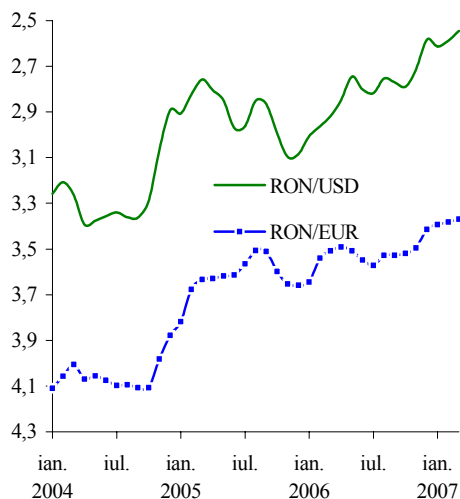
Evoluția în termeni reali a cursului de schimb al leului*



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

Sursa: INS, BNR

Cursul de schimb nominal



la valoarea de 6,88 la sută în februarie. Pe fondul promovării intense de către bănci a creditelor pentru populație, rata medie a dobânzii aferentă împrumuturilor noi a înregistrat reduceri în fiecare din cele trei luni ale intervalului analizat, ajungând să se situeze în februarie la 13,13 la sută, nivel mai redus cu 0,85 puncte procentuale față de cel din noiembrie 2006. La rândul său, rata medie a dobânzii creditelor contractate de societățile nefinanciare în februarie s-a plasat la 11,77 la sută, în scădere cu 74 puncte de bază față de luna noiembrie a anului 2006.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Leul și-a consolidat în primul trimestru aprecierea nominală față de euro, ritmul său de întărire fiind însă sensibil mai lent decât cel consemnat în luna decembrie. Pe fondul evidentei slăbiri a efectului de anticipație exercitat asupra sa de aderarea României la Uniunea Europeană, evoluția cursului de schimb leu/euro din acest interval a avut ca principali determinanți, pe de-o parte, dinamica înaltă a deficitului de cont curent, precum și maniera de finanțare a acestuia și, pe de altă parte, variațiile de atitudine ale investitorilor financiari față de piețele emergente din regiune, precum și față de fluctuațiile înregistrate de ratele dobânzilor de pe piața monetară internă.

Cursul leu/euro s-a plasat pe parcursul intervalului pe o traiectorie lin descendentă, leul acumulând în martie comparativ cu decembrie 2006 o apreciere de 1,3 la sută în raport cu euro (1,6 la sută în termeni reali) și de 1,5 la sută față de dolar (1,8 la sută în termeni reali), în condițiile în care valoarea acestuia din urmă a scăzut în raport cu moneda europeană. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb, pe parcursul lunilor ianuarie-martie leul și-a accelerat aprecierea în termeni nominali atât față de euro (5,4 la sută), cât și față de dolar (14,7 la sută), câștigurile în termeni reali acumulate de moneda națională în raport cu cele două valute consemnând însă doar oscilații minore față de valorile consemnate în trimestrul anterior.

Tendința alertă de apreciere a leului față de euro declanșată spre finalul lunii noiembrie 2006 s-a temperat considerabil în prima lună din 2007 (0,6 la sută, comparativ cu 2,4 la sută în decembrie); totodată, traiectoria ratei de schimb leu/euro a devenit mai strâns corelată cu cele ale majorității monedelor din regiune, aceasta sugerând faptul că efectul de anticipație exercitat asupra cursului de schimb de aderarea României la Uniunea Europeană s-a cvasiepuizat. În aceste condiții, evoluția din ianuarie a ratei de schimb leu/euro a fost în mai mare măsură influențată de: (i) accentuarea tendinței de deteriorare a deficitului balanței comerciale; (ii) diminuarea gradului de

acoperire a deficitului contului curent prin investiții directe⁴⁴ și transferuri de capital⁴⁵; (iii) scăderea volumului împrumuturilor financiare ale sectorului bancar, precum și de (iv) efectuarea unor plăți considerabile în contul datoriei externe pe termen scurt. În sensul aprecierii leului au acționat însă (i) interesul manifestat de nerezidenți pentru titlurile de stat în lei emise de MFP pe piața financiară internă (aceștia au achiziționat un volum de titluri echivalând cu circa un sfert din cel pus în circulație); (ii) menținerea la un nivel relativ ridicat a volumului împrumuturilor financiare externe ale sectorului corporatist, precum și (iii) creșterea, deși mai modestă, a volumului tranzacțiilor cu caracter speculativ ale nerezidenților, parțial descourajate de scăderea randamentelor depozitelor interbancare.

Ritmul de apreciere a leului s-a accelerat, însă, în prima parte a lunii februarie, în condițiile în care interesul investitorilor pentru plasamente și tranzacții cu moneda națională a fost resuscitat de: (i) sporirea randamentelor pieței monetare interne – pe fondul înăsprirea condițiilor lichidității; (ii) lansarea de noi obligațiuni guvernamentale, precum și majorarea volumului titlurilor denominate în lei emise pe piața internațională⁴⁶ și (iii) creșterea randamentelor așteptate ale tranzacțiilor bursiere⁴⁷. În acest context, reducerea de către BNR⁴⁸ a ratei dobânzii de politică monetară a avut un impact relativ limitat asupra evoluției ratei de schimb a monedei naționale, cu atât mai mult cu cât operatorii valutari anticipau o modificare în acest sens – deși de mai mică amploare. Un efect relativ mai puternic a avut însă asupra cursului de schimb turbulența ce a afectat începând cu 26 februarie piețele emergente⁴⁹, generată de sporirea abruptă a aversiunii investitorilor financiari față de activele percepute ca având un grad ridicat de risc. Aceasta s-a propagat – cu o intensitate redusă însă – pe piața regională, dar și pe cea locală, leul înregistrând în ultimele zile ale lunii o ușoară depreciere, care a redus la doar 0,3 la sută pasul său lunar de întărire *vis-a-vis* de euro.

⁴⁴ Deși intrările de capital de natura investițiilor directe au fost relativ ridicate, volumul acestora a fost în scădere atât față de luna precedentă, cât și față de luna ianuarie 2006.

⁴⁵ Investițiile directe și transferurile de capital au acoperit deficitul contului curent în proporție de 53,3 la sută (73,9 la sută în decembrie 2006 și, respectiv, 277 la sută în ianuarie 2006).

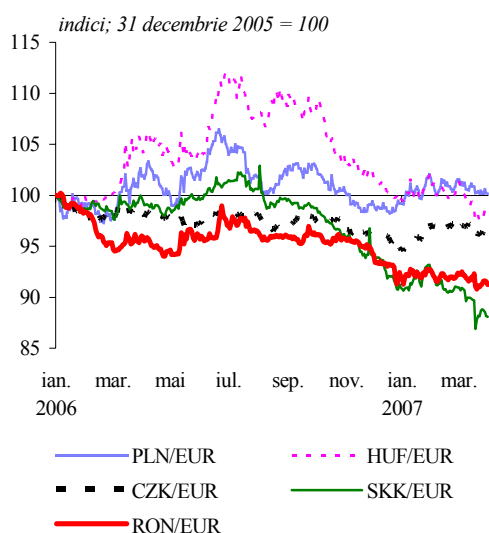
⁴⁶ Valoarea obligațiunilor denominate în lei emise de instituțiile nerezidente pe piața financiară externă în luna februarie a fost de 1 061 milioane RON.

⁴⁷ Conform datelor publicate de BVB, în luna februarie cumpărările nete de înscrisuri ale nerezidenților au consemnat o valoare record (90,35 milioane euro).

⁴⁸ În data de 9 februarie CA al BNR a decis reducerea ratei dobânzii de politică monetară de la 8,75 la sută la 8 la sută.

⁴⁹ Aceasta a fost declanșată de scăderea abruptă a pieței de capital din China și a fost amplificată de sporirea incertitudinilor privind evoluția economiei americane.

Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Sursa: BNR, BCE

Scepticismul investitorilor față de piețele emergente a persistat și în prima decadă a lunii martie, determinând prelungirea tendinței de slăbire a majorității monedelor din regiune și accentuând volatilitatea acestora. Moneda națională s-a dovedit a fi însă relativ mai rezistentă la aceste presiuni, magnitudinea comparativ mai redusă a creșterii și respectiv a volatilității⁵⁰ cursului leu/euro reflectând în principal: (i) lichiditatea mai scăzută a pieței financiare interne și expunerea încă limitată a investitorilor străini față de activele în lei; (ii) nivelul comparativ mai atractiv al randamentelor pieței interne și (iii) volumul relativ ridicat al investițiilor directe și împrumuturilor financiare. Ulterior, pe fondul refacerii treptate a interesului investitorilor pentru plasamente pe piața financiară regională, leul a reînceput să se întărească în raport cu moneda europeană. Acest proces s-a accentuat brusc începând cu a doua jumătate a lunii, pe de o parte ca efect coroborat al întăririi neașteptat de susținute a coroanei slovace⁵¹ și al creșterii gradului de corelare a evoluției cursului de schimb al leului cu cea a ratei de schimb a monedei slovace și, pe de altă parte, ca urmare a sporirii abrupte a randamentelor pieței monetare interne⁵²; în acest context, cursul de schimb leu/euro a atins în data de 20 martie minimumul ultimilor patru ani. În ultimele zile ale lunii, pe fondul relativei relaxări a condițiilor lichidității de pe piața monetară și, implicit, al diminuării randamentelor acestuia (inclusiv sub impactul noii reduceri de către BNR a ratei dobânzii de politică monetară), leul a pierdut din câștigul acumulat anterior, astfel încât, pe ansamblul lunii, aprecierea acestuia față de euro a crescut doar marginal (0,4 la sută).

În condițiile evidențierii unui grad ridicat de dependență a prețului activelor financiare de pe piețele emergente de evoluțiile majore consemnate de principalele economii ale lumii, este de presupus că pe măsura materializării potențialului semnificativ de creștere a expunerii investitorilor financiari față de moneda națională, volatilitatea cursului de schimb leu/euro să sporească în viitor. Pe orizonturi mai mari de timp, este de așteptat însă ca impactul fundamentelor economice asupra ratei de schimb a leului să domine, cu atât mai mult cu cât este posibil ca decizia investitorilor financiari privind plasamentele pe piețele emergente, inclusiv pe cea internă, să fie tot mai mult influențată în perioada următoare de evoluția acestora.

⁵⁰ În intervalul 26 februarie-9 martie cursul de schimb leu/euro a consemnat o volatilitate net inferioară celor consemnate de moneda cehă, zlotul polonez, moneda slovacă și forintul maghiar.

⁵¹ În pofida măsurilor întreprinse de banca centrală a Slovaciei, respectiv sterilizare parțială a excesului de lichiditate, intervenții pe piața valutară, reevaluarea parității centrale a coroanei slovace și diminuarea ratei dobânzii de politică monetară, moneda slovacă s-a plasat în luna martie pe un trend susținut de întărire în raport cu euro.

⁵² Aceasta s-a produs ca efect al deficitului temporar de lichiditate de la finalul perioadei de menținere a rezervelor minime obligatorii.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Masa monetară (M3) și-a reaccelerat sensibil creșterea⁵³ în perioada decembrie 2006-februarie 2007 (21,8 la sută, față de 17,3 la sută în intervalul precedent), pe fondul (i) relaxării cheltuielilor bugetare la finele anului 2006 și menținerii acestei conduite în prima parte a anului 2007, (ii) prelungirii robusteții creșterii economice și al (iii) majorării susținute a veniturilor populației. Din perspectiva contrapartidelor M3, dinamizarea acesteia a reflectat, cu preponderență, influența evoluției creditului guvernamental⁵⁴ (care a sporit în medie cu 68,1 la sută, după trei trimestre de reduceri consecutive), în condițiile în care ritmurile de creștere a împrumuturilor acordate sectorului privat⁵⁵ – principalul determinant al expansiunii monetare – și respectiv a activelor externe nete au fost relativ stabile; un ușor efect monetar contractionist au exercitat pasivele financiare interne pe termen lung⁵⁶, a căror variație anuală s-a amplificat.

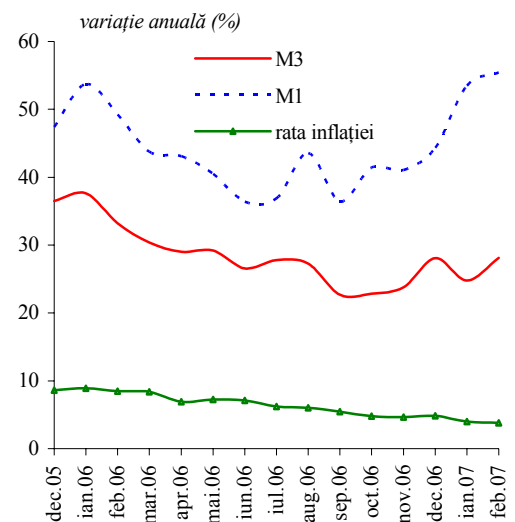
Singura componentă⁵⁷ majoră a M3 care a înregistrat o intensificare a creșterii anuale (+12,0 puncte procentuale, până la 45,0 la sută) a fost masa monetară în sens restrâns (M1), ponderea acesteia în M3 majorându-se până la o valoare medie de 46,6 la sută (nivel maxim al ultimilor doi ani). Traectoria ascendentă a M1 a fost imprimată exclusiv de depozitele *overnight*, a căror dinamică s-a accelerat în contextul amplificării puternice a cheltuielilor bugetare, al menținerii intensității ridicate a activității economice (îndeosebi în sectorul construcțiilor – favorizat de condițiile meteorologice relativ propice, dar și în industrie), precum și al majorării mai alerte a veniturilor populației. În schimb, viteza de creștere a numerarului în circulație s-a redus puternic, această evoluție reflectând însă cu precădere

Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

	variație procentuală în termeni reali					
	2006				2007	
	I	II	III	IV	ian.	feb.
	<i>medii lunare</i>					
M3	21,9	19,5	20,3	20,7	21,3	24,9
M1	36,7	33,2	33,9	36,2	47,1	49,3
Numerar în circulație	36,5	33,5	32,7	28,4	18,2	22,2
Depozite overnight	36,8	33,0	34,6	40,2	61,1	62,7
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	13,8	11,6	11,8	10,9	4,1	8,8

Sursa: INS, BNR

Masa monetară și rata inflației



Sursa: INS, BNR

⁵³ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor anuale de creștere din perioada decembrie 2006 – februarie 2007, exprimată în termeni reali.

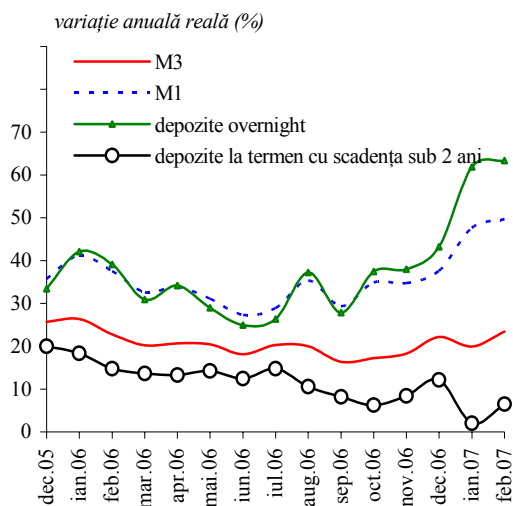
⁵⁴ Include creditele acordate sectorului public (administrația publică centrală, administrațiile locale și administrațiile sistemelor de asigurări sociale).

⁵⁵ Sectorul privat include instituțiile nefinanciare, instituțiile financiare nemonetare și populația (gospodăriile populației și instituțiile fără scop lucrativ în serviciul gospodăriilor populației).

⁵⁶ Pasivele financiare pe termen lung sunt incluse în contrapartida M3. Ele cuprind depozitele la termen cu scadența peste doi ani (inclusiv depozitele rambursabile după notificare la mai mult de trei luni), precum și titlurile de valoare negociabile emise de instituțiile de credit cu maturitatea mai mare de doi ani.

⁵⁷ Depozitele incluse în masa monetară aparțin societăților nefinanciare, instituțiilor financiare nemonetare, administrațiilor locale, administrațiilor sistemelor de asigurări sociale și respectiv gospodăriilor populației (inclusiv instituțiile fără scop lucrativ în serviciul gospodăriilor populației).

Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR

schimbarea recentă produsă în metodologia de calcul a acestui indicator⁵⁸.

La rândul ei, creșterea depozitelor la termen în lei și în valută cu scadența sub doi ani (inclusiv depozitele rambursabile după o perioadă de notificare de cel mult trei luni) a continuat să se tempereze, dar mai lent (6,9 la sută, cu 0,8 puncte procentuale mai puțin decât în intervalul precedent), reflectând în mare parte fenomenul de realocare a portofoliilor fie în favoarea investițiilor pe termen mai lung (inclusiv depozite la termen cu scadența peste doi ani și/sau titluri în lei emise pe piețele internaționale), fie în direcția plasamentelor foarte lichide. Relativa pierdere de ritm a fost indusă îndeosebi de prelungirea dinamicii descendente a depozitelor companiilor⁵⁹; printre principalii determinanți ai acestei evoluții s-au numărat accentuarea preferinței acestui segment pentru constituirea de depozite *overnight* (încurajată de oferirea de către unele instituții de credit a unor randamente relativ apropiate de cele ale depozitelor la termen), reorientarea parțială spre plasamentele cu scadența de peste doi ani, precum și posibila rambursare a unui volum mai mare de credite, inclusiv externe. În schimb, ambele componente (lei și valută) ale depozitelor la termen cu scadența sub doi ani ale populației au continuat să-și accelereze viteza de creștere, în special datorită (i) sporirii mai alerte a veniturilor salariale și de altă natură (prime, compensații pentru disponibilizați și remiteri din străinătate⁶⁰), (ii) plății de către ErsteBank a contravalorii acțiunilor achiziționate de la angajații BCR și (iii) prelungirii tendinței crescătoare a ratelor medii ale dobânzilor la termen.

În sensul temperării dinamicii M3 a acționat și evoluția instrumentelor negociabile; variația anuală a soldului acestora și-a prelungit traiectoria descendentă (un ritm mediu de creștere de 16,8 la sută, inferior cu 0,7 puncte procentuale celui din perioada precedentă), reflectând menținerea descreșterii dinamicii împrumuturilor din operațiuni *repo* și scăderea stocului titlurilor de valoare negociabile emise cu maturitatea de până la doi ani.

⁵⁸ Începând cu luna ianuarie 2007, conform Ordinului Guvernatorului BNR nr. 24/2006 privind modificarea și completarea Ordinului Guvernatorului BNR nr. 5/2005 pentru aprobarea „Reglementărilor contabile conforme cu directivele europene, aplicabile instituțiilor de credit”, grupa „Casa și alte valori” include în mod explicit numerarul aflat în ATM-uri și ASV-uri.

⁵⁹ Instituțiile nefinanciare și instituțiile financiare nemonetare.

⁶⁰ În decembrie 2006, valoarea transferurilor curente a atins un record absolut.

Creditul

În perioada decembrie 2006-februarie 2007, ritmul de creștere⁶¹ a creditului acordat sectorului privat a continuat să manifeste, pentru al doilea interval consecutiv, o relativă stagnare la un nivel ridicat (47,7 la sută). Variațiile principalelor componente și-au prelungit traiectoriile divergente (ascendentă în cazul împrumuturilor în valută și descendentă în cazul celor în lei), reflectând efectul accelerării aprecierii nominale a monedei naționale, creșterea ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei⁶², eliminarea limitelor impuse instituțiilor de credit pentru expunerile rezultate din acordarea de împrumuturi în valută⁶³, dar și dispărarea efectului de bază determinat de transferul în luna decembrie 2005 a unor credite în valută în bilanțul unei instituții financiare nerezidente. În aceste condiții, viteza de creștere a creditelor în lei a atins valoarea minimă a ultimului an (63,2 la sută, ca medie a perioadei), iar cea a creditelor în valută a înregistrat maximul ultimelor șase trimestre (47,8 la sută, ca medie a perioadei); totodată, valoarea medie a ponderii componentei în devalize în total credite acordate sectorului privat și-a întrerupt mișcarea descendentă din ultimul an și jumătate, urcând la 48,0 la sută.

Oferta de credite adresată sectorului privat a continuat să fie stimulată de factorii specifici perioadelor anterioare, respectiv concurența intensă din sistemul bancar, accesul facil al instituțiilor de credit⁶⁴ la surse de finanțare externă, percepția pozitivă a băncilor asupra evoluției economice curente și a celei viitoare și implicit ameliorarea gradului de eligibilitate a clienților, un efect inhibitor exercitând normele privind creditarea persoanelor fizice emise anterior de BNR⁶⁵. La rândul ei, cererea de credite a fost susținută de (i) creșterea economică robustă, (ii) sporirea volumului importurilor, (iii) majorarea susținută a veniturilor populației și anticiparea continuării acestui proces, (iv) scăderea în continuare a cursului leu/euro și anticiparea prelungirii acestui trend, precum și de (v) reducerea ușoară a ratei medii a dobânzii la împrumuturile noi în lei. În sens invers

⁶¹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor anuale de creștere din perioada decembrie 2006-februarie 2007, exprimată în termeni reali.

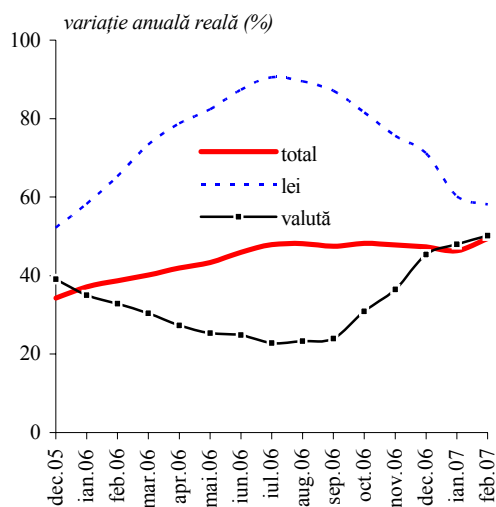
⁶² Rata rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei s-a majorat de la 16 la sută la 20 la sută, începând cu perioada de aplicare 24 iulie-23 august 2006.

⁶³ Din ianuarie 2007 a fost abrogată Norma BNR nr.11/2005 privind limitarea gradului de concentrare a expunerilor din credite în valută, intrată în vigoare la 26 septembrie 2005.

⁶⁴ În decembrie 2006, BRD-Société Générale a lansat pe piața internațională de capital obligațiuni în valoare 735 milioane lei, destinate exclusiv nerezidenților.

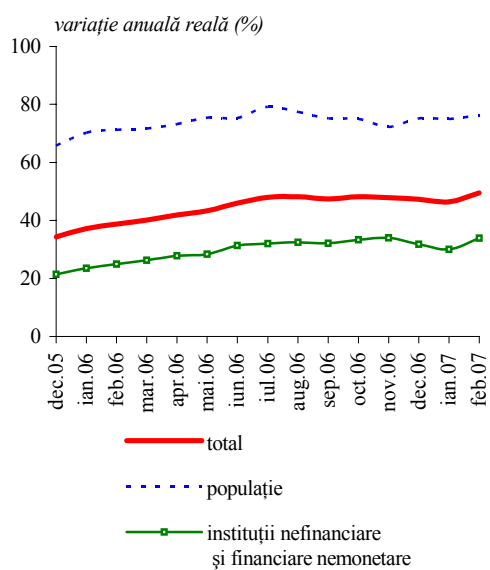
⁶⁵ Norma nr.20/2006 pentru modificarea și completarea Normei BNR nr.10/2005 privind limitarea riscului de credit la creditele destinate persoanelor fizice, intrată în vigoare la 22 octombrie 2006.

Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR

Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Sursa: INS, BNR

este posibil să fi acționat (i) amânarea de către persoanele fizice a deciziei de contractare a unor împrumuturi în perspectiva relaxării condițiilor de creditare, (ii) atingerea unui nivel relativ ridicat al gradului de îndatorare a persoanelor cu venituri reduse, precum și (iii) intensificarea apelului companiilor la resursele externe⁶⁶ sau la cele proprii (amplificate în acest interval de sumele consistente încasate de la bugetul public) în vederea finanțării activității curente și/sau a derulării investițiilor; totodată, creșterea echivalentului în lei al creditului în valută a fost atenuată de efectul contabil exercitat de aprecierea nominală a monedei naționale.

Din perspectiva structurii creditului pe categorii de clienți, dinamicele principalelor componente au avut sensuri opuse celor înregistrate în perioada anterioară, majorându-se în cazul populației (cu 1,3 puncte procentuale, până la 75,5 la sută), respectiv diminuându-se în cel al companiilor (cu 1,2 puncte procentuale, până la 31,9 la sută).

Variația ascendentă consemnată de creditele acordate persoanelor fizice s-a datorat exclusiv accelerării puternice a creșterii împrumuturilor în valută (care a atins un ritm mediu de 86,4 la sută, devansându-l, pentru prima oară în ultimul an, pe cel al creditului în lei), consemnate chiar în condițiile încorporării impactului estimat al dispariției efectului de bază provocat de transferul în luna decembrie 2005 a unui volum de credite în devize ale persoanelor fizice în bilanțul unor instituții financiare nerezidente. În schimb, componenta în lei și-a încetinit sensibil creșterea (până la un nivel mediu de 80,3 la sută, cu 24,2 puncte procentuale sub media perioadei precedente), în condițiile în care ratele dobânzilor la creditele noi acordate persoanelor fizice au suferit doar ușoare ajustări descendente, iar cele aferente împrumuturilor acordate prin intermediul facilității de descoperit de cont și al cardurilor de credit au consemnat chiar o ușoară creștere (în ultima lună analizată). Împrumuturile de care au beneficiat persoanele fizice au continuat să fie destinate preponderent finanțării consumului⁶⁷, cu toate că ponderea în total a acestei categorii a consemnat o descreștere marginală (până la 79,3 la sută, ca medie a perioadei), pe fondul continuării accelerării expansiunii creditelor imobiliare și ipotecare.

Evoluția descendentă a dinamicii împrumuturilor companiilor a reflectat exclusiv încetinirea vitezei de creștere a componentei

⁶⁶ Conform datelor din balanța de plăți, în intervalul decembrie 2006-ianuarie 2007, investițiile străine directe nete în sectorul nebancau au înregistrat o valoare medie apropiată celei din perioada septembrie-noiembrie 2006.

⁶⁷ 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 transmise de instituțiile de credit conform Normei BNR nr. 14/2006.

în lei și pe aceste segment, posibil datorată și rambursării de către agenții economici a unui volum sporit de credite și/sau a nereînnoirii unor linii de credite. În schimb, componenta în devize și-a amplificat rata anuală de creștere, un factor de susținere constituindu-l sporirea interesului firmelor locale pentru investiții în sectorul imobiliar.

Spre deosebire de creditul acordat sectorului privat, ritmul de creștere a creditelor acordate sectorului guvernamental⁶⁸ a consemnat un punct de inflexiune, majorarea sa (cu 68,1 la sută) după trei trimestre de reducere consecutivă reflectând expansiunea puternică a cheltuielilor bugetare și implicit amplificarea cererii de finanțare a deficitului bugetar, atât prin lansarea de emisiuni de titluri de stat, cât și prin contractarea directă de împrumuturi de la sectorul bancar.

⁶⁸ Include administrația publică centrală, administrațiile locale și administrațiile sistemelor de asigurări sociale.

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației la sfârșitul anului 2007 la nivelul de 3,7 la sută, cu 0,9 puncte procentuale sub cel prognozat în Raportul asupra inflației din luna februarie. Pentru anul 2008, inflația proiectată la finele anului diferă marginal față de cea prognozată anterior (4,2 la sută față de 4,1 la sută).

Revizuirea proiecției pentru anul 2007 este rezultatul unei inflații realizate în trimestrul I sensibil mai scăzute față de cea proiectată și al efectelor favorabile ale acesteia asupra anticipațiilor, precum și al altor factori de influență cu evoluții proiectate diferite de cele din scenariul precedent. Diferențe semnificative sunt generate de creșteri mai reduse ale prețurilor administrate și ale celor volatile ale unor mărfuri alimentare, precum și de un exces de cerere mai scăzut, comparativ cu proiecția anterioară. Aceste efecte favorabile vor fi atenuate de o deflație ceva mai lentă a prețurilor de import, pe fondul unei aprecieri anticipate mai puțin accentuate, față de proiecția din luna februarie, a monedei naționale în prima parte a intervalului de prognoză. Pentru anul 2008 influența dinamicii cursului de schimb asupra prețurilor de import va fi favorabilă comparativ cu scenariul precedent, fiind însă contrabalansată de efectele de sens contrar asupra inflației generate de un deficit de cerere comparativ mai redus.

Similar proiecției anterioare, cea curentă prevede condiții monetare reale mai restrictive în perioada 2007-2008 față de anul 2006, compatibile cu eliminarea programată a excesului de cerere. La restrictivitatea adecvată a condițiilor monetare de-a lungul intervalului de prognoză vor contribui dinamica anticipată a cursului de schimb real al monedei naționale precum și, mai accentuat în prima parte a intervalului, evoluția ratelor reale ale dobânzilor. Spre deosebire de proiecția anterioară însă, întărirea necesară a restrictivității condițiilor monetare reale este de mai mică amploare în scenariul de bază curent, datorită presiunilor inflaționiste mai slabe pe termen scurt. Aceasta implică și deficite de cerere mai puțin ample în a doua parte a intervalului de prognoză, permițând atingerea unei inflații similare celei din proiecția anterioară, în paralel cu o creștere economică mai alertă în anul 2008.

Principalele riscuri a căror materializare ar putea abate traiectoria inflației de la cea proiectată sunt generate de incertitudini substanțiale referitoare la: ritmul de creștere a salariilor comparativ cu cel al productivității muncii, conduita viitoare a politicii fiscale, dinamica deficitului de cont curent și modul în

care se vor propaga în economie efectele unei eventuale ajustări a acestuia, abateri semnificative ale dinamicii cursului de schimb al leului de la coordonatele incluse în scenariul de bază, evoluțiile unor factori exogeni cu influență asupra ofertei, reflectate în dinamica unor prețuri precum cele administrate, ale produselor alimentare, ale combustibililor.

1. Scenariul de bază al proiecției

1.1. Proiecția inflației

Potrivit scenariului de bază al proiecției, inflația anuală a prețurilor de consum se va menține în intervalul de variație din jurul țintei pe întregul orizont de proiecție, înregistrând niveluri estimate la 3,7 la sută la sfârșitul anului 2007 și respectiv 4,2 la sută la finele anului 2008. Pentru anul curent, traiectoria anticipată a ratei anuale a IPC este inferioară celei prognozate în raportul din luna februarie 2007, în timp ce pentru anul viitor proiecția este asemănătoare celei precedente.

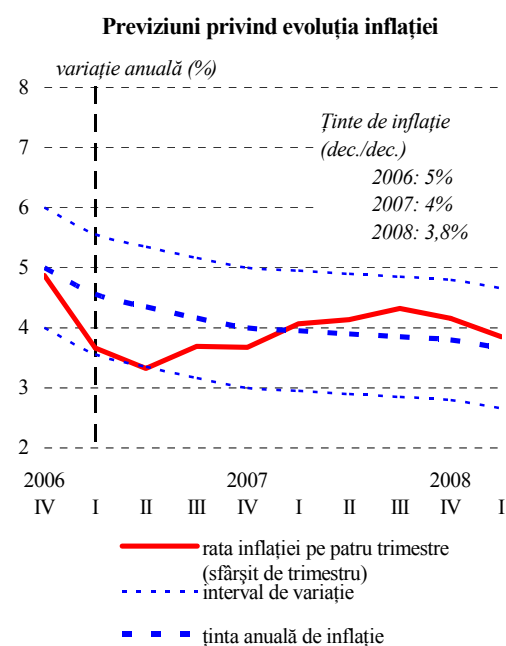
Tabelul nr. 5.1. Rata anuală a inflației (sfârșitul perioadei)

Perioada	procente							
	T2 2007	T3 2007	T4 2007	T1 2008	T2 2008	T3 2008	T4 2008	T1 2009
Țintă			4,0				3,8	
Proiectată	3,3	3,7	3,7	4,1	4,1	4,3	4,2	3,9

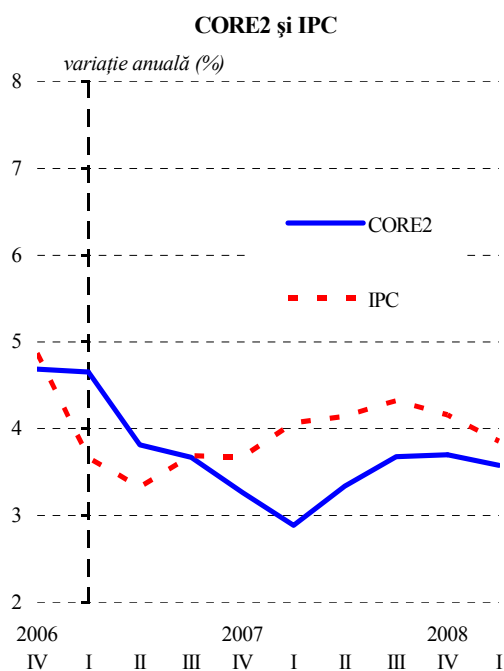
La începutul intervalului de proiecție (trimestrul II 2007) inflația anuală se situează cu 0,9 puncte procentuale sub cea prognozată în Raportul asupra inflației din luna februarie. Cauzele acestei reevaluări sunt:

- o inflație de bază CORE2 inferioară celei din proiecția anterioară în trimestrul I 2007;
- o creștere mai mică decât cea preconizată a prețului energiei electrice la 1 aprilie 2007 și amânarea modificării prețului la consumator al gazelor naturale prevăzute inițial pentru luna aprilie;
- un impact inflaționist mai redus decât cel anticipat al aplicării Politicii Agricole Comune și a Politicii Vamale Comune în cadrul Uniunii Europene asupra prețurilor bunurilor alimentare, atât a celor volatile, cât și a celor incluse în CORE2;
- reducerea prețului internațional al petrolului și a prețurilor interne ale combustibililor în trimestrul I 2007.

Rata anuală a inflației prețurilor bunurilor de consum se menține în proiecția actuală sub ținta centrală până la sfârșitul anului curent. În trimestrele III și IV se anticipează o creștere cauzată de ajustarea accizei la țigarete și produse din tutun și de



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



majorarea unor prețuri administrate – în principal a tarifelor la energie termică. În trimestrul III se manifestă și un efect de bază dat de excluderea din calculul inflației anuale a deflației accentuate înregistrate de unele prețuri volatile în trimestrul III 2006. Rata prognozată a inflației crește în anul 2008 în special ca urmare a planificării unor ajustări importante de prețuri administrate și accize.

Scenariul de bază curent anticipează revenirea ratei inflației de bază CORE2 la un nivel inferior inflației IPC și reducerea sa treptată până la nivelul de 2,9⁶⁹ la sută în primul trimestru al anului viitor. Procesul de dezinflație din acest interval a indicelui CORE2 este facilitat de: (i) condițiile monetare reale restrictive, care permit eliminarea excesului de cerere până la începutul anului 2008, (ii) reducerea anticipațiilor inflaționiste, ca urmare a coborârii inflației *headline* sub ținta centrală, (iii) contribuția favorabilă a inflației importate, pe fondul continuării procesului de apreciere reală a leului. Acest din urmă factor este potențat de aderarea României la UE, care permite un acces mai puțin costisitor al comercianților la produse de import mai ieftine sau de calitate superioară celor autohtone (aspect sesizabil mai ales în cazul produselor alimentare). În trimestrul II 2007, scăderea ratei anuale a inflației CORE2 cu aproape un punct procentual față de trimestrul I este favorizată și de un efect de bază generat de eliminarea din calcul a taxei pe viciu introduse în trimestrul II 2006. Efectele de sens contrar, inferioare ca magnitudine celor dezinflaționiste pentru intervalul menționat, cuprind majorarea accizei la produse din tutun prevăzută în trimestrul III 2007 și menținerea excesului de cerere până la sfârșitul anului 2007.

Începând cu trimestrul II 2008, modificările de accize planificate pentru produsele din tutun și efectele de runda a doua generate de majorările de prețuri administrate (și manifestate prin amplificarea temporară a anticipațiilor inflaționiste) determină creșterea inflației CORE2 la sfârșitul anului 2008 până la 3,7 la sută, impactul celor doi factori exogeni nefiind îndeajuns compensat de deficitul de cerere proiectat și de aprecierea reală a leului, mai modestă în comparație cu cea proiectată pentru anul curent.

Prețurile administrate sunt principalul generator de presiuni inflaționiste și în scenariul de bază curent, modificarea lor anuală fiind superioară celei a prețurilor de consum pe întreg intervalul proiectiei. În ciuda amânării sau diminuării unor ajustări prevăzute pentru prima parte a anului 2007, calendarul

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

curent preconizează creșteri importante în trimestrele IV 2007, respectiv I și IV 2008, îndeosebi pentru prețurile produselor energetice.

Prețurile volatile ale unor produse alimentare (legume, fructe, ouă – LFO) au crescut în trimestrul I 2007 mai puțin decât se prevedea în Raportul asupra inflației din luna februarie. Cu toate acestea, traiectoria proiectată a inflației prețurilor LFO este distorsionată de un efect de bază în 2007⁷⁰ (crescând până la 5,8 la sută), dar este comparabilă cu cea a prețurilor de consum în anul 2008 (3,7 la sută).

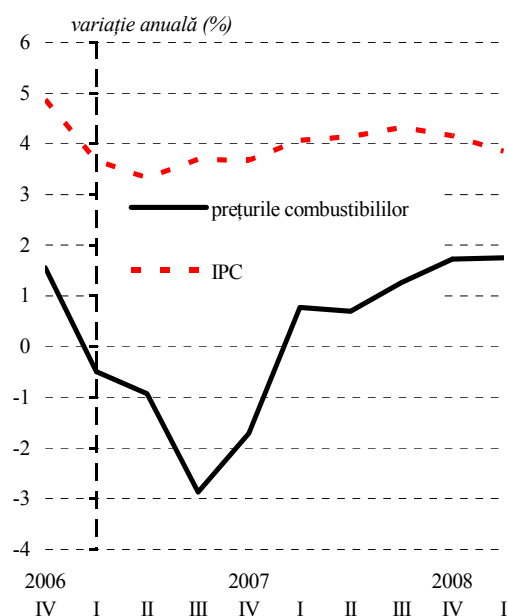
Evoluția proiectată a prețurilor interne ale combustibililor pornește de la ipoteza menținerii constante pe tot orizontul a prețului internațional al petrolului la nivelul său mediu anticipat pentru trimestrul II 2007, ipoteză consistentă cu prognozele Consensus Forecasts din luna martie. Deși cotațiile recente de pe piețele internaționale indică o tendință de creștere a prețului petrolului, adoptarea acestui scenariu neutru a fost determinată de incertitudinile referitoare la nivelul și evoluția producției și cererii mondiale de petrol. Inflația proiectată în cazul prețurilor interne ale combustibililor este inferioară modificării prețurilor de consum, ca urmare a continuării procesului de apreciere reală a leului.

1.2. Presiuni exogene asupra inflației

Contribuția cumulată a componentelor exogene ale inflației prețurilor de consum (prețuri administrate, prețuri volatile ale unor produse alimentare, acciza la țigarete și produse din tutun) preconizată pentru anul 2007 este mai redusă cu 0,5 puncte procentuale în scenariul de bază curent față de proiecția precedentă, în timp ce pentru anul 2008 aceasta este cu 0,1 puncte procentuale mai mare.

Creșterile așteptate în cazul prețurilor administrate sunt inferioare celor din proiecția anterioară cu 1 punct procentual pentru anul curent – de la 6,7 la sută la 5,7 la sută⁷¹ – și sunt superioare cu 0,3 puncte procentuale pentru anul viitor – 7,0 la sută față de 6,7 la sută. Modificările de preț mai mici din anul 2007 sunt determinate în principal de dinamica atenuată a prețurilor energiei electrice și gazelor naturale. Prețul energiei electrice s-a modificat cu un procent inferior celui anunțat la începutul anului, iar prețul la consumator al gazelor naturale nu s-a mai majorat în

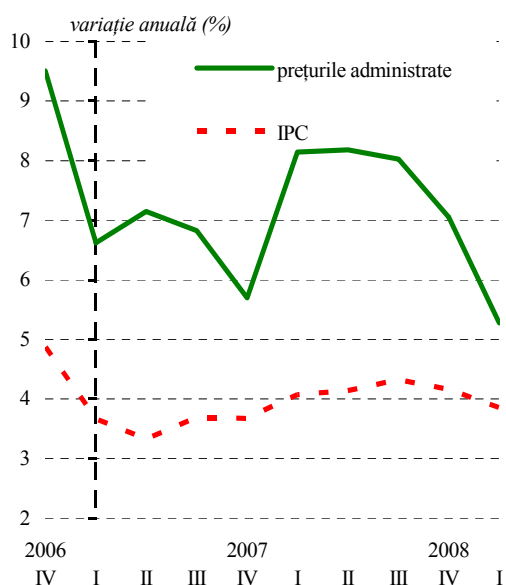
Prețurile combustibililor și IPC



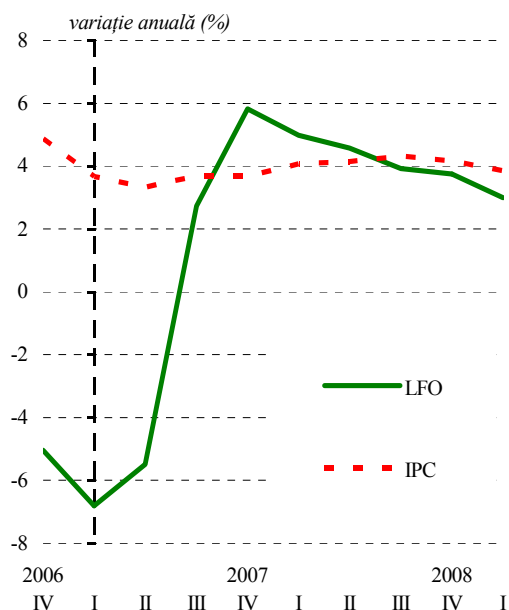
⁷⁰ Acest efect de bază este generat de raportarea la deflația accentuată înregistrată de prețurile LFO în trimestrul III 2006.

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

Prețurile administrate și IPC



Prețurile LFO și IPC



luna aprilie, așa cum prevedea calendarul de ajustare. Aceste evoluții sunt parțial contracarate în anul curent de revizuirea față de proiecția anterioară a creșterilor de tarife pentru energie termică, creșteri ce continuă și pe parcursul anului viitor. Tabelul nr. 5.2 sintetizează evoluția prețurilor energetice, principala componentă a prețurilor administrate. În ciuda rectificărilor inferioare din acest an, prețurile administrate continuă să crească mai rapid decât celelalte prețuri de consum și să genereze presiuni inflaționiste pe întreg intervalul de proiecție.

Tabelul nr. 5.2. Scenariul privind evoluția principalelor prețuri administrate

	<i>procente</i>					
	Energie electrică		Energie termică		Gaze naturale	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Proiecția curentă	6,1	7,1	19,1	9,3	1,3	17,9
Proiecția anterioară	7,1	7,1	10,0	8,0	7,5	17,9

Scenariul referitor la prețurile volatile ale unor produse alimentare (LFO) preconizează o dinamică inferioară celei din proiecția anterioară pentru anul 2007 și una superioară pentru anul 2008. La fel ca în proiecțiile anterioare, modificarea prețurilor LFO are un caracter sezonier puternic, fiind anticipate valori pozitive ridicate în trimestrele I și IV și valori negative (deflație) în trimestrul III al fiecărui an. Evoluția prețurilor LFO proiectată pentru anul curent este superioară celei a prețurilor de consum și este cauzată de un efect de bază determinat de reducerea puternică a acestor prețuri volatile în trimestrul III 2006.

Scenariul privind modificarea prețurilor la țigarete și produse din tutun este construit în funcție de calendarul de aliniere a nivelului accizelor la cel stabilit de Uniunea Europeană⁷². Pentru anul 2007, proiecția curentă păstrează creșterea de preț din scenariul de bază anterior, dar preconizează o dinamică inferioară pentru anul 2008, ca urmare a reconsiderării cursului de schimb folosit în calculul valorii în lei a accizei. Acesta influențează prețurile produselor din tutun prin intermediul componente specifice a accizei, calculată în euro.

Conform prognozei publicate în luna martie de Consensus Forecasts, rata anticipată a inflației pentru zona euro este inferioară celei din proiecția trecută, atât pentru anul curent (2,0 la sută față de 2,2 la sută), cât și pentru anul viitor (1,9 la sută

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

față de 2,9 la sută). În Buletinul Lunar publicat în luna martie 2007, Banca Centrală Europeană pune această revizuire în principal pe seama reducerii prețurilor combustibililor. Totuși, riscurile de inflamare a prețurilor în zona euro sunt considerate mult mai importante decât în proiecțiile anterioare. Ca urmare, traiectoria ratei dobânzii EURIBOR este superioară celei din Raportul asupra inflației anterior pe întreg intervalul de proiecție.

Anticipata continuare a procesului de apreciere a leului va compensa integral efectul inflației prevăzute pentru zona euro asupra dinamicii prețurilor bunurilor din coșul de consum.

1.3. Presiuni din partea cererii agregate

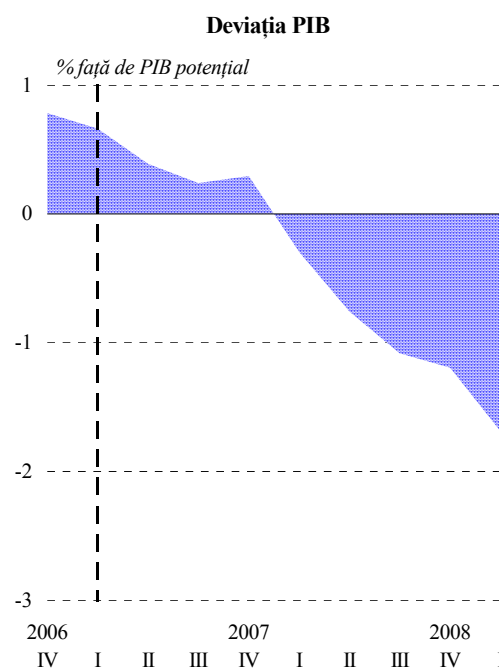
1.3.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

Pentru trimestrul I se estimează menținerea unei rate anuale ridicate de creștere a PIB real, dar în reducere comparativ cu perioada anterioară. Deviația pozitivă a PIB față de nivelul său potențial scade marginal, presiunile inflaționiste pe termen scurt manifestate prin intermediul excesului de cerere fiind la un nivel apropiat celor din trimestrul anterior.

Procesul de transmitere a impulsurilor politicii monetare prezintă întârzieri specifice, excesul de cerere din trimestrul I reflectând efectul propagat al evoluțiilor înregistrate la nivelul cursului de schimb și al ratelor dobânzilor băncilor comerciale din trimestrele anterioare. În trimestrul IV, ratele dobânzilor bancare au continuat ajustarea la creșterile ratei dobânzii de politică monetară de pe parcursul anului trecut, având asupra excesului de cerere din perioada curentă un impact restrictiv. Aprecierea în termeni reali a monedei naționale a dus, prin intermediul canalului exportului net, la întărirea caracterului restrictiv transmis asupra excesului de cerere.

Publicarea datelor statistice referitoare la PIB real⁷³ pentru trimestrul IV indică menținerea unui ritm ridicat de creștere, fiind însă inferior celui anticipat în exercițiul anterior de prognoză. Nivelul excesului de cerere din trimestrul IV 2006 a fost revizuit în sens descendent. Pentru trimestrul I se estimează menținerea excesului de cerere la un nivel apropiat de cel revizuit aferent perioadei precedente, dar mai redus decât cel utilizat în runda anterioară de prognoză.

Referitor la consumul final al populației, se anticipează ca acesta să înregistreze o rată de creștere anuală ridicată, însă în scădere în raport cu valorile anului 2006. Această evoluție



⁷³ Datele privind PIB real sunt ajustate sezonier.

corespunde creșterii venitului disponibil al populației și a nivelurilor ridicate ale transferurilor curente nete de la finalul anului trecut. Pe piața muncii se păstrează tendințele înregistrate în trimestrele anterioare, respectiv reducerea ratei șomajului și majorări semnificative ale câștigurilor salariale, în special a celor din administrația publică. Excedentul bugetar de 0,1 la sută din PIB în primele două luni ale anului 2007 are un efect neutru asupra presiunilor inflaționiste venite din partea cererii agregate.

Formarea brută a capitalului fix se menține peste tendința pe termen mediu. Semnale pozitive privind evoluția acesteia vin din partea persistenței ritmului ridicat de creștere a creditului pe termen mediu și lung destinat agenților economici, precum și a continuării reducerii ratelor dobânzilor la credite. De asemenea, în condițiile accelerării importurilor, are loc o majorare a ponderii bunurilor de capital în totalul acestora. Datele privind structura investițiilor realizate în economie indică faptul că performanța formării brute a capitalului fix poate fi atribuită în principal activității de re tehnologizare relevate de ritmurile alerte de creștere a achizițiilor de utilaje, a lucrărilor de reparații capitale și a lucrărilor pentru obiective noi de construcții.

Importurile continuă să crească cu ritmuri anuale ridicate, fiind susținute, în principal, de creșterea venitului disponibil, de aprecierea monedei naționale care determină reducerea prețurilor importurilor și de evoluția creditului pe termen mediu și lung destinat agenților economici, în condițiile unei ponderi în creștere a bunurilor de capital în totalul importurilor. Exporturile continuă să evolueze sub trend, creșterea productivității muncii în industrie din trimestrul I 2007 putând însă semnala o redresare a ritmului de creștere al acestora față de trimestrul anterior. Exportul net continuă să acționeze în sensul reducerii excesului de cerere și a presiunilor inflaționiste.

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

Aprecierea – nominală și reală – a monedei naționale a continuat și în primul trimestru din 2007, dinamica descendentă a cursului de schimb fiind mai pronunțată comparativ cu evoluția din trimestrele anterioare.

Traectoria cursului de schimb din trimestrul I 2007 a fost semnificativ influențată și de evenimente exogene economiei românești, precum semnalul dat în direcția anticipării unei mai puternice aprecieri a leului, ca efect de „contaminare” datorat deciziei de revalorizare a monedei de către o bancă centrală din

regiune⁷⁴. Din setul de factori autohtoni cu incidență conjuncturală asupra cursului de schimb în trimestrul analizat, poate fi menționată manifestarea temporară a unui nivel redus al lichidității pe piața monetară care, în contextul unei cereri externe substanțiale pentru emisiunile de titluri ale autorităților române, a favorizat acumularea de presiuni asupra cursului monedei naționale.

Datorită aprecierii reale și nominale înregistrate în trimestrul I 2007, cursul de schimb acționează în sensul restrângerii cererii agregate și implicit a presiunilor inflaționiste viitoare prin intermediul canalului exportului net. Această influență este parțial compensată de efectele de avuție și bilanț, conform cărora o apreciere a monedei naționale reprezintă o reducere a costului creditului contractat în valută, respectiv echivalentul unui impuls stimulativ transmis cererii agregate. Astfel, efectul net al aprecierii din trimestrul I 2007 este unul de întărire a caracterului restrictiv al cursului de schimb și, în consecință, de reducere a presiunilor inflaționiste viitoare. Pe de altă parte, aprecierea monedei naționale influențează formarea prețurilor interne deoarece determină scăderea prețurilor de import și acționează în sensul reducerii inflației.

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

În trimestrul I BNR a redus, în două etape⁷⁵, rata dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 7,5 la sută și, la începutul trimestrului, a continuat să aplice politica de sterilizare parțială a excesului de lichiditate din sistem inițiată în decembrie 2006 ca răspuns la aprecierea semnificativă a cursului de schimb. Pe de altă parte, pe parcursul trimestrului volumul sterilizărilor s-a majorat substanțial. În aceste condiții, rata reală a dobânzii BNR a înregistrat o scădere și, deși influența exercitată asupra excesului de cerere din perioada viitoare rămâne restrictivă,

⁷⁴ Începând cu data de 19 martie 2007, la solicitarea Băncii Centrale a Slovaciei, paritatea centrală a cursului coroanei slovace/euro în cadrul ERM II este 35,4424, reprezentând o revalorizare de 8,5 la sută a monedei slovace.

⁷⁵ A doua reducere a ratei dobânzii de politică monetară a avut loc în data de 26 martie, și, prin urmare, nu a avut impact asupra economiei la nivelul trimestrului I.

impactul este de mai mică amploare decât cel transmis în trimestrul anterior.

Rata medie a dobânzii BNR influențează activitatea economică în mod indirect, prin intermediul ratelor dobânzilor bancare, procesul normal de ajustare treptată a acestora determinând transmisia impulsului politicii monetare în economie cu întârziere. Ca urmare, deciziile de scădere a ratei dobânzii de politică monetară din primul trimestru nu se reflectă decât parțial în nivelul ratelor dobânzilor băncilor comerciale din același trimestru. Astfel, atât ratele dobânzilor la depozite, cât și cele la credite au înregistrat scăderi în trimestrul analizat. Totodată, reducerea mai amplă a ratei dobânzii nominale la credite a dus la restrângerea *spread*-ului dintre ratele dobânzilor pasive și active, evoluție care semnalizează continuarea intensificării concurenței în sectorul bancar. Pe de altă parte, datorită reducerii anticipațiilor inflaționiste, corespondenții reali ai acestor dobânzi au rămas la nivele apropiate de cele din trimestrul anterior. Ca urmare, impactul ratelor dobânzilor practicate de băncile comerciale asupra activității economice și a inflației viitoare este nemodificat față de trimestrul IV 2006, ratele dobânzilor continuând să reflecte influența restrictivă a ratei dobânzii de politică monetară.

Pe ansamblu, în trimestrul I, ratele reale a dobânzilor la depozite și la credite s-au menținut la nivele apropiate de cele înregistrate în trimestrul anterior. În condițiile în care costul în lei al creditelor în valută s-a redus, impactul restrictiv al ratelor dobânzilor asupra excesului de cerere din trimestrele anterioare este ușor diminuat. Această relaxare este însă mai mult decât compensată de aprecierea reală a cursului de schimb, prin întărirea impactului restrictiv pe care acesta îl are asupra excesului de cerere prin intermediul canalului exportului net. Ca urmare, pe parcursul trimestrului I 2007, evoluția ratelor dobânzilor reale și a cursului de schimb determină o intensificare a presiunii cumulate restrictive pe care acestea o exercită asupra excesului de cerere și, implicit, asupra inflației din trimestrele viitoare.

1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

Scenariul de bază al proiecției curente prevede o evoluție descendentă a deviației PIB pe întreg intervalul considerat, având în vedere condițiile inițiale privind deviațiile PIB, a cursului real efectiv și a ratelor reale ale dobânzii, dinamica proiectată a condițiilor monetare reale, precum și ipotezele privind coordonatele politicii fiscale. Resortul principal al eliminării excesului de cerere până la începutul anului 2008 este

reprezentat de efectul restrictiv al ansamblului condițiilor monetare reale, un rol preponderent avându-l în acest sens nivelul prognozat al cursului real efectiv.

Comparativ cu proiecția precedentă, presiunile inflaționiste din partea cererii agregate sunt prevăzute a fi mai reduse la nivelul anului curent și mai ample la nivelul anului 2008. La începutul intervalului de proiecție, excesul de cerere este inferior celui din Raportul asupra inflației din luna februarie, ca urmare a înregistrării în trimestrul IV 2006 a unei creșteri economice inferioare prognozei⁷⁶ și a reconsiderării în sens descendent a prognozei pentru primul trimestru al anului curent. Similar proiecției anterioare, cea curentă prevede condiții monetare reale mai restrictive în perioada 2007-2008 față de anul 2006, compatibile cu eliminarea programată a excesului de cerere. Spre deosebire de proiecția anterioară însă, perspectiva unei întăriri de mai mică amploare a restrictivității condițiilor monetare reale în scenariul de bază curent este indusă de o inflație sensibil mai scăzută în trimestrul I 2007, de efectele favorabile ale acesteia asupra anticipațiilor, precum și de presiuni inflaționiste mai slabe pe termen scurt, reflectate într-un exces de cerere mai scăzut în primul trimestru al anului curent. Ca urmare, deficitele de cerere prognozate pentru anul 2008 sunt mai reduse față de cele din raportul anterior, la acestea contribuind și impactul mai expansionist al politicii fiscale din anul viitor, comparativ cu proiecția precedentă.

Revizuirea gradului de restrictivitate proiectat al condițiilor monetare reale pornește de la modificări ale impactului cursului real și al ratelor reale ale dobânzilor asupra cererii agregate. După modificările ratei dobânzii de politică monetară din primul trimestru al anului, datele preliminare pe primele două luni indică probabilitatea unei scăderi a ratelor nominale ale dobânzilor bancare și o îngustare a diferenței dintre dobânzile pasive autohtone și cele din zona euro, inclusiv datorită creșterii anticipate a ratei dobânzii EURIBOR. Conform relației de paritate a ratelor dobânzilor, la un diferențial de dobânzi în scădere, tendința prognozată de apreciere reală este mai puțin pronunțată pe termen scurt; pe termen mediu și lung, aprecierea reală este în continuare alimentată de intrările sustenabile de capitaluri străine și de menținerea unei creșteri mai rapide a productivității în raport cu țările din zona euro. Impactul restrictiv prognozat al aprecierii reale a leului prin canalul exporturilor nete este compensat parțial de efectele de avuție și bilanț ale aprecierii care sporesc în termeni relativi atractivitatea creditului în valută.

⁷⁶ Și într-o mai mică măsură revizuirii de către Institutul Național de Statistică a datelor statistice aferente PIB pentru anii 2005-2006.

Ca urmare a coborârii ratei inflației sub ținta centrală și a consolidării unor niveluri reduse ale inflației, temperarea preconizată a anticipațiilor inflaționiste presupune menținerea nivelului de restrictivitate a ratelor reale ale dobânzilor bancare, în ciuda reducerii așteptate a ratelor nominale⁷⁷.

În prima parte a intervalului de prognoză, efectul restrictiv al condițiilor monetare reale este compensat parțial de caracterul prociclic expansionist al politicii fiscale. Premisele de la care pornește evaluarea impactului acesteia sunt similare celor din proiecția anterioară, deficitele bugetare luate în considerare fiind de 1,7 la sută pentru 2006⁷⁸, de 2,8 la sută în 2007⁷⁹, 2,7 la sută în 2008⁸⁰. Din punctul de vedere al cererii agregate, aceste deficite au un impact expansionist pentru anul 2007 și neutru pentru anul 2008. În analiză a fost inclusă și estimarea impactului relațiilor financiare cu Uniunea Europeană⁸¹, sensul său de influență fiind de restrângere a deficitului fiscal în anul 2007 și de amplificare a acestuia în anul 2008. Impulsul transmis de politica fiscală asupra deviației PIB este similar celui estimat la Raportul din februarie pentru anul 2007, fiind mai puternic în anul 2008⁸².

⁷⁷ Rata reală a dobânzii este calculată ca diferență între rata nominală a dobânzii și rata anticipată a inflației. Rata anticipată a inflației din perioada curentă este rata anuală a IPC prognozată pentru trimestrul următor.

⁷⁸ Toate deficitele sunt calculate conform metodologiei curente de raportare a Ministerului Finanțelor Publice, care diferă de metodologia SEC95 utilizată în Programul de Convergență al României și luată în considerare de Comisia Europeană pentru evaluările periodice privind conformarea cu prevederile Tratatului de la Maastricht (așa-numita Procedură de Deficit Excesiv).

⁷⁹ Conform programului bugetar prezentat pentru acest an de MFP.

⁸⁰ Estimare BNR pe baza „Raportului privind situația macroeconomică pentru anul 2007” prezentat în Parlament de ministrul finanțelor publice odată cu proiectul de lege a bugetului pe anul 2007 și prin coroborare cu valoarea deficitului după metodologia SEC95 inclusă în Programul de Convergență.

⁸¹ Calculul acestui impact a avut la bază procentul de absorbție a fondurilor de preaderare din anul 2006 (aproximativ 42 la sută, calculat ca raport între fondurile plătite efectiv și fondurile programate prin buget la începutul anului), precum și coeficienții de absorbție pentru fondurile structurale raportați Comisiei Europene în primii doi ani după aderare de țările care s-au alăturat Uniunii Europene în 2004.

⁸² Aceasta se datorează estimării unui deficit ciclic (i.e. determinat de fluctuațiile PIB față de nivelul său potențial) mai mic al bugetului consolidat din anul 2008, comparativ cu proiecția anterioară. Aceasta se explică printr-o proiecție a deviației PIB superioară (în cazul de față o deviație negativă mai redusă), ceea ce implică un nivel mai ridicat al bazei de impozitare în anul 2008 față de aceeași referință, din care derivă încasări superioare la buget, respectiv un deficit ciclic inferior celui programat. Dat fiind că deficitul total este suma dintre deficitul ciclic și cel structural, menținerea la același nivel a țintei de deficit total pentru anul 2008, așa cum se presupune în scenariul de bază, în paralel cu un deficit ciclic mai redus implică un deficit structural mai mare. Întrucât deficitul structural reprezintă cea parte a deficitului total determinată discreționar de autoritatea fiscală, un nivel mai ridicat al acestuia semnifică un impact mai expansionist al politicii fiscale.

Ritmul anticipat al creșterii economice se menține alert, chiar dacă proiecția curentă prevede o decelerare în anul curent față de scenariul de bază din precedentul Raport asupra inflației: 6 la sută față de 6,4 la sută anterior. Ritmul mai lent din anul curent este cauzat de creșterea economică de 7,7 la sută înregistrată în anul trecut – inferioară previziunilor din ultimul Raport asupra inflației – și de revizuirea descendentă a anticipațiilor privind dinamica PIB din trimestrul I 2007. Pentru anul 2008, creșterea economică prognozată este superioară celei din proiecția anterioară – 4,9 la sută față de 4,2 la sută. Ipoteza privind creșterea PIB potențial este menținută la nivelul din proiecția precedentă.

Având în vedere efectul restrictiv al cursului real de schimb, anticipat să se mențină pe întreg intervalul de proiecție, dinamica exporturilor nete va continua să exercite un impact negativ asupra creșterii economice. Totuși, atenuarea preconizată a ritmului aprecierii reale a leului de-a lungul intervalului de proiecție, precum și eliminarea proiectată a excesului de cerere implică o reducere a diferenței dintre ritmurile de creștere ale exporturilor și importurilor de bunuri și servicii până la sfârșitul intervalului. Deși se mențin ridicate, ratele anticipate de creștere ale consumului privat se află într-o ușoară scădere față de valorile din anul trecut. Este de așteptat ca principalii factori determinanți ai dinamicii consumului să fie în continuare majorarea preconizată a venitului disponibil (inclusiv pe seama creșterii alocărilor către salarii și transferuri de la bugetul public), precum și creșterea rapidă a creditului de consum. În același timp însă, se anticipează că dinamica consumului va fi devansată, ca și în anii trecuți, de cea a formării brute a capitalului, un spor substanțial al acesteia din urmă fiind în continuare susținut de: (i) menținerea creșterii alerte din sectorul construcțiilor, în condițiile unei piețe imobiliare efervescente și ale începerii/continuării proiectelor de infrastructură programate, (ii) înregistrarea unor fluxuri substanțiale de investiții străine directe (inclusiv sub forma profitului reinvestit al companiilor cu capital străin deja prezente în România), precum și (iii) utilizarea de către o serie de firme cu capital autohton a fondurilor proprii de care dispun pentru dezvoltarea propriilor afaceri. Ultimele două tendințe sunt impulsionate de potențialul ridicat de creștere a cifrelor de afaceri și a nivelului de profitabilitate.

1.4. Riscuri și incertitudini asociate proiecției

Scenariul referitor la evoluția viitoare a inflației, detaliat în secțiunile premergătoare, reprezintă varianta considerată a avea cea mai mare probabilitate de realizare, date fiind informațiile disponibile în prezent. Pentru a completa evaluarea ansamblului

condițiilor macroeconomice, cu ocazia fiecărui ciclu de prognoză se ia în considerare o serie de factori de risc ce pot cauza abaterea semnificativă a inflației de la traiectoria de bază. Cei mai relevanți factori de risc pentru proiecția curentă sunt:

- necorelarea creșterilor salariale cu creșterea productivității;
- parametrii de execuție ai politicii fiscale, posibil să fie afectați și de incertitudinea ce caracterizează mediul politic actual;
- dinamica deficitului de cont curent și modul în care se vor propaga în economie efectele unei eventuale ajustări a acesteia;
- oscilații pe piețele valutare și monetară provocate de eventuale schimbări de percepție ale investitorilor referitoare la perspectivele economiei naționale;
- gradul ridicat de incertitudine asociat unor componente ale IPC caracterizate de o dependență de condițiile climaterice, cum este cazul legumelor, fructelor și al altor produse agroalimentare;
- variații bruște și ample ale prețurilor internaționale ale țiteiului și ale gazelor naturale;
- abateri de la calendarul provizoriu de ajustare a prețurilor administrate;
- subestimarea presiunilor dezinflaționiste, în special în cazul produselor alimentare, dată fiind intensificarea climatului concurențial odată cu aderarea la UE, precum și investițiilor substanțiale realizate în sectorul comerțului cu amănuntul.

La orizontul proiecției curente, creșterea salariilor peste sporul de productivitate reprezintă un important risc de abatere a inflației de la traiectoria prognozată. Condițiile încordate de pe piața muncii, datorate inclusiv impactului fenomenului de migrație a forței de muncă, sugerează menținerea unui ritm alert de creștere a salariilor și în anul curent. Fiind o componentă importantă a costurilor agenților economici, salariile pot înregistra creșteri semnificative fără a genera presiuni inflaționiste doar dacă aceste creșteri nu se îndepărtează sensibil de evoluția productivității. Astfel, agenții economici își recuperează cheltuielile mai ridicate cu forța de muncă fie dintr-o creștere a randamentului acestui factor de producție, fie din creșterea prețurilor produselor sau serviciilor lor. Sectorul public nu operează cu aceleași constrângeri, iar creșterile salariale acordate din bugetul public se pot reflecta în revenirea unor majorări salariale și în sectorul privat. Cu cât sunt mai mari creșterile salariale acordate segmentului bugetar al forței de muncă, cu atât este mai mare riscul ca majorările

acordate salariaților de către agenții economici să nu își găsească un corespondent în dinamica productivității.

Nivelul efectiv la care se va situa deficitul bugetului general consolidat în cei doi ani de prognoză, ca și modul de repartizare a cheltuielilor bugetare între destinații aferente consumului, respectiv investițiilor, reprezintă în continuare incertitudini consistente pentru proiecția macroeconomică. În anii anteriori, autoritățile au manifestat un grad ridicat de prudență, înregistrând o supraproperformanță la sfârșitul anului relativ la deficitul planificat. Rezultatul execuției bugetare din primele două luni ale acestui an și mai ales cel din luna februarie sugerează însă că tiparul de acumulare de excedente bugetare pe parcursul anului ar putea fi întrerupt. În condițiile în care o asemenea modificare nu este justificată integral de eșalonarea mai echilibrată a cheltuielilor bugetare în cadrul anului, ci și de încasări bugetare mai reduse, implicația posibilă este ca deficitul programat să fi fost subestimat în raport cu cheltuielile planificate⁸³. În același timp, tensiunile politicii actuale și perspectiva apropiată a unei perioade electorale pun problema unei posibile relaxări sporite a politicii fiscale pentru acest an, în raport cu scenariul actual. Chiar și în condițiile respectării actualului program bugetar pentru anul 2007, persistența unei politici expansioniste în actualele condiții de exces de cerere ar putea duce la amplificarea riscurilor pe termen mediu. În acest sens trebuie avute în vedere nivelul încă redus al veniturilor bugetare ca pondere în PIB și opțiunile relativ limitate de mărire a acestuia în condițiile actuale, coroborat cu presiunile ridicate și relativ inflexibile la o posibilă încetinire a creșterii economice asupra cheltuielilor bugetare. Acestea din urmă sunt legate printre altele de: implementarea pilonului doi al sistemului de pensii, necesarul de finanțare a unor proiecte de infrastructură și de cofinanțare a proiectelor sprijinite prin fonduri europene, continuarea reformelor în sistemele de educație și de sănătate, contribuția obligatorie la bugetul UE, despăgubirile legate de Fondul Proprietatea etc.

Amplificarea semnificativă a deficitului de cont curent din ultimul an implică un semn de întrebare cu privire la evoluția viitoare a acestuia și asupra implicațiilor pe care aceasta le-ar putea avea la nivelul ansamblului variabilelor macroeconomice. Pe de o parte, menținerea caracteristicilor factorilor care au dus

⁸³ Datele preliminare indică un excedent bugetar de 0,12 la sută din PIB cumulat în primele două luni ale anului. Mai relevante pentru prognoza execuției bugetare din acest an sunt însă încasările din luna februarie, care reflectă condițiile de impozitare aferente anului 2007, modificările survenite față de anul 2006 fiind legate de adaptarea Codului fiscal la legislația și practica UE din domeniu. Datele operative pentru a doua lună a anului indică un deficit de circa 0,48 la sută din PIB, cauzat în principal de încasările sub așteptări de la capitolul impozite indirecte.

la creșterea deficitului (în principal excesul de cerere, aprecierea peste trend a monedei naționale și intrările importante de capital străin) indică perspectiva menținerii acestuia la cote ridicate, cel puțin pe termen scurt. În același timp, însă, este puțin probabil ca deficitul contului curent să rămână la acest nivel pe termen lung. Trăsătura dominantă a evoluției pe termen mediu a contului curent se anticipează a fi așadar una de convergență către un sold negativ mai redus. Viteza și amploarea acestui proces sunt însă mai dificil de anticipat, acestea depinzând de rolul jucat în acest proces de o serie de factori situați în afara influenței politicii monetare, ca de exemplu:

- capacitatea de adaptare a sectorului de export la cerințele pieței comune și de valorificare a investițiilor realizate la acest nivel de-a lungul timpului;
- gradul de mobilitate a factorilor de producție (în special a forței de muncă), ca și gradul de flexibilitate ce caracterizează prețurile acestora;
- eficiența utilizării capitalului în cadrul economiei, inclusiv a transferurilor lucrătorilor români în străinătate;
- necesarul de finanțare a sectorului public și compoziția cheltuielilor publice;
- gradul de atractivitate a pieței românești pentru investitorii străini etc.

Pentru o economie deschisă cum este cea a României, cursul de schimb al leului are o influență semnificativă asupra inflației, atât în mod direct prin intermediul prețurilor de import, cât și prin canalul exportului net. Aprecierea reală și nominală din ultimii ani a fost favorizată de conjunctura de pe piețele internaționale, caracterizată de un nivel ridicat al apetitului pentru risc al investitorilor și de o percepție în continuă ameliorare a pieței în legătură cu perspectivele economiei românești, aceasta din urmă formalizată prin tendința neîntreruptă de îmbunătățire a *rating*-ului suveran acordat de agențiile de specialitate României. Pentru perioadele viitoare, persistența acestor două situații conjuncturale este supusă incertitudinii. Pe de o parte, în rândul analiștilor de pe piețele internaționale există o diversitate de opinii cu privire la menținerea unei percepții favorabile a investitorilor cu privire la țările cu piețe emergente. Episodul de depreciere a monedelor acestor țări din primăvara-vara anului 2006 este un exemplu recent pentru rapiditatea cu care se poate produce o schimbare de sentiment a unei mase critice a investitorilor și impactul pe care aceasta o poate avea asupra cotațiilor unor monede naționale. Pe de altă parte, situația internă a României prezintă la rândul său incertitudini cu privire la ritmul în care se vor continua reformele structurale menite să valorifice potențialul

de creștere a economiei. O oarecare stare de îngrijorare a analiștilor economici internaționali a fost dezvăluită în acest sens cu ocazia revizuirii în sens descendent de către Standard&Poor's a perspectivei de modificare a *rating*-ului suveran al României de la „pozitiv” la „stabil”.

În pofida unui control mai mare exercitat de autorități asupra evoluției lor în raport cu prețurile libere, prognoza prețurilor administrate este îngreunată de lipsa unui program sau a unor criterii transparente pentru modificarea acestora care să fie asumat de Guvern cu privire la perioadele viitoare. Riscurile de depășire a traiectoriei anticipate asociate dinamicii acestei componente a IPC în cadrul ciclului curent de prognoză sunt mai pronunțate pe termen mediu decât într-o perspectivă mai apropiată, dat fiind puternicul impact social pe care creșterea substanțială a prețurilor administrate l-ar avea într-o perioadă sensibilă din punct de vedere electoral.

Prețurile unui număr de produse cu ponderi importante în coșul de consum al populației sunt dependente de evoluții a căror prognoze depășesc sfera economicului. Astfel, dată fiind influența condițiilor climaterice asupra ofertei de legume și fructe, acestea sunt o sursă permanentă de risc pentru proiecția inflației. Prognoza prețurilor la țiței și gaze naturale este de asemenea grevată de incertitudini ce țin de factori exogeni proiecției, evenimente de ordin geopolitic putând provoca oricând abaterea acestora de la coordonatele scenariului de bază.

Evoluția prețurilor produselor alimentare a surprins în 2006 printr-o contribuție semnificativă la procesul de dezinflație, decelerarea ritmului lor anual de creștere fiind doar parțial explicată de înregistrarea unei producții agricole bune. Unul din factorii care ar putea determina o traiectorie a ratei inflației semnificativ mai mică decât cea prognozată în ciclul curent de proiecție este intensificarea competiției atât între producătorii interni și cei din Uniunea Europeană, cât și cea care ar putea să urmeze investițiilor substanțiale realizate în sectorul comerțului cu amănuntul de către marile lanțuri de profil. Într-un anumit sens, cele două aspecte sunt corelate, prin prisma faptului că puterea de negociere a celor din urmă poate accentua competiția pe bază de costuri dintre producători, acest argument fiind cu atât mai relevant cu cât produsele importate au un avantaj competitiv semnificativ dacă prețurile lor reflectă aprecierea cursului de schimb.

2. Evaluarea de politică monetară

În primul trimestru al anului 2007, procesul dezinflației a continuat într-un ritm sensibil mai rapid decât se anticipase în *Raportul asupra inflației* din luna februarie, rata anuală a inflației coborând în martie la nivelul de 3,66 la sută – inferior cu peste 1,2 puncte procentuale celui consemnat în decembrie 2006 și cu 0,34 puncte procentuale valorii centrale a țintei de inflație stabilite pentru decembrie 2007. Scăderea amplă a ritmului anual de creștere a prețurilor de consum s-a datorat, în principal, dezinflației consemnate în acest interval de componenta prețurilor administrate, precum și deflației prețurilor volatile care s-a accelerat pe fondul reducerii prețului combustibililor, dar și al majorării valorii negative a ratei anuale de creștere a prețurilor legumelor și fructelor. O contribuție semnificativă la decelerarea inflației și-a adus-o în acest trimestru și componenta sa de bază CORE2 ajustat. Scăderea cu 0,2 puncte procentuale a ratei anuale a acesteia a reflectat, în principal, impactul exercitat asupra evoluției prețurilor – inclusiv prin intermediul ameliorării anticipațiilor inflaționiste – de sporirea în perioada anterioară a gradului de restrictivitate a condițiilor monetare, mai ales prin amplificarea aprecierii leului față de principalele monede. Coroborat cu aceasta din urmă s-au manifestat și au fost receptate la nivelul ratei inflației CORE2 și implicațiile favorabile ale aderării României la UE induse atât prin intermediul inflației scăzute din zona euro, cât și prin plusul de concurență adus sectorului comerțului cu amănuntul.

Pornind de la aceste date inițiale, actualizarea prognozei evoluțiilor indicatorilor macroeconomici relevă o ameliorare sensibilă, comparativ cu exercițiul anterior, a perspectivei inflației în prima parte a orizontului de transmisie a politicii monetare. Alte premise importante ale îmbunătățirii traiectoriei inflației proiectate pe termen scurt le reprezintă: (i) înjumătățirea comparativ cu nivelul prognozat anterior a valorii excedentului de cerere înregistrat în trimestrul IV 2006 și scăderea față de aceeași referință a deviației pozitive a PIB estimate pentru trimestrul I 2007; (ii) revizuirea descendentă a amplitudinii prognozate a ajustărilor de prețuri administrate și a dinamicii prețurilor volatile ale unor produse alimentare; (iii) continuarea trendului de îmbunătățire a anticipațiilor inflaționiste pe fondul manifestării durabilității dezinflației accelerate. În a doua parte a orizontului de prognoză, inflația proiectată se reînscrisie, însă, pe parcursul a câteva trimestre pe un trend ușor ascendent, valorile proiectate fiind relativ similare celor din prognoza precedentă; determinanții majori ai acestui trend sunt ajustările de prețuri administrate și de impozite indirecte prevăzute a fi efectuate de-a lungul acestei perioade, dar și relativa înrăutățire

temporară așteptată a se produce la nivelul anticipațiilor inflaționiste și al inflației importate.

Evaluarea ipotezelor și implicațiilor prognozei revizuite pune în evidență potențialul inflaționist încă ridicat al unor factori ce vor continua să acționeze de-a lungul orizontului de transmisie al politicii monetare. Din perspectiva obiectivului fundamental al băncii centrale, cel mai semnificativ risc îl reprezintă, atât pe termen scurt, cât mai ales pe orizontul mai îndepărtat al proiecției, persistența până la finalul anului 2007 a *gap*-ului pozitiv al PIB, deși valorile sale prognozate pentru primele trei trimestre ale anului sunt inferioare celor proiectate anterior. Acestuia i se alătură perspectiva prelungirii dinamicii excesive a absorbției interne și implicit a continuării adâncirii deficitului de cont curent asociată și cu menținerea ritmului înalt de creștere a datoriei externe, evoluții considerate a fi de natură să inducă riscuri suplimentare din perspectiva sustenabilității dezinflației și a asigurării pe termen mediu a stabilității prețurilor.

În actualul context, este de așteptat ca expansiunea componentei interne a cererii agregate să fie impulsionată, în principal, de politica fiscală și de cea a veniturilor, a căror relaxare – inițiată deja – se anticipează a se accentua pe parcursul următoarelor trimestre. Relaxarea politicii veniturilor în acest an se prefigurează a fi amplă în condițiile în care chiar din luna februarie ritmul anual de creștere a câștigurilor salariale nominale brute pe ansamblul economiei a atins un nivel de aproape 20 la sută. Un motiv de preocupare îl constituie faptul că această dinamizare consistentă s-a datorat nu doar substanțialelor majorări salariale operate în sectorul bugetar, ci și unei evoluții comparabile a câștigurilor salariale din sectorul privat; în plus, în anumite ramuri, incluzând industria, această evoluție s-a corelat doar parțial cu amplitudinea creșterilor de productivitate, costul unitar al forței de muncă înregistrând, astfel, valori superioare mediei trimestrului anterior.

Capacitatea companiilor de a spori în continuare salariile într-un ritm superior creșterii productivității muncii și de a repercuta asupra prețurilor majorările de costuri unitare cu forța de muncă este considerată a fi însă restricționată – în cazul întreprinderilor mici și mijlocii, precum și în cazul celor exportatoare – de gradul înalt de concurență al piețelor pe care acestea activează. În schimb, pe segmentele economiei în care continuă să se manifeste o cerere excedentară și care, probabil se confruntă cu un deficit de forță de muncă, majorarea substanțială a câștigurilor salariale ar putea antrena efecte inflaționiste prin intermediul costurilor. Și în cazul acestor segmente, unii angajatori ar putea, însă, compensa majorarea costurilor unitare cu forța de muncă prin reducerea marjelor și a profiturilor

întreprinderilor, comportament care s-ar putea extinde pe măsura restrângerii proiectate a deviației pozitive a PIB de la nivelul său potențial.

Din perspectiva creșterilor ample de salarii produse deja în acest an și a impactului așteptat a fi exercitat de acestea asupra cererii de consum al populației – în virtutea evoluțiilor anterioare, dar și a rezultatelor sondajelor privind evoluția viitoare a activității de comerț – dinamica medie anuală negativă înregistrată de volumul cifrei de afaceri pentru comerțul cu amănuntul în primele două luni ale anului 2007 este cel puțin surprinzătoare. În ipoteza absenței unei explicații de natură strict statistică a acestei evoluții, ea ar putea sugera producerea unei schimbări bruște și de proporții în comportamentul de consum al populației; această interpretare pare a fi susținută doar de o parte din datele furnizate de statistica monetară și anume de cele referitoare la accelerarea creșterii depozitelor bancare ale populației, în sens opus indicând, însă, menținerea dinamicii reale anuale a creditului de consum pe un trend ușor ascendent.

Pe deasupra, probabilitatea prelungirii potențialelor noi caracteristici ale consumului populației este considerată a fi redusă datorită previzibilei mențineri a dinamicii înalte a venitului disponibil al acestui segment – susținută consistent și de volumul remiterilor din străinătate –, precum și datorită absenței unei rațiuni economice care ar putea justifica producerea în contextul actual a unui asemenea recul al consumului, ipoteză, de altfel, susținută și de experiența altor economii care parcurg un proces de convergență reală. Excepție o poate face situația în care populația și-ar modifica substanțial opțiunea în favoarea sporirii economiilor pe care să le destineze achiziționării de active imobiliare, potențiale indicii ale conturării unei asemenea tendințe putând fi considerate accelerarea înregistrată de creșterea depozitelor bancare ale populației, precum și dinamizarea creditelor imobiliare și ipotecare denominate în valută; este posibil ca aceste evoluții să fi fost, într-o oarecare măsură, stimulate, pe de o parte, de relativa ameliorare a condițiilor de creditare ca urmare a eliminării limitei impuse instituțiilor de credit privind gradul de concentrate a expunerilor din creditele în valută și, pe de altă parte, de anunțarea anulării în martie a restricțiilor prudentiale impuse anterior de BNR la acordarea de împrumuturi imobiliare, gradul lor de persistență fiind, însă, incert.

În aceste condiții, se apreciază a fi mult mai probabilă o plasare a dinamicii anuale viitoare a consumului privat pe o traiectorie doar modest descrescătoare, care să fie însoțită însă de menținerea sau chiar majorarea ușoară a ritmului de creștere a formării brute de capital fix. Perspectiva consolidării, pe acest

fond, a contribuției aduse de investițiile în capital fix la creșterea economică este considerată a fi benefică pentru asigurarea sustenabilității dezinflației pe termen mediu, în condițiile în care, deși generează în primă fază presiuni ale cererii, acestea sunt urmate cu un anumit *lag* de efecte favorabile exercitate asupra ofertei, inclusiv asupra concurenței. Un alt aspect favorabil din perspectiva creșterii PIB potențial relevat în acest context îl constituie majorarea recentă și posibil în perspectivă a ponderii deținute de cheltuielile destinate re tehnologizării în formarea brută de capital fix; cu toate acestea, investițiile în construcții și în infrastructură – ale căror efecte se transmit cu un *lag* mai mare, sau în mai mică măsură asupra ofertei – vor continua să fie dominante. Este de remarcat, totodată, faptul că o mare parte din noile tehnologii au fost și vor continua să fie importate, ceea ce „legitimează” cel puțin parțial fenomenul de adâncire a deficitului balanței comerciale, în condițiile în care acesta este substanțial alimentat de procesul de *catching-up* al economiei românești. Pe deasupra, în ipoteza în care aceste re tehnologizări sunt finanțate prin investiții străine directe, ele pot fi însoțite de metode performante de management care să amplifice – prin intermediul creșterii mai consistente a productivității muncii – impactul pozitiv exercitat asupra ofertei.

În ceea ce privește traiectoria viitoare a ratei de schimb a leului, se consideră că probabilitatea ca aceasta să reflecte doar parțial evoluția fundamentelor economice, precum și riscurile la adresa dezinflației ce ar decurge din aceasta s-au diminuat într-o oarecare măsură, în condițiile în care în perioada scursă de la aderarea României la UE, efectul de anticipație exercitat de acest moment asupra cursului de schimb pare a se fi cvasi-epuizat. În același timp, însă, se constată o creștere a gradului de corelare a evoluției pe intervale scurte de timp a cursului de schimb leu/euro cu cele ale cursurilor majorității monedelor din regiune – confirmare a intrării cursului de schimb al leului în sfera de influență a fluxurilor de capital volatil ce vizează piețele emergente; această relativă vulnerabilitate a cursului de schimb al leului, potențată și de persistența excedentului global de lichiditate, precum și de caracterul volatil și imprecizabil al apetitului pentru risc al investitorilor justifică menținerea preocupării pentru diminuarea stimulentelelor suplimentare pe care le oferă capitalului volatil piața financiară internă.

Evaluarea de către Consiliul de administrație al BNR a contextului macroeconomic actual și a proiecției pe termen mediu a acestuia a pus în evidență o sensibilă ameliorare, comparativ cu proiecția anterioară, a perspectivelor inflației în prima parte a orizontului de transmisie a politicii monetare. În același timp, însă, s-a relevat faptul că potențialul inflaționist al unor factori ce vor continua să acționeze de-a lungul orizontului de prognoză este încă ridicat. Principalele riscuri la adresa

sustenabilității dezinflației și a asigurării pe termen mediu a stabilității prețurilor sunt considerate a fi persistența până la finalul anului 2007 a *gap*-ului pozitiv al PIB, precum și posibila continuare a adâncirii deficitului de cont curent ca efect al prelungirii dinamicii excesive a absorbției interne. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința sa din data de 2 mai dedicată politicii monetare să reducă cu 0,25 puncte procentuale rata dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 7,25 la sută pe an și să continue să exercite un control asupra lichidității adecvat condițiilor de pe piețele financiare. Totodată, pentru a consolida restrictivitatea condițiilor monetare în sens larg, Consiliul de administrație al BNR a hotărât să mențină austeritatea mecanismului rezervelor minime obligatorii, continuând procesul de ajustare a bazei de calcul a acestora în spiritul practicilor similare ale băncilor centrale membre ale SEBC. În același timp, Consiliul de administrație al BNR a apreciat ca fiind necesară continuarea monitorizării atente a evoluției creditului neguvernamental și a prețurilor principalelor categorii de active, inclusiv a celor imobiliare, astfel încât să poată fi sesizate și contracarate prompt prin acțiuni de politică monetară potențialele evoluții nefavorabile din perspectiva dezinflației, în condițiile în care se prefigurează drept necesară o contribuție a tuturor componentelor *mix*-ului de politici macroeconomice la asigurarea continuării sustenabile a procesului de dezinflație.