



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

August 2008

anul IV, nr. 13

Serie nouă

NOTĂ

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

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

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

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

Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București

Cuvânt înainte

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost finalizat în data de 29 iulie 2008 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 31 iulie 2008.

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

Lista abrevierilor

AIE	Administrația pentru Informații privind Energia (din cadrul Departamentului Energiei al SUA)
AMIGO	Ancheta asupra forței de muncă în gospodării
ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BVB	Bursa de Valori București
CD	Certificate de depozit
COICOP	Clasificarea Consumului Individual pe Destinații
CNP	Comisia Națională de Prognoză
CRB	Centrala Riscurilor Bancare
DAE	Dobânda Anuală Efectivă
EUROSTAT	Oficiul de Statistică al Comunităților Europene
FBCF	Formarea brută de capital fix
FED	Sistemul Rezervelor Federale ale SUA
FMI	Fondul Monetar Internațional
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i> (Comisia Federală a Operațiunilor de Piață)
IAPC	Indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	Indicele prețurilor de consum
IPPI	Indicele prețurilor producției industriale
IVU	Indicele Valorii Unitare
MEF	Ministerul Economiei și Finanțelor
MMFES	Ministerul Muncii, Familiei și Egalității de Șanse
ON	<i>Overnight</i>
RMO	Rezerve minime obligatorii
SEC	Sistemul European de Conturi
VAB	Valoarea Adăugată Brută
1W	O săptămână
12M	12 luni

Cuprins

I. SINTEZĂ.....	7
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI.....	11
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	14
1. Cererea și oferta	14
1.1. Cererea.....	14
1.2. Oferta.....	20
2. Piața muncii.....	21
2.1. Forța de muncă	21
2.2. Venituri.....	22
3. Prețurile de import și prețurile de producție.....	23
3.1. Prețurile de import.....	23
3.2. Prețurile de producție	24
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	27
1. Politica monetară	27
2. Piețe financiare și evoluții monetare	30
2.1. Ratele dobânzilor.....	31
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital.....	33
2.3. Moneda și creditul	35
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	39
1. Scenariul de bază al proiecției	40
1.1. Proiecția inflației	40
1.2. Presiuni exogene asupra inflației.....	44
1.3. Presiuni din partea cererii agregate.....	46
1.4. Riscuri și incertitudini asociate proiecției.....	51
2. Evaluarea de politică monetară	56

I. SINTEZĂ

Evoluția inflației și cauzele acesteia

În luna iunie a anului curent, rata anuală a inflației a atins nivelul de 8,61 la sută, similar celui din luna martie (8,63 la sută), ceea ce confirmă previziunile anterioare ale BNR privind stoparea în trimestrul II 2008 a tendinței de creștere a inflației care s-a manifestat cu începere din trimestrul II 2007.

În timp ce factorii de natura ofertei au exercitat influențe divergente asupra creșterii prețurilor, presiunea cererii agregate a fost defavorabilă dezinflației, ceea ce explică în mare măsură creșterea în continuare, în iunie față de martie 2008, a ratei inflației de bază CORE2.

Principala sursă de efecte dezinflaționiste a fost încetinirea substanțială în trimestrul II a creșterii prețurilor administrate și a celor volatile ale unor mărfuri alimentare (legume, fructe, ouă). Efecte de sens contrar au provenit din partea prețurilor alimentelor procesate incluse în indicele CORE2 cu o pondere de circa 38 la sută, care au înregistrat creșteri anuale mai rapide în același trimestru comparativ cu cel precedent, reflectând presiunile acumulate pe piața agroalimentară. De asemenea, a avut loc o accelerare semnificativă a creșterii prețurilor combustibililor, datorită evoluției puternic ascendente a prețului internațional al petrolului.

În perioada ianuarie-mai 2008, a continuat creșterea costului unitar cu forța de muncă, generată de tensiunile existente pe piața muncii. Efectele inflaționiste provenite din această sursă se transmit atât prin presiunea costurilor asupra prețurilor, cât și prin cea a salariilor asupra excesului de cerere.

Persistența efectelor cumulate ale șocurilor inflaționiste produse pe parcursul ultimelor patru trimestre a determinat creșterea continuă a anticipațiilor privind inflația, generând și în cursul trimestrului II efecte propagate asupra inflației CORE2.

Accelerarea puternică a creșterii economice în trimestrul I 2008 (până la 8,2 la sută) a condus la amplificarea semnificativă a presiunilor din partea excesului de cerere, care au contribuit la majorarea inflației CORE2 în trimestrul II. Expansiunea rapidă a PIB a fost determinată de accelerarea creșterii investițiilor și a consumului final al populației, susținută de dinamica alertă a veniturilor proprii ale firmelor și populației și a creditului acordat sectorului privat, precum și de avansul semnificativ al cheltuielilor bugetare din prima parte a anului. Majorarea ponderii acoperite prin importuri a cererii interne a condus la amplificarea contribuției negative a cererii externe nete la creșterea economică, în pofida unei dinamici accelerate a exporturilor.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

În urma analizării celor mai recente evoluții macroeconomice, a proiecției din luna mai a inflației și a riscurilor asociate acesteia, Consiliul de administrație al BNR a decis pe data de 6 mai 2008 majorarea ratei dobânzii de politică monetară până la nivelul de 9,75 la sută.

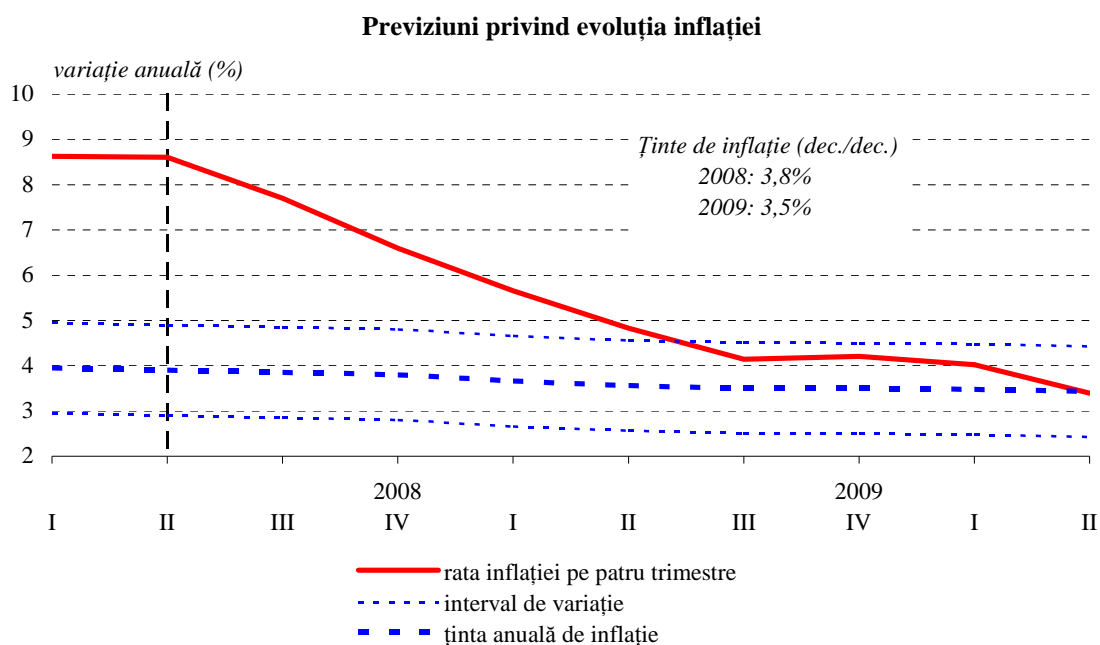
În perioada următoare acestei decizii, semnale de deteriorare în continuare a perspectivelor pe termen scurt ale inflației au provenit în special din partea dinamicilor alerte ale câștigurilor salariale și creditului acordat sectorului privat, a evoluției prețului petrolului și a informațiilor privind majorările preconizate ale prețurilor administrate (mai ales ale celor la gaze naturale și energie electrică) și accizelor. Publicarea datelor statistice referitoare la creșterea economică pe trimestrul I a confirmat materializarea unor factori de risc menționați în raportul anterior, referitori la amplificarea și persistența presiunilor inflaționiste din partea excesului de cerere.

Răspunsul Consiliului de administrație al BNR la aceste evoluții a fost o nouă majorare a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 10 la sută, în ședința din 26 iunie 2008. Decizia a avut drept scop menținerea unei restrictivități adecvate a politicii monetare, care să evite deteriorarea în continuare a anticipațiilor privind inflația și să limiteze presiunile inflaționiste din partea cererii agregate.

În tot cursul acestei perioade, BNR a gestionat ferm lichiditatea de pe piața monetară, menținând astfel rata medie a dobânzii de pe piața monetară interbancară în imediata apropiere a ratei dobânzii de politică monetară.

Perspectivile inflației

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației la sfârșitul anului 2008 la nivelul de 6,6 la sută, cu 0,6 puncte procentuale peste cel prognozat în *Raportul asupra inflației* din luna mai. Pentru 2009, inflația proiectată la finele anului se situează cu 0,7 puncte procentuale peste cea prognozată anterior (4,2 la sută față de 3,5 la sută).



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

Sursa: INS, calcule BNR

Revizuirea în sus a inflației prognozate se datorează unor influențe nefavorabile, comparativ cu proiecția anterioară, generate de presiuni mai ample din partea excesului de cerere, amplificate

de accelerarea creșterii PIB în trimestrul I 2008 și susținute în continuare de dinamica alertă a salariilor din sectorul bugetar și de majorările preconizate ale pensiilor. Alte influențe nefavorabile includ scenarii mai pesimiste privind creșterile prețurilor administrate și ale combustibililor și anticipații inflaționiste mai ridicate. Aceste influențe sunt doar parțial compensate de proiecții mai favorabile ale dinamicii prețurilor de import și a prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare.

Majorările succesive ale ratei dobânzii de politică monetară cu începere din luna octombrie 2007 au acționat sistematic în sensul întăririi într-o manieră adecvată a restrictivității condițiilor monetare reale. Acest efect a fost atenuat parțial de creșterea anticipațiilor inflaționiste, pe fondul materializării unora dintre riscurile enunțate în rapoartele anterioare, cu precădere accelerarea dinamicii veniturilor disponibile pentru consum ale populației și a cheltuielilor bugetare în prima parte a anului curent. Majorările dobânzii au acționat însă la rândul lor în sensul temperării dinamicii anticipațiilor. Este de așteptat o ancorare a acestora la o traiectorie descendentă cu începere din trimestrul III 2008, odată cu reluarea procesului dezinflaționist, care este condiționată însă de menținerea celorlalte componente ale *mix*-ului politicilor macroeconomice (fiscală, a veniturilor) în coordonatele presupuse de scenariul de bază. Aceasta va permite amplificarea treptată a restrictivității condițiilor monetare reale, mai accentuată pe parcursul anului următor, facilitând eliminarea graduală a excesului de cerere în a doua parte a anului 2009. Alături de epuizarea efectelor propagate ale șocurilor inflaționiste anterioare, eliminarea presiunilor inflaționiste din partea cererii agregate va contribui la consolidarea dezinflației către sfârșitul intervalului de prognoză.

Scenariul de bază al proiecției actuale este grevat, comparativ cu cele din rundele anterioare de prognoză, de incertitudini sporite legate atât de coerența politicilor macroeconomice în contextul perioadei electorale, cât și de persistența tensiunilor pe piețele internaționale. Riscuri semnificative de situare a traiectoriei viitoare a inflației peste cea prognozată sunt asociate unor posibile evoluții nefavorabile precum: continuarea creșterii salariilor în exces față de cea a productivității muncii, lipsa de coordonare a politicii fiscale și a celei a veniturilor cu politica monetară, reluarea deprecierei monedei naționale ca urmare a unor șocuri generate pe piețele internaționale, deteriorarea suplimentară a așteptărilor agenților economici privind inflația.

Alte riscuri relevante în proiecția curentă se referă la incertitudini privind evoluția în viitor a prețului petrolului pe piețele internaționale, acesta având un impact important asupra dinamicii prețurilor agregate atât prin ponderea deținută de produsele petroliere în coșul de consum, cât și prin efectele de ordinul doi ale modificărilor prețului acestei materii prime, inclusiv asupra anticipațiilor. În timp ce proiecția curentă se bazează pe ipoteza unui preț internațional al petrolului de 140 USD/baril, incertitudinile privind creșterea economică în SUA și alte state membre OCDE de-a lungul orizontului de prognoză generează posibilitatea unor evoluții ale prețului petrolului în ambele direcții față de nivelul luat în calcul la configurarea proiecției. Semnificative sunt și implicațiile unor ajustări ale prețurilor administrate mai ample decât cele preconizate în prezent. Aplicarea unui set coerent de politici macroeconomice ferme ar elimina riscul legat de derapajul acestora și ar fi în măsură să diminueze probabilitatea materializării unora dintre celelalte riscuri.

Decizia de politică monetară

Având în vedere coordonatele prognozei actualizate a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu, precum și predominanța în cadrul balanței riscurilor asociate acesteia a factorilor care ar putea accelera inflația, Consiliul de administrație al BNR a decis majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 10,25 la sută, alături de continuarea gestionării ferme a lichidității de pe piața monetară prin intermediul operațiunilor de piață. Totodată, pentru a consolida restrictivitatea condițiilor monetare în sens larg, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea nivelului actual al ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, celor în valută ale instituțiilor de credit. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reafirmat hotărârea sa de a orienta ferm politica monetară în direcția contracarării presiunilor inflaționiste ale cererii și ancorării anticipațiilor inflaționiste, subliniind, totodată, necesitatea creșterii sprijinului acordat acesteia de celelalte componente ale *mix*-ului de politici macroeconomice, precum și de reformele structurale.

II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

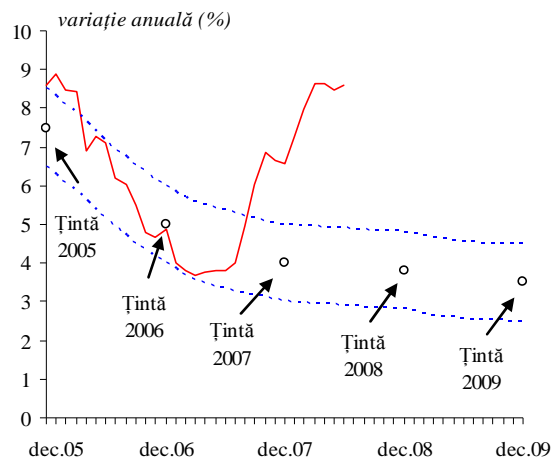
În trimestrul II 2008, rata anuală a inflației a continuat să evolueze în afara intervalului de variație de ± 1 punct procentual corespunzător țintei de 3,8 la sută stabilite pentru anul curent, nivelul de 8,61 la sută atins la finele perioadei fiind similar celui înregistrat în luna martie. Factorii de influență au inclus și de această dată tensiunile acumulate pe piața agroalimentară, traiectoria pronunțat ascendentă a prețului internațional al petrolului și efectul de bază nefavorabil generat de inflația scăzută din prima jumătate a anului 2007. Persistența excesului de cerere, alimentat de menținerea dinamicii alerte a veniturilor populației, precum și înrăutățirea anticipațiilor inflaționiste au oferit din nou un mediu propice propagării șocurilor de natura ofertei în prețurile de consum. În acest context, inflația de bază și-a păstrat tendința constant ascendentă din ultimele patru trimestre, atingând 8,1 la sută în iunie 2008.

Accentuarea mișcării ascendente a prețului combustibililor (cu 2,1 puncte procentuale în termeni anuali) și accelerarea inflației de bază (cu 1,2 puncte procentuale) au constituit principalele evoluții care au menținut nivelul ridicat al inflației totale. Contrar ultimelor două trimestre, în care a reprezentat o sursă importantă de presiune, dinamica prețurilor produselor alimentare cu prețuri volatile a decelerat cu 4,6 puncte procentuale, nivelul satisfăcător al noii recolte permițând ameliorarea ofertei.

În absența corecțiilor aplicate periodic prețurilor la energie, prețurile administrate au avut o evoluție moderată, variația anuală plasându-se semnificativ sub medie. Frânarea ritmului de creștere cu 3,1 puncte procentuale s-a datorat în esență dispariției efectului de bază generat de ajustările aplicate în aprilie-iunie 2007 chiriilor stabilite de administrația locală, prețului energiei electrice și tarifelor pentru transportul urban și feroviar. Contribuția netă a celorlalte componente a fost pozitivă, determinantă fiind deprecierea în termeni anuali a monedei naționale față de euro, care s-a reflectat în majorarea dinamicii prețului serviciilor de telefonie fixă și, posibil, în atenuarea tendinței descrescătoare a prețurilor la medicamente.

Mișcarea ascendentă a inflației de bază CORE2, vizibilă încă din luna august 2007, a continuat în perioada analizată, mărfurile alimentare rămânând și de această dată principalul determinant (pondere de circa 50 la sută și rată anuală în creștere cu 2 puncte procentuale). Spre deosebire de trimestrul precedent, în care s-a produs o anumită relaxare a presiunilor

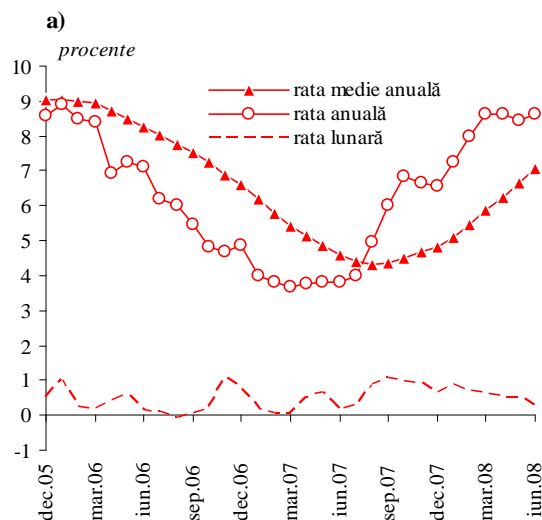
Evoluția inflației



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

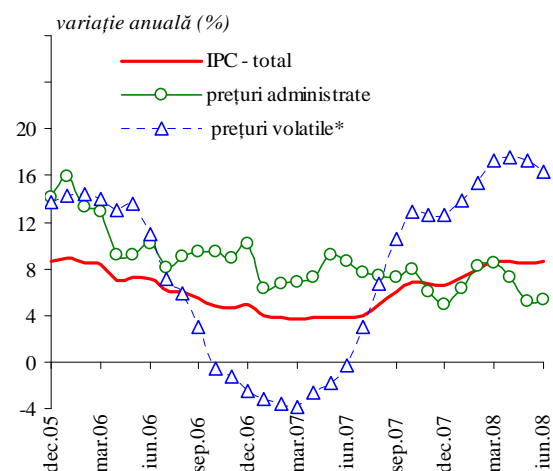
Sursa: INS, calcule BNR

Rata inflației



Sursa: INS, calcule BNR

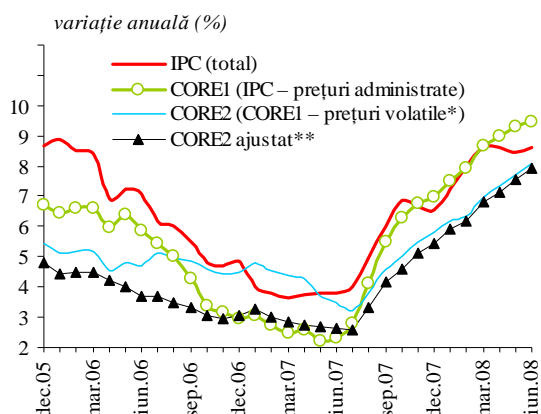
b)



*) 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

acumulate pe segmentul produselor de morărit și panificație, rezultat al semnalelor favorabile privind recolta anului în curs, în trimestrul II 2008 toate produsele alimentare de bază incluse în CORE2 au consemnat accelerări ale ritmului de creștere a prețurilor. Evoluțiile reflectă fie manifestarea unui efect de bază (cazul produselor de morărit și panificație), fie presiuni ale costurilor cu materiile prime (cazul uleiului, al laptelui și al cărnii – semnificativ atenuate însă, pe ultimele două segmente, de acțiunea inhibitoare a concurenței din partea importurilor).

Mai puțin pronunțată, dar de asemenea crescătoare, a fost și traiectoria descrisă de variația anuală a prețurilor mărfurilor nealimentare componente ale inflației de bază (+0,2 puncte procentuale, până la 5,1 la sută în luna iunie). Intensificări ale ritmurilor de creștere au survenit la majoritatea grupelor de mărfuri, mai accentuate în cazul durabilelor (electrocasnice și autoturisme), ale căror prețuri sunt direct ancorate la cursul de schimb leu/euro (indiferent de piața de proveniență) și care au fost supuse unor presiuni în creștere din partea cererii de consum în prima jumătate a anului 2008¹. Excepție au făcut prețurile produselor semidurabile (îmbrăcăminte și încălțăminte), care au înregistrat decelerări relativ consistente ale variațiilor anuale (până la 0,7 puncte procentuale), nivelurile atinse reprezentând mai puțin de jumătate din CORE2 aferent bunurilor nealimentare.

Trebuie totuși menționat faptul că accelerarea inflației anuale CORE2 pe segmentul nealimentar s-a datorat mai degrabă unui efect de bază, evoluțiile curente relevând o temperare a presiunilor inflaționiste (variație trimestrială de 0,9 la sută, în scădere de la 1,2 la sută în trimestrul I). Întărirea poziției leului față de euro (cu 1,8 la sută în intervalul aprilie-iunie 2008) constituie principala explicație a mișcării favorabile a prețurilor pentru mărfurile din această categorie, în condițiile în care la nivelul celorlalți factori de presiune nu sunt vizibile indicii de relaxare – excedent de cerere superior trimestrului I, dinamici pozitive consistente ale costurilor cu materia primă și cu forța de muncă, anticipații inflaționiste în creștere. Fără a se limita doar la segmentul mărfurilor nealimentare, o influență benefică a exercitat în continuare climatul concurențial creat de expansiunea formelor moderne de comerț (cota deținută de acestea pe piața bunurilor de larg consum s-a majorat în 2007 cu 6 puncte procentuale, până la 40 la sută², o extrapolare a tendinței pentru anul 2008 fiind perfect plauzibilă în contextul

Prețuri administrate versus prețuri libere

variație anuală (%); sfârșitul perioadei

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

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

Sursa: INS, calcule BNR

¹ În intervalul ianuarie-mai 2008, ritmurile de creștere a volumului cifrei de afaceri pentru comerțul cu bunuri de folosință îndelungată au fost consistente și s-au plasat sistematic la un nivel superior celor aferente bunurilor de uz curent.

² Potrivit GfK România (*Romanian Business Digest*, martie 2008).

deschiderii unui număr semnificativ de noi unități în primul semestru).

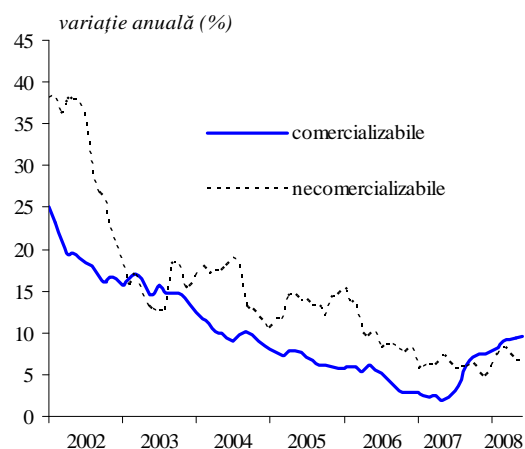
Și în cazul serviciilor libere trendul ascendent al ritmului anual de creștere a prețurilor (+1,3 puncte procentuale, până la 7,6 la sută) poate fi corelat în bună măsură cu variația cursului de schimb, majoritatea grupelor componente fiind sensibile la această influență (telefonie mobilă, alimentație publică, servicii culturale și turistice, igienă și cosmetică).

În unele sectoare expuse concurenței internaționale au continuat să fie manifeste influențe pozitive asupra evoluției prețurilor interne (de exemplu, unele produse alimentare, confecții, încălțăminte), însă la nivelul întregii grupe de bunuri comercializabile, determinant a rămas efectul tensiunilor înregistrate pe plan mondial pe piețele produselor agroalimentare și petrolului. Astfel, rata anuală de creștere a prețurilor bunurilor comercializabile și-a menținut traiectoria ascendentă, atingând 9,5 la sută în luna iunie 2008 (+0,6 puncte procentuale față de martie 2008). O inversare de tendință s-a produs în cazul bunurilor necomercializabile (-1,2 puncte procentuale, până la 7 la sută), principala cauză fiind decelerarea dinamicii prețurilor administrate.

Deși scumpirea accentuată a produselor energetice și alimentare a marcat evoluția inflației și în alte state europene, creșterea nivelului general al prețurilor a fost mai accentuată în România decât în majoritatea acestora. Importanța relativă mai mare a componentelor respective în coșul de consum explică în bună măsură diferența de impact, însă nu pot fi ignorate nici evoluțiile negative manifestate de principalii determinanți ai inflației (cerere, salarii, curs de schimb). În consecință, valori superioare celor din luna martie s-au înregistrat atât din perspectiva decalajului față de media UE27 (4 puncte procentuale, față de 3,2 puncte procentuale), cât și din perspectiva criteriului corespunzător de convergență nominală – depășire cu 3,3 puncte procentuale (2,7 puncte procentuale la finele intervalului anterior).

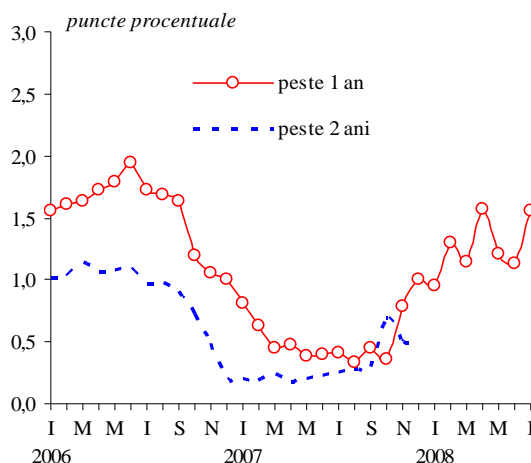
În iunie 2008, rata anuală efectivă a inflației a depășit cu doar 0,1 puncte procentuale proiecția prezentată în *Raportul asupra inflației* din luna mai. Deviația s-a datorat practic majorării prețului combustibililor peste nivelul luat în calcul la realizarea proiecției.

Prețurile bunurilor comercializabile și necomercializabile



Sursa: EUROSTAT, calcule BNR

Ecartul dintre inflația așteptată și ținta anuală de inflație



III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

În trimestrul I 2008, datele provizorii de conturi naționale indică majorarea cu 8,2 la sută³ a PIB real – unul dintre cele mai ridicate ritmuri anuale de creștere începând cu 1999⁴, superior atât dinamicii consemnate în trimestrul IV 2007, cât și proiecției benchmark formulate în luna martie (cu 1,6 și respectiv 1,3 puncte procentuale). Coordonatele tiparului de creștere economică nu s-au modificat substanțial față de intervalul anterior – dinamică alertă a cererii interne, erodată însă de evoluția nesatisfăcătoare a cererii externe nete. Pe partea ofertei, intensificarea ritmului PIB a fost susținută de toate sectoarele economice, în condițiile în care industria și serviciile și-au accelerat dinamica anuală, construcțiile au avansat din nou cu peste 30 la sută, iar declinul agriculturii s-a temperat substanțial.

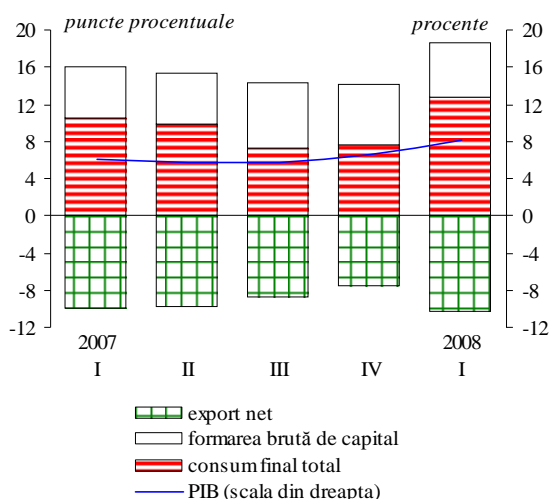
1.1. Cererea

Comparativ cu trimestrul IV 2007, începutul anului 2008 a fost marcat de accelerarea semnificativă a ratei de creștere a absorbției interne (de la 12,4 la sută la 15,9 la sută), atribuită dinamizării înregistrate atât de consumul final, cât și de acumulările de capital fix. Dată fiind oferta autohtonă limitată, această amplificare de ritm a fost însă acomodată de intensificarea deosebit de puternică a importurilor de bunuri și servicii (+35,2 la sută). În consecință, contribuția cererii externe nete la creșterea PIB a înregistrat o deteriorare fără precedent (pentru perioada 1999-2008), ajungând la -10,4 puncte procentuale.

1.1.1. Cererea de consum

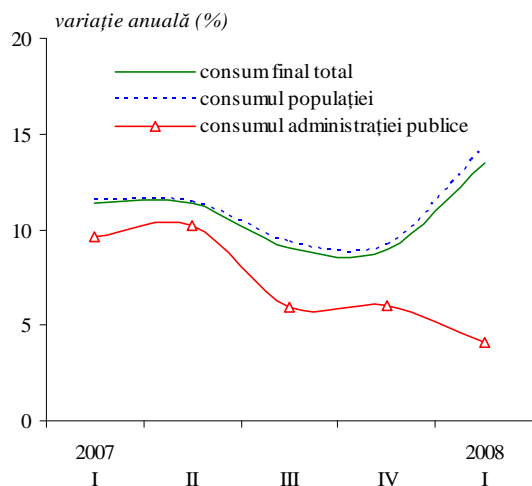
În trimestrul I, dinamica aferentă volumului consumului final s-a majorat la 13,5 la sută, aportul principal revenind componentei private (+14,3 la sută, ritm sensibil superior celui din intervalul anterior), în timp ce consumul final guvernamental și-a încetinit rata anuală de creștere.

Contribuția componentelor cererii la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

Consumul final efectiv



Sursa: INS

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

⁴ Seria de indici anuali de volum ai PIB, cu frecvență trimestrială, începe din anul 1999.

Cererea de consum a populației

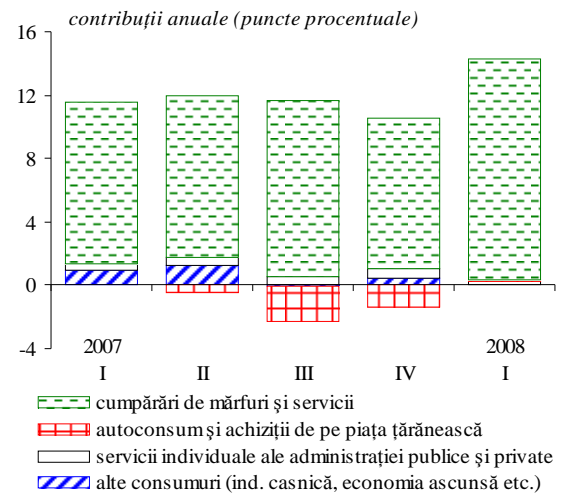
Accelerarea cu 5,1 puncte procentuale a dinamicii consumului final efectiv al populației s-a datorat în special extinderii achizițiilor de mărfuri și servicii (18 la sută, față de 15,4 la sută în trimestrul IV 2007) și, în măsură mai mică, inversării traiectoriei pe segmentul „autoconsum și cumpărări de pe piața țărăneasă”, atribuită revigorării producției zootehnice (carne și lapte). În schimb, viteza de creștere a cheltuielilor pentru consum individual efectuate de administrația publică și privată s-a atenuat până la 2,3 la sută.

Totuși, din perspectiva potențialului inflaționist al cererii de consum, este posibil ca accelerarea ritmului anual al cheltuielilor populației pentru achiziționarea de bunuri și servicii din rețeaua comercială să nu genereze o presiune de aceeași intensitate asupra indicelui prețurilor de consum – analiza pe grupe de mărfuri a volumului cifrei de afaceri înregistrate de operatorii comerciali relevă faptul că elementul determinant al evoluției îl constituie vânzările de autovehicule (cu o rată medie anuală de creștere de circa 44 la sută, față de numai 2 la sută în intervalul precedent), care dețin însă o pondere nesemnificativă în structura coșului de consum al populației (1,6 la sută).

Cu toate acestea, o diminuare a potențialului inflaționist al cererii de consum este puțin probabilă, în condițiile în care, în pofida decelerării severe de ritm, vânzările de produse alimentare și băuturi – categoria cu cea mai largă reprezentativitate în coșul de consum – au continuat să se extindă rapid, ritmul de creștere de 14,7 la sută relevând un apetit de consum al populației suficient de ridicat pentru a facilita transmisia creșterilor de prețuri generate de scumpirea materiilor prime agricole și de deteriorarea anticipațiilor inflaționiste ale producătorilor.

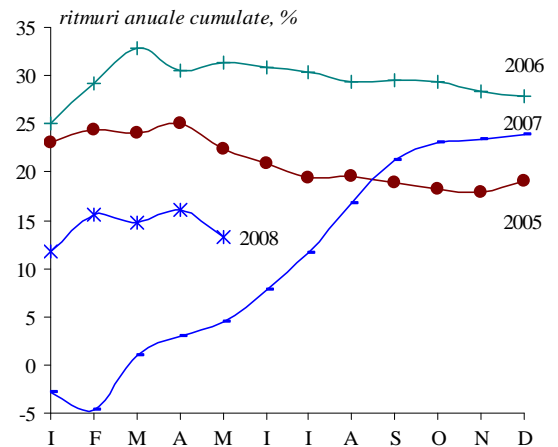
În ceea ce privește modalitățile de finanțare a consumului privat, intensificarea dinamicii anuale a cheltuielilor efectuate de populație pentru achiziționarea de bunuri și servicii a fost susținută în principal de resursele proprii – venitul disponibil⁵ și-a intensificat cu circa 4 puncte procentuale rata reală de creștere comparativ cu perioada anterioară, până la 16,7 la sută, impactul asupra cererii de consum fiind amplificat de diminuarea înclinației către economisire. De asemenea, deși nu există statistici oficiale, se poate presupune o evoluție favorabilă a veniturilor obținute din economia informală, dată

Consumul final al populației pe elemente de cheltuieli



Sursa: INS, calcule BNR

Comerțul* cu amănuntul de produse alimentare, băuturi și tutun



*) volumul cifrei de afaceri

Sursa: INS, calcule BNR

⁵ Venitul disponibil al populației este aproximat prin suma dintre veniturile din salarii, transferurile sociale (asigurări sociale de stat, asigurări de șomaj și de sănătate) și transferurile din exterior sub forma remiterilor din munca în străinătate și a transferurilor curente private de la rezidenți.

fiind dezvoltarea semnificativă a sectoarelor cu o incidență mai mare a acestui fenomen (sectorul construcțiilor, de exemplu).

Un canal de alimentare a consumului privat a continuat să fie reprezentat de finanțarea prin împrumuturi, creditele bancare pentru consum acordate populației consemnând din nou o dinamică reală accentuată.

Analiza pe piețe de proveniență relevă participarea tot mai accentuată a importurilor la acoperirea cererii de bunuri de consum – achizițiile de pe piețele externe au continuat să se extindă⁶, în timp ce volumul cifrei de afaceri pentru producția destinată pieței interne a cunoscut reduceri substanțiale⁷.

Cererea de consum guvernamental

Comparativ cu trimestrul IV 2007, consumul final guvernamental a înregistrat o încetinire a ritmului anual de creștere (de la 6 la sută la 4,1 la sută), evoluție asociată decelerării substanțiale a dinamicii numărului de salariați în sectorul administrației publice.

Evoluții bugetare

Bugetul general consolidat a înregistrat la sfârșitul trimestrului I 2008 un excedent de circa 79 milioane RON, reprezentând circa 0,02 la sută din PIB proiectat pentru acest an, în condițiile în care ținta de deficit pentru 2008 a fost redusă în prima decadă a lunii martie de la 2,7 la 2,3 la sută din PIB. Ambele componente ale balanței consolidate au glisat crescător în raport cu cele de la finele trimestrului I 2007 – când bugetul general consolidat a consemnat un deficit de circa 0,1 la sută din PIB – veniturile sporindu-și ponderea în PIB cu 2,3 puncte procentuale, iar cheltuielile cu 2,2 puncte procentuale.

Atât veniturile, cât și cheltuielile bugetare au atins în trimestrul I 2008 cele mai înalte ritmuri anuale de creștere⁸ din ultimii doi ani. Dinamica anuală a veniturilor a ajuns la aproape 44 la sută, în condițiile în care o serie de încasări au cunoscut o accelerare importantă a ratei de creștere; din acest punct de vedere s-au

⁶ Modificările volumului fizic al exporturilor și importurilor au fost calculate pe baza datelor din balanța de plăți, prin deflatare cu indicii valorii unitare.

⁷ Volumul cifrei de afaceri pentru producția destinată pieței interne s-a restrâns cu 11,9 la sută în cazul produselor de uz curent, respectiv cu 14,6 la sută în cel al produselor de folosință îndelungată. În schimb, importurile de bunuri de uz curent și-au triplat dinamica volumului fizic (până la 19 la sută), iar cele de produse durabile, deși în decelerare de ritm, au crescut cu rate cuprinse între 15,5 și 38,3 la sută pe principalele categorii identificabile pe baza Nomenclatorului Combinat.

⁸ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la ritmul anual de creștere exprimat în termeni reali.

detașat veniturile din taxa pe valoarea adăugată⁹, veniturile nefiscale (în special cele obținute din concesiuni, închirieri și dividende), precum și cele din contribuțiile de asigurări sociale. La rândul ei, dinamica anuală a cheltuielilor bugetare a atins nivelul de circa 41 la sută, evoluția datorându-se ritmurilor ridicate de creștere pe care le-au consemnat toate categoriile de cheltuieli, dar în special cele de capital (inclusiv ca urmare a decontării în luna ianuarie 2008 a unor sume care au fost angajate în decembrie 2007), subvențiile, plățile de dobânzi și cheltuielile de personal¹⁰.

Coordonatele execuției bugetare s-au schimbat însă în trimestrul II, astfel încât pe ansamblul primelor cinci luni bugetul general consolidat a înregistrat un sold negativ de circa 0,4 la sută din PIB proiectat pentru acest an (comparativ cu un excedent de 0,2 puncte procentuale consemnat la sfârșitul lunii mai 2007); evoluția acestuia coroborată cu estimările privind execuția la luna iunie sugerează accelerarea creșterii consumului și investițiilor publice.

1.1.2. Cererea de investiții

Datele statistice provizorii pentru perioada analizată semnaleză menținerea trendului puternic ascendent al formării brute de capital fix, avansul de 33,2 la sută generând cea mai ridicată contribuție la dinamica PIB înregistrată până acum de componenta investițională la nivelul trimestrului I (aproape 7 puncte procentuale).

Investiții masive s-au înregistrat în continuare pe toate segmentele principale: (i) lucrări de construcții (circa 32 la sută), constând atât în obiective noi, cât și în reparații capitale, și (ii) achiziții de utilaje (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții), care și-au accelerat din nou ritmul de creștere, până la 35,4 la sută.

Dinamizarea acumulărilor de capital a fost susținută de veniturile proprii ale agenților economici și ale populației, dar și de alocarea unor fonduri bugetare consistente pentru derularea unor proiecte de investiții – execuția bugetului general consolidat indică o majorare de circa 2,5 ori în termeni reali a cheltuielilor de capital, o contribuție importantă revenind creșterii de peste 4 ori a cheltuielilor efectuate de administrațiile publice locale, evoluție parțial determinată de calendarul

⁹ În cazul căreia se manifestă încă un efect de bază produs ca urmare a schimbării modului de colectare în prima parte a anului 2007.

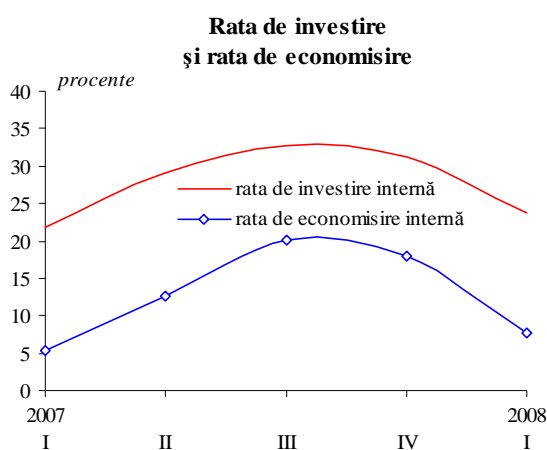
¹⁰ Evoluția acestora a fost marcată, la rândul ei, de efectul de bază datorat schimbării momentului în care a fost plătit premiul anual personalului din sectorul bugetar.

Investiții realizate

	Anii	variație anuală (%)			
		I	II	III	IV
Total	2007	22,8	28,3	31,9	29,5
	2008	35,2			
- lucrări de construcții noi	2007	27,9	32,8	38,9	26,4
	2008	33,1			
- utilaje	2007	19,0	22,7	25,3	32,1
	2008	35,4			
- alte cheltuieli*	2007	20,3	48,5	24,3	29,8
	2008	49,9			

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

Sursa: INS



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

Sursa: INS, calcule BNR

electoral al anului în curs. Similar intervalului precedent, sursele împrumutate (de la bănci comerciale din țară sau de la societăți de *leasing*) au consemnat o dinamică ridicată – în cazul băncilor comerciale, am asistat la creșteri cu 21,6 la sută pe segmentul „credit pentru echipamente”, respectiv cu 84,9 la sută pe cel al creditelor imobiliare¹¹.

În ceea ce privește influxurile externe, trimestrul I nu a marcat o accentuare a participării la finanțarea achizițiilor de bunuri de capital, în condițiile în care creditele exprimate în euro contractate de sectorul real pe termen mediu și lung și-au încetinit de aproape 10 ori dinamica anuală comparativ cu media anului 2007, până la +7,7 la sută, iar intrările sub forma investițiilor străine directe ale nerezidenților au cunoscut din nou o restrângere cu peste 30 la sută a valorii exprimate în euro¹².

Din perspectiva piețelor de proveniență, în trimestrul I nu s-au înregistrat modificări importante privind preferința pentru bunuri de capital de fabricație autohtonă, respectiv din import⁶, ambele segmente înregistrând pierderi semnificative de ritm¹³.

1.1.3. Cererea externă netă

Potrivit datelor provizorii de conturi naționale publicate de Institutul Național de Statistică, în trimestrul I 2008 s-a produs o adâncire considerabilă a contribuției negative a cererii externe nete la creșterea economică (de la -7,5 la -10,4 puncte procentuale), expansiunea importurilor (+35,2 la sută) fiind mult mai accentuată decât dezvoltarea (deloc neglijabilă) a exporturilor (+24,6 la sută, ritm în creștere cu circa 10 puncte procentuale, pentru a doua oară consecutiv).

Variațiile de volum prezentate mai sus trebuie totuși privite cu o anumită rezervă, întrucât determinarea acestora are la bază estimări ale deflatorilor, în condițiile în care indicii valorii unitare în comerțul internațional (IVU) nu sunt disponibili la data publicării versiunii preliminare de conturi naționale

¹¹ Variații în termeni reali, calculate pe baza datelor furnizate de Centrala Riscurilor Bancare.

¹² Ritmuri medii pe ultimele patru trimestre (*rolling basis*).

¹³ Volumul cifrei de afaceri corespunzătoare producției de bunuri de capital (inclusiv mijloace de transport) destinate pieței interne și cel al importurilor de mașini și aparate mecanice și electrice au crescut cu numai 1 la sută, respectiv 8,2 la sută față de intervalul similar al anului anterior; o dinamică mai alertă au consemnat doar importurile de mijloace de transport (18,1 la sută, jumătate din ritmul aferent trimestrului IV 2007).

trimestriale¹⁴. Prudența este justificată cu atât mai mult în analiza evoluției importurilor, dat fiind că, pentru prima oară începând din trimestrul I 2007¹⁵, traiectoria prețurilor indicată de deflatorul estimat (scădere cu peste 6 la sută) este de sens contrar celei semnalate ulterior de IVU și, cu atât mai mult, celei obținute prin luarea în considerare a deprecierei nominale a monedei naționale.

Astfel, în urma deflatarei pozițiilor din balanța comercială cu IVU, se obține o imagine complet diferită asupra evoluției volumului schimburilor externe. Concret, aceste calcule indică decelerări de ritm atât în cazul exporturilor, cât mai ales în cel al importurilor de bunuri, până la +8 la sută, respectiv +9,1 la sută. Mai mult, nivelul recalculat al contribuției cererii externe nete la dinamica PIB este de aproximativ -3 puncte procentuale, indicând o ameliorare substanțială față de trimestrul IV 2007.

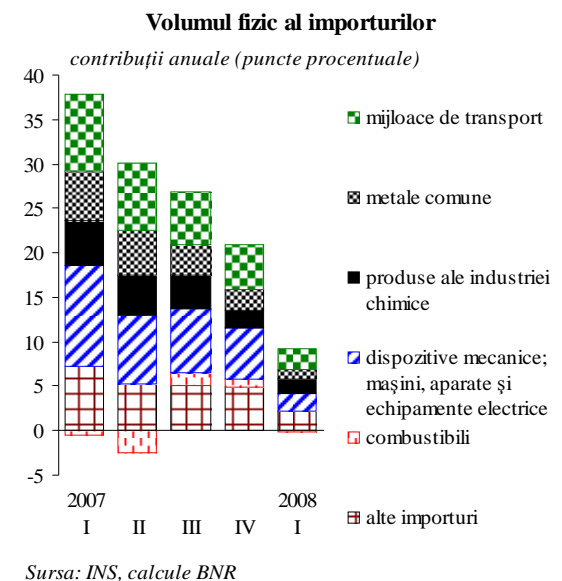
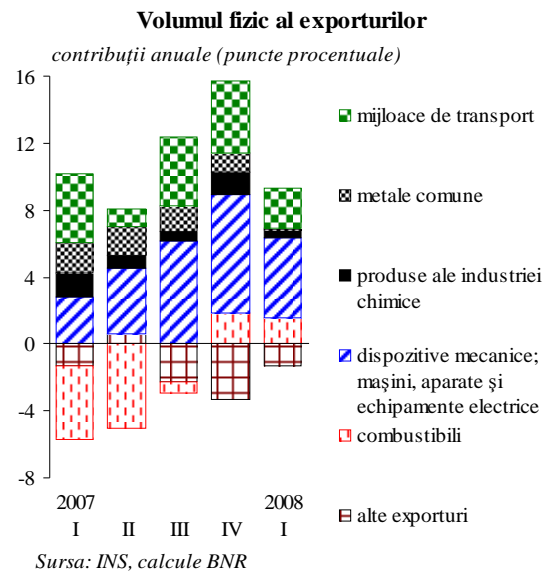
Analiza în structură a evoluției volumului fizic al exporturilor relevă faptul că principalele contribuții la atenuarea vitezei de creștere revin grupelor „mașini și echipamente mecanice și electrice” și „mijloace și materiale de transport”, deși ritmurile anuale înregistrate în trimestrul I s-au menținut destul de alerte (22,1 la sută, respectiv 19,8 la sută). O rată înaltă de creștere, și aceasta inferioară însă nivelului din perioada precedentă, a marcat și exportul de combustibili (+23,2 la sută), pe fondul menținerii contextului internațional favorabil. Traiectoria descendentă descrisă în ultimii ani de exportul de produse ale industriei ușoare s-a prelungit și în trimestrul I (scădere cu peste 10 la sută a volumului fizic), ca urmare a competitivității încă scăzute pe piețele externe¹⁶.

Pe partea importurilor, scăderea la mai puțin de jumătate a dinamicii anuale a volumului fizic comparativ cu trimestrul IV 2007 se datorează în bună măsură unui efect de bază, asociat momentului 1 ianuarie 2007, și anume simplificarea formalităților vamale și introducerea unei noi modalități de înregistrare a importurilor din spațiul comunitar.

¹⁴ Până la 1 ianuarie 2007, statisticile de comerț exterior cu statele membre UE se bazau pe informațiile furnizate de Autoritatea Națională a Vămirilor. Ulterior aderării la UE, declarațiile vamale au fost înlocuite cu declarațiile statistice Intrastat ale agenților economici cu activitate de comerț exterior, fapt care îngreunează procesul de colectare, conducând la prelungirea termenului de publicare a IVU.

¹⁵ Primul trimestru pentru care au fost folosite estimări ale IVU și nu date certe.

¹⁶ În pofida relaxării substanțiale a presiunilor asupra prețurilor de producție relevată de evoluția curentă a costului unitar cu forța de muncă din industria confecțiilor și din cea a pielăriei și încălțăminte.



1.2. Oferta

În trimestrul I 2008, contribuții la creșterea PIB au revenit practic tuturor sectoarelor economice.

În ceea ce privește agricultura, dat fiind specificul primelor luni ale anului (poziția neglijabilă a segmentului vegetal), rezultatele pozitive obținute la producția de carne și de lapte au determinat atenuarea substanțială a traiectoriei descendente a valorii adăugate brute la nivelul întregului sector (de la -16,5 la sută în trimestrul IV 2007 la -0,5 la sută în intervalul analizat).

Dinamica valorii adăugate brute din construcții s-a menținut deosebit de alertă (32,4 la sută), performanță atribuită tuturor componentelor (construcții rezidențiale, nerezidențiale și ingineresti).

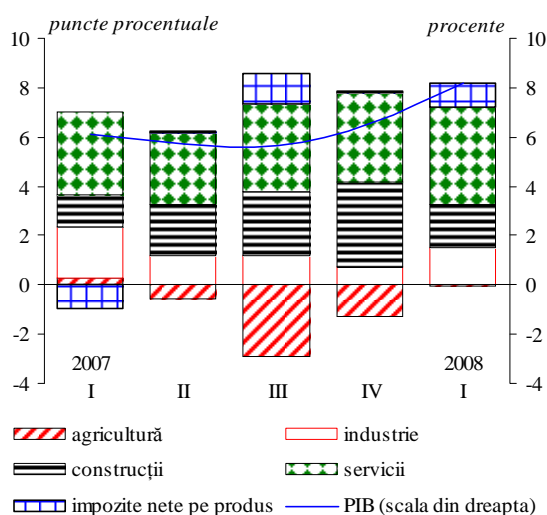
În industrie, rata anuală de creștere a valorii adăugate brute s-a accelerat comparativ cu trimestrul IV 2007 (de la 3,5 la 5,4 la sută). Evoluția a fost generată de dinamizarea subsectorului prelucrător și de revigorarea celui energetic, în timp ce activitatea extractivă a continuat să-și restrângă volumul, ca urmare a declinului natural și a întreruperilor tehnologice asociate programului de modernizare.

În industria prelucrătoare, avansul producției s-a datorat în principal: (i) industriei alimentare (triplare a dinamicii anuale comparativ cu trimestrul IV 2007, până la 6,5 la sută, asociată extinderii capacităților de producție, expansiunea constantă a cererii în ultimii ani stimulând efortul investițional al producătorilor) și (ii) industriei mijloacelor de transport rutier, ramură a cărei producție și-a menținut traiectoria puternic ascendentă (+25,8 la sută), în pofida grevei declanșate în ultima săptămână a lunii martie la compania Automobile Dacia.

Valoarea adăugată brută aferentă serviciilor s-a majorat din nou cu peste 7 la sută în termeni anuali¹⁷, evoluție atribuită în principal segmentului „comerț, reparații, HoReCa, transporturi și telecomunicații” (10,7 la sută). Celelalte două componente ale acestui sector economic – „activități financiare, imobiliare, închirieri și servicii pentru întreprinderi” și „alte servicii” – s-au extins cu 5,3 la sută (în ușoară accelerare de ritm față de intervalul precedent) și respectiv cu 3,5 la sută.

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

Contribuția componentelor
ofertei la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

2. Piața muncii

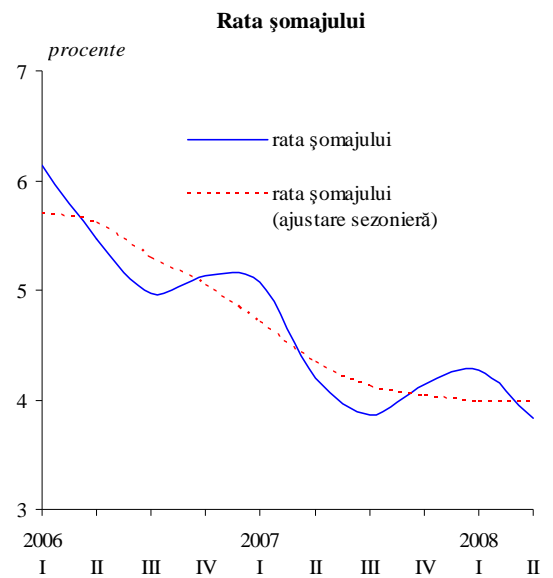
Presiunile pe piața muncii au rămas importante în primele luni ale anului 2008, iar dificultățile întâmpinate de angajatori în recrutarea forței de muncă s-au accentuat, în condițiile în care devine tot mai evident că oferta excedentară de forță de muncă se situează la un nivel minim. Această conjunctură continuă să se reflecte în ritmuri ridicate ale câștigurilor salariale, dar decalajul negativ dintre variația anuală a costurilor unitare cu forța de muncă și cea a prețurilor de producție (aproape 5 puncte procentuale) indică influența dominantă a altor elemente de cost (în principal materii prime) asupra dinamicii prețurilor.

2.1. Forța de muncă

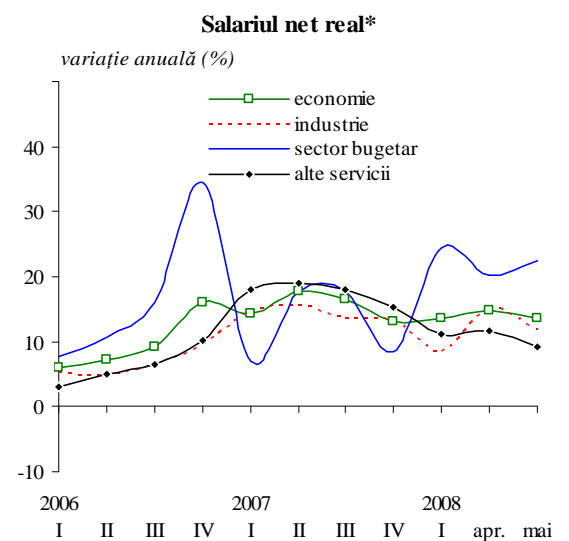
Rata șomajului înregistrat (ajustată sezonier) s-a menținut la 4 la sută în perioada ianuarie-mai, indicând faptul că oferta excedentară de forță de muncă se situează la un nivel minim, iar posibilitățile angajatorilor de a recruta personal de pe piața internă devin tot mai limitate. Concluzia este confirmată și de evoluția șomajului BIM, a cărui rată a consemnat în trimestrul I 2008 cea mai mică valoare, specifică acestui interval, din ultimii ani (6,3 la sută).

Din perspectiva cererii de forță de muncă, sursele statistice oferă totuși imagini diferite. Datele ANOFM sugerează o atenuare a acesteia, numărul de locuri de muncă vacante și de angajări raportate în primele cinci luni ale anului fiind semnificativ inferioare celor din perioada corespunzătoare a anului precedent (cu 13,1 la sută și respectiv 16,1 la sută). Pentru același interval, datele INS indică majorarea cu peste 100 000 a numărului de salariați din economie, evoluție în concordanță cu expansiunea economică din primul trimestru al anului; procesul de absorbție a forței de muncă a fost susținut, în principal, de construcții și servicii, dar cu o anumită contribuție și din partea unor ramuri industriale unde s-au înființat unități de producție noi (cauciuc și mase plastice, construcții metalice, echipamente radio-TV și de comunicații).

O explicație a discrepanței menționate poate consta în faptul că strategiile de resurse umane ale angajatorilor se bazează tot mai mult pe efortul propriu (în sensul angajării directe sau prin intermediul firmelor de recrutare), fără a implica ANOFM. Un astfel de comportament este plauzibil mai ales în sectoarele de activitate care se confruntă cu deficit cronic de forță de muncă cu o anumită specializare (inginerie, sănătate, finanțe-bănci, industria hotelieră), pentru care oferta ANOFM este limitată – 80 la sută dintre șomerii au urmat numai ciclul gimnazial și, eventual, o școală profesională.



Sursa: ANOFM, calcule BNR



*) deflatat cu IPC

Sursa: INS, calcule BNR

Productivitatea muncii și salariul brut real în industrie

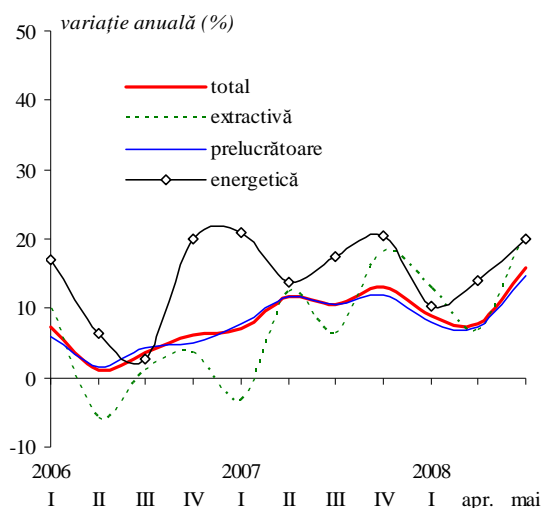
	variație anuală (%)					
	2007			2008		
	II	III	IV	I	apr.	mai
Productivitatea muncii	8,9	9,4	8,6	8,8	17,1	6,0
Salariul mediu brut real*	12,4	13,2	12,3	4,5	10,3	6,8
Salariul mediu brut real**	16,5	17,1	12,4	-0,02	5,3	-1,5

*) deflatat cu indicele prețurilor producției industriale pentru piața internă

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

Sursa: INS, calcule BNR

Costul unitar cu forța de muncă în industrie



Sursa: INS, calcule BNR

2.2. Venituri

În perioada ianuarie-mai 2008, ritmurile anuale de creștere a câștigurilor salariale nete în sectorul preponderent privat (industrie, construcții și servicii nebugetare) s-au menținut alerte (circa 20 la sută în termeni nominali) la aceasta contribuind: (i) majorarea salariului minim pe economie începând cu luna ianuarie 2008 (de la 390 lei la 500 lei); (ii) primele și stimulentele acordate; (iii) negocierile salariale impuse prin mișcări sindicale de amploare desfășurate la nivelul unor ramuri importante¹⁸ și aplicate retroactiv. În ceea ce privește sectorul bugetar, rata anuală de creștere a salariilor nete a atins aproape 30 la sută în intervalul februarie-mai¹⁹, pe seama acordării de sporuri și stimulente și a aplicării primei tranșe (de 6 la sută) din majorările salariale aprobate în anul 2008 pentru funcționarii publici și angajații din învățământ și sănătate.

În sectorul industrial, presiunea inflaționistă venită din partea costurilor cu forța de muncă s-a menținut importantă (indicele mediu anual al costurilor unitare nominale cu forța de muncă a fost de 110,3 la sută în intervalul ianuarie-mai 2008), dar diferența notabilă dintre dinamica ULC și cea a prețurilor de producție (-4,8 puncte procentuale) indică faptul că alte elemente de cost (materiile prime, de exemplu) au fost dominante în evoluția prețurilor.

Cele mai bune rezultate s-au înregistrat în ramuri producătoare de bunuri de consum (prelucrarea tutunului, confecții, pielărie, poligrafie), unde indicele ULC a variat între 76,8 și 105 la sută. Dacă pe anumite segmente, evoluția cererii a permis preluarea în preț a costurilor salariale fără riscul pierderii de cotă de piață, există ramuri unde concurența a impus mai multă preocupare în sensul creșterii productivității muncii și al unui control mai strict al cheltuielilor salariale (confecții, pielărie).

În ceea ce privește industria alimentară, indicele anual al costului unitar cu forța de muncă a depășit sensibil nivelul agregat (114,8 la sută în perioada ianuarie-mai 2008), însă consumul puternic și pretextul oferit de mediatizarea intensă a scumpirii materiilor prime au facilitat transmiterea în preț a

¹⁸ Cele mai importante mișcări sindicale s-au consemnat în ramurile metalurgie, mijloace de transport rutier și energetică, segmente care însumează aproximativ 12 la sută din numărul de salariați ai sectorului industrial.

¹⁹ Luna ianuarie nu a fost luată în calcul din cauza efectului de bază indus de acordarea celui de-al 13-lea salariu în sectorul bugetar în decembrie 2006 (și nu în luna ianuarie a anului următor, cum se proceda în mod uzual), ceea ce a condus la o temperare puternică a dinamicii anuale a câștigurilor salariale în ianuarie 2007 (la -2,9 la sută) și o accelerare importantă în ianuarie 2008 (la 52,6 la sută).

tuturor factorilor de presiune, fără efecte observabile în planul cererii.

O situație diferită s-a consemnat la nivelul unor ramuri producătoare de bunuri intermediare (celuloză și hârtie, materiale de construcții, metalurgie) și de capital (mașini și aparate electrice), unde evoluțiile au rămas predominant negative (indici anuali de până la 138,1 la sută), iar perspectivele nu par a fi favorabile. Dacă în unele cazuri, valorile pronunțat supraunitare par accidentale (materiale de construcții, metalurgie), pentru celelalte pierderile de competitivitate devin tot mai accentuate.

Pe partea cererii, datele statistice indică o nouă accelerare a dinamicii anuale a venitului disponibil în trimestrul I 2008 (16,7 la sută), în condițiile în care ritmul real al veniturilor obținute din surse interne (salarii și transferuri sociale) s-a situat în continuare în jurul nivelului de 20 la sută, iar veniturile din străinătate s-au revigorat (+3,1 la sută), după două trimestre de scăderi succesive. Prin urmare, evoluția venitului disponibil al populației continuă să reprezinte o sursă de risc din perspectiva inflației.

3. Prețurile de import și prețurile de producție

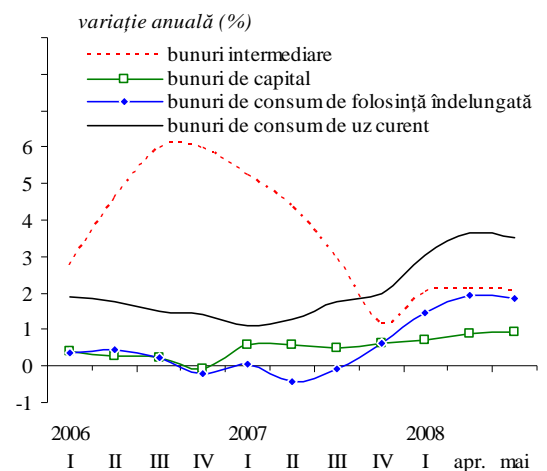
Trimestrul I 2008 a consemnat o intensificare a presiunilor exercitate de costul materiilor prime, interne sau importate. Influența dominantă a revenit în continuare bunurilor energetice și produselor agricole, ramurile industriale direct afectate generând mai mult de jumătate din variația prețurilor producției industriale din perioada analizată. În trimestrul II au persistat presiunile exercitate de prețul resurselor energetice, însă au apărut unele indicii în sensul relaxării pieței agroalimentare.

3.1. Prețurile de import

În trimestrul I 2008, impactul inflației importate asupra dinamicii prețurilor interne a devenit nefavorabil, în condițiile în care ritmul anual al valorii unitare a importurilor a fost pronunțat pozitiv (103,49 la sută, față de 99,34 la sută în trimestrul IV 2007), iar poziția monedei naționale s-a deteriorat (depreciere de 8,3 la sută față de euro și apreciere de numai 4,9 la sută față de dolarul SUA; valori anuale).

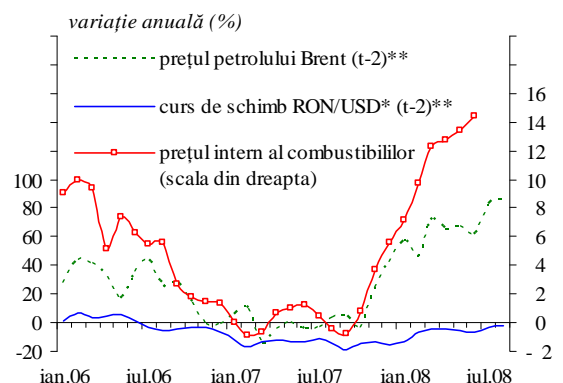
Mișcările au fost mult mai vizibile la grupele de mărfuri cu pondere ridicată în structura coșului de consum – produse vegetale, fructe, grăsimi, combustibili, farmaceutice, articole de încălțăminte – în cazul cărora ritmurile anuale de creștere a

Prețurile producției industriale pentru export în UE-25



Sursa: EUROSTAT

Prețul petrolului și prețul combustibililor



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

Sursa: INS, AIE

prețurilor externe au fost cuprinse între 4,9 la sută și 31,2 la sută. Deși mai puțin evidente, presiunile s-au accentuat și pentru bunurile de capital, ale căror rate anuale de creștere a prețurilor și-au diminuat sensibil valoarea negativă sau au devenit pozitive (mașini și dispozitive mecanice, mijloace de transport).

Tendențele observate în evoluția prețurilor externe s-ar putea menține și în trimestrul II 2008, relativă relaxare consemnată în cazul prețurilor materiilor prime agricole fiind atenuată de escaladarea prețurilor la resursele energetice (țigetei Brent: +78,1 la sută și gaze naturale: +54,9 la sută comparativ cu trimestrul II 2007²⁰). Mișcările nefavorabile de pe piețele externe sunt dublate de slăbirea în continuare a poziției monedei naționale atât față de euro, cât și față de dolarul SUA.

3.2. Prețurile de producție

3.2.1. Prețurile producției industriale

Dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă s-a accelerat sensibil în trimestrul I 2008, aportul decisiv revenind sectorului prelucrător (+5,7 puncte procentuale, până la 14,2 la sută).

Similar intervalului anterior, cea mai pronunțată acumulare de ritm s-a consemnat în cazul bunurilor energetice afectate în mod direct de evoluția prețului petrolului²¹ (+11,4 puncte procentuale, până la 25,3 la sută), pe fondul costurilor mai mari cu materia primă, dar și al cheltuielilor ridicate cu investițiile efectuate de principalii producători autohtoni²². Transmisia într-o măsură limitată a influențelor venite din expansiunea prețului țigetei pe piața internațională asupra prețurilor de producție ale combustibililor s-a menținut, o explicație posibilă fiind politica principalului producător autohton (SNP Petrom) de a reduce sensibil importurile de țigete, care îi diminuează marja de profit, și de a intensifica exploatarea resurselor interne²³.

În cazul bunurilor de consum, rata anuală de creștere a prețurilor de producție s-a majorat la 11,5 la sută, influența dominantă revenind, și în trimestrul I 2008, industriei alimentare. Dinamica anuală a prețurilor de producție la nivelul acestei

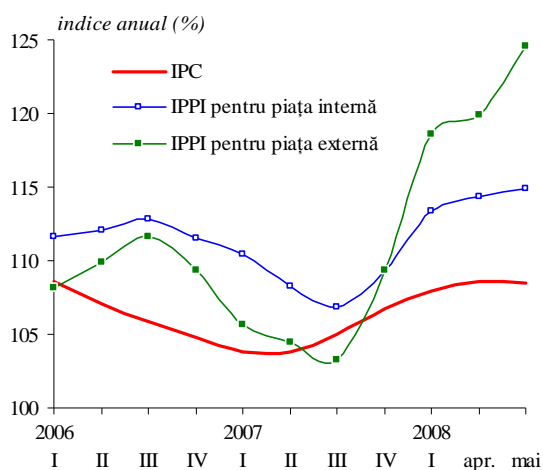
²⁰ Sursa: Banca Mondială.

²¹ Ramurile de extracție și prelucrare a hidrocarburilor; sursa: EUROSTAT.

²² În cazul SNP Petrom, valoarea investițiilor realizate în trimestrul I 2008 a depășit 500 milioane euro, fiind de aproape trei ori mai mare decât cea din perioada similară a anului anterior.

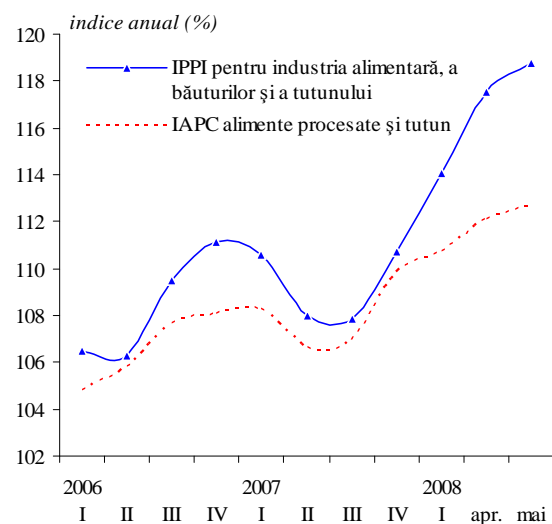
²³ Aproximativ 40 la sută din producția de combustibili este obținută din rafinarea țigetei provenit din resurse interne, SNP Petrom fiind singurul producător autohton care dispune de rezerve proprii.

Prețurile producției industriale și de consum



Sursa: INS

Prețurile mărfurilor alimentare



Sursa: EUROSTAT

ramuri a depășit pentru al treilea interval consecutiv media sectorului prelucrător (până la 15,2 la sută), iar evoluțiile din perioada curentă observate în intervalul aprilie-mai (rată medie lunară de peste 1,5 la sută) indică o probabilitate destul de ridicată de menținere a presiunilor.

Acumulări de ritm s-au înregistrat și în cazul prețurilor de producție aferente bunurilor intermediare (+4,6 puncte procentuale, până la 11,5 la sută), în principal din cauza scumpirii metalelor²⁴, dar o influență revine și efectelor propagate ale escaladării prețului țițeiului. Prin asociere, pe o traiectorie similară s-a înscris și rata de creștere a prețurilor de producție în cazul bunurilor de capital (+1,9 puncte procentuale, până la 12,4 la sută).

În trimestrul II 2008 este puțin probabilă o atenuare de amploare a presiunilor din partea costurilor cu materia primă și, prin urmare, nu sunt previzibile modificări de tendință în evoluția prețurilor de producție.

3.2.2. Prețurile producției agricole

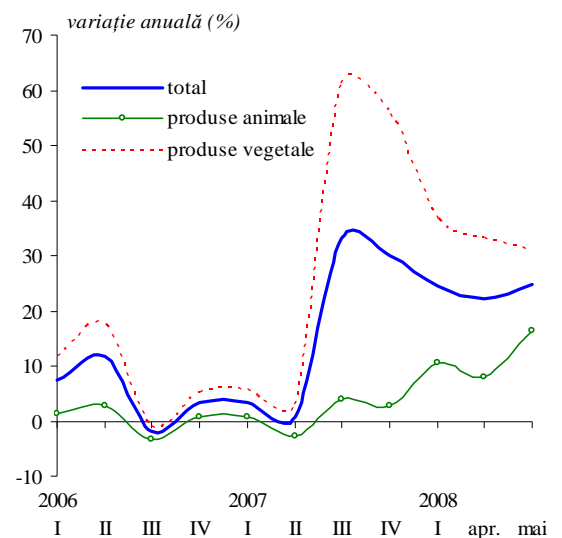
Rata anuală de creștere a prețurilor producției agricole s-a menținut ridicată și în trimestrul I 2008 (+24,6 la sută), chiar dacă în ușoară decelerare față de intervalul precedent.

La nivelul principalelor segmente, evoluțiile au fost mixte:

- (i) pierdere pronunțată de ritm în cazul produselor vegetale (-19,3 puncte procentuale, până la 36,6 la sută) indusă de mișcările de preț consemnate în cazul cerealelor și în cel al legumelor și fructelor; în ceea ce privește plantele oleaginoase, prețurile de producție s-au majorat cu 113 la sută față de trimestrul I 2007;
- (ii) variație anuală în creștere pe segmentul produselor animale (+7,7 puncte procentuale, în principal pe seama a două componente – lapte și ouă); nivelul atins (10,5 la sută) rămâne totuși sensibil inferior celui agregat.

Referitor la această ultimă categorie de produse, trebuie menționat faptul că prețurile de producție ale principalelor sortimente de carne au continuat să scadă în termeni anuali sau au consemnat creșteri sub media grupei, în pofida scumpirii considerabile a furajelor (+56 la sută comparativ cu perioada similară din anul anterior). Deși relativ surprinzătoare, aceste evoluții ar putea fi explicate prin: (i) creșterea numărului de

Prețurile producției agricole



Sursa: INS

²⁴ Indicele privind evoluția prețului metalelor calculat de Banca Mondială indică, pentru trimestrul I 2008, dinamici pozitive de +17,4 la sută față de trimestrul precedent și +22,6 la sută față de perioada similară din anul precedent.

sacrificări la nivelul fermelor, date fiind costurile ridicate de întreținere a animalelor; concluzia este susținută de cifrele privind producția de carne în trimestrul I 2008, care indică majorări cuprinse între 8,8 și 48 la sută, în termeni anuali; (ii) concurența ridicată a importurilor pe aceste segmente; (iii) manifestarea unui efect de bază favorabil în cazul cărnii de vită²⁵, variațiile trimestriale indicând un plus de 10,5 la sută în cazul prețului acestui sortiment.

Semnalele pozitive referitoare la recolta anului curent fac plauzibilă continuarea tendinței de atenuare a dinamicii prețurilor produselor agricole, în special pe segmentul vegetal. Pe piața cărnii, presiunea importurilor va continua probabil să acționeze ca factor inhibitor pentru transferarea în prețuri a majorării costului furajelor; influența favorabilă a unei recolte bune asupra acestui element de cost s-ar putea resimți doar spre finalul intervalului.

²⁵ În perioada februarie-mai 2007, carnea de vită s-a scumpit cu 25,1 la sută față de luna ianuarie, pentru ca ulterior prețul de producție al acesteia să intre pe trend descendent.

IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

BNR a efectuat în trimestrul II 2008 alte două majorări ale ratei dobânzii de politică monetară, care a atins astfel nivelul de 10,0 la sută. În același timp, banca centrală a operat noi modificări la nivelul cadrului operațional al politicii monetare în scopul creșterii eficacității sale, menținând, totodată, neschimbat nivelul ratelor rezervelor minime obligatorii, precum și caracterul ferm al controlului exercitat asupra lichidității de pe piața monetară. Condițiile monetare în sens larg au devenit ușor mai restrictive în această perioadă, în principal ca urmare a reîntăririi monedei naționale în raport²⁶ cu euro și dolarul SUA.

Continuarea înrăutățirii perspectivei inflației și creșterea riscului deteriorării suplimentare a anticipațiilor inflaționiste – puse în evidență în contextul analizării prognozei trimestriale actualizate a evoluțiilor pe termen mediu – au determinat CA al BNR să efectueze în ședința sa din 6 mai 2008 a cincea majorare consecutivă a ratei dobânzii de politică monetară. Resorturile majore ale noii revizuirii ascendente a prognozei inflației²⁷ le constituiau nivelul peste așteptări atins de rata inflației în trimestrul I 2008, dar mai ales creșterea magnitudinii anticipate a ajustărilor de prețuri administrate, precum și a dinamicii prețurilor combustibililor și a prețurilor volatile ale unor produse alimentare. Potențialul inflaționist al acestui context macroeconomic mai era alimentat de sporirea față de proiecția anterioară a amplitudinii și duratei prognozate a deviației pozitive a PIB, precum și de posibila accentuare – pe fondul menținerii incertitudinilor ce continuau să afecteze mediul economic internațional – a riscurilor inflaționiste asociate proiecției, principalele fiind cele induse de: (i) creșterea salariilor în exces față de dinamica productivității muncii; (ii) posibila implementare a unei politici bugetare mai laxe decât cea asumată; (iii) potențiala continuare a deprecierei leului și a creșterii prețurilor internaționale ale petrolului.

²⁶ Condițiile monetare în sens larg includ cursul efectiv de schimb al leului, care este construit pe baza cursurilor de schimb leu/euro, respectiv leu/dolar, utilizând un sistem de ponderare ce reflectă importanța celor două monede în comerțul exterior al României (a se vedea capitolul V. *Perspectivile inflației*).

²⁷ Comparativ cu proiecția prezentată în *Raportul asupra inflației* din februarie 2008.

În același timp însă, s-a evidențiat faptul că glisarea pe un palier superior a noii traiectorii prognozate a ratei anuale a inflației era inferioară, ca magnitudine și ca durată, valorilor similare din prognoza anterioară; pe deasupra, decelerarea așteptată a inflației în a doua parte a orizontului de proiecție se contura a fi relativ mai rapidă, valorile previzionate ale ritmului anual de creștere a prețurilor de consum coborând chiar sub nivelurile rezultate în proiecția precedentă. În aceste condiții CA al BNR a decis să reducă la 0,25 puncte procentuale pasul de majorare a ratei dobânzii de politică monetară, aceasta fiind ridicată astfel până la nivelul de 9,75 la sută.

În luna iunie CA al BNR a prelungit mișcarea crescătoare a ratei dobânzii de politică monetară, operând asupra acesteia o nouă majorare de 0,25 puncte procentuale (până la nivelul de 10,0 la sută). Decizia a fost justificată de continuarea înrăutățirii pe termen scurt a perspectivelor inflației, în condițiile anticipării menținerii și chiar ale amplificării acțiunii factorilor pe partea ofertei și a costurilor, de natură să inducă riscul deteriorării anticipațiilor inflaționiste. Un alt argument major în favoarea deciziei CA al BNR l-a constituit probabilitatea ridicată a creșterii și prelungirii intensității presiunilor inflaționiste ale cererii. Astfel, potrivit celor mai recente date statistice, creșterea economică a consemnat în trimestrul I 2008 o accelerare semnificativă (de la 6,6 în trimestrul IV 2007 la 8,2 la sută – a se vedea Capitolul III. *Evoluții ale activității economice*), la originea căreia s-a aflat expansiunea puternică a cererii interne (un ritm anual de creștere de 15,9 la sută); aceasta a reflectat prelungirea trendului ascendent al dinamicii investițiilor, dar mai ales reacelerarea creșterii consumului final efectiv al gospodăriilor populației, alimentată de dinamica înaltă a veniturilor (în special a celor din salarii) și a creditului acordat acestui sector. Dinamizarea absorbției interne a antrenat nu doar o creștere la un nivel record a dinamicii importurilor de bunuri și servicii – care, coroborată cu continuarea deprecierii leului față de euro, a fost de natură să amplifice presiunile inflaționiste contemporane – dar a determinat, cel mai probabil, și o amplificare a deviației pozitive a PIB; translatarea acesteia asupra presiunilor inflaționiste ale cererii este posibil să fi fost însă doar parțială, în condițiile în care determinanții principali ai accelerării creșterii consumului populației din trimestrul I i-au constituit ampla majorare a ritmului de creștere a achizițiilor de autovehicule, precum și revenirea autoconsumului la o rată pozitivă de creștere. Cu toate acestea, riscurile inflaționiste induse de evoluția pe termen scurt a cererii continuau să fie majore, datele statistice parțiale aferente trimestrului II sugerând ca fiind posibile prelungirea creșterii economice susținute și menținerea dinamicii foarte ridicate a cererii interne; câteva indicii ale unei asemenea perspective le constituiau, printre altele, majorarea puternică consemnată de

câștigurile salariale în luna aprilie, precum și prelungirea dinamicii excesiv de înalte a creditului acordat sectorului privat, deși aceasta a manifestat în ultimele luni o ușoară tendință de scădere.

Evoluția creditului acordat populației a susținut această tendință, în condițiile în care ritmul său anual de creștere a înregistrat o reducere în perioada aprilie-mai (până la valoarea medie de 66,0 la sută), după două trimestre consecutive de creștere. Schimbarea de traiectorie a acestui credit s-a datorat atât componente în lei, cât și cele în valută. Dinamica medie anuală reală a primei componente și-a prelungit declinul (cu 3,6 puncte procentuale sub media trimestrului I 2008), în principal ca urmare a continuării ajustării ascendente a ratelor medii ale dobânzilor aplicate acestor credite. Concomitent, după șase trimestre consecutive de creștere, dinamica medie anuală a împrumuturilor în devalize ale persoanelor fizice a scăzut în perioada aprilie-mai (la 111,8 la sută, față de 120,4 la sută în trimestrul I 2008), mișcarea descendentă caracterizând atât rata de creștere a creditelor în euro (ale căror rate de dobândă au suferit la rândul lor ușoare mișcări ascendente), cât și pe cea a componente în franci elvețieni. Totodată, s-au consolidat tendințele favorabile evidențiate anterior la nivelul structurii pe destinații: rata anuală medie de creștere a creditelor pentru consum s-a diminuat din nou (59,5 la sută, față de 65,8 la sută în trimestrul I 2008), scăderea acesteia fiind mai amplă decât cea consemnată de variația anuală medie reală a creditelor pentru locuințe (cu 3,9 puncte procentuale, până la 71,9 la sută).

În același timp însă și economisirea în lei a populației a cunoscut o pierdere de ritm; astfel, rata anuală reală de creștere a depozitelor la termen cu scadența sub doi ani în lei ale populației s-a redus până la un nivel mediu de 2,4 la sută (față de 5,7 la sută în trimestrul I 2008), în pofida faptului că ratele dobânzilor la plasamentele noi din această categorie au fost majorate în medie cu 1,7 puncte procentuale față de valoarea din trimestrul I. Și dinamica depozitelor în valută pe această scadență s-a redus, astfel încât soldul total al depozitelor la termen cu scadența sub doi ani ale populației și-a diminuat rata medie anuală de creștere reală la doar 10,9 la sută (14,1 la sută în trimestrul I 2008). La rândul lor, plasamentele ON ale persoanelor fizice, precum și cele la termen pe scadența peste doi ani ale acestui segment au consemnat în perioada aprilie-mai reduceri ușoare ale dinamicii medii în raport cu valorile consemnate în trimestrul I 2008.

Similar trimestrelor precedente, prin deciziile de creștere a ratei dobânzii de politică monetară BNR a mai urmărit să contracareze riscul continuării deteriorării anticipațiilor inflaționiste și al producerii efectelor secundare ale șocurilor pe

partea ofertei. Acest risc era amplificat, pe de o parte, de reconfirmarea perspectivei prelungirii dincolo de anul 2008 a perioadei în care rata anuală a inflației se va situa deasupra limitei superioare a intervalului de variație din jurul țintei și, pe de altă parte, de magnitudinea și multitudinea efectelor inflaționiste anticipate a fi generate de creșterea prognozată a prețului combustibililor, precum și de ajustările anunțate ale prețurilor administrate (gaze naturale, energie electrică) și ale accizelor. În schimb, riscul ca evoluția și comportamentul cursului de schimb al leului să alimenteze în continuare consistent așteptările inflaționiste a fost evaluat a fi în scădere, mai ales în a doua parte a trimestrului, când valorile zilnice ale raportului leu/euro au consemnat o tendință de stabilizare (a se vedea subsecțiunea 2.2 *Cursul de schimb și fluxurile de capital*), sustenabilitatea acestei evoluții rămânând, însă, incertă.

Pe parcursul perioadei analizate, BNR a continuat să gestioneze ferm lichiditatea de pe piața monetară; rezervele excedentare au fost drenate și în acest interval în principal prin atragerea de depozite, în condițiile în care scăderea excedentului de lichiditate și fluctuațiile sezoniere ample ale factorilor autonomi ai lichidității au fost de natură să reducă interesul băncilor pentru certificatele de depozit oferite de banca centrală. În același timp, BNR a operat o serie de modificări la nivelul cadrului operațional al politicii monetare. Astfel, pentru a crește eficacitatea gestionării de către banca centrală a condițiilor lichidității de pe piața monetară și, implicit, a influenței exercitate de instrumentele de politică monetară asupra ratelor dobânzilor pe termen scurt de pe această piață, BNR a redus scadența operațiunilor standard de atragere de depozite de la două săptămâni la o săptămână. Totodată, în scopul ameliorării transmiterii semnalelor de politică monetară și al reducerii amplitudinii fluctuațiilor ratelor dobânzilor de pe piața monetară interbancară, s-a decis imprimarea unui caracter simetric coridorului format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară și restrângerea amplitudinii acestuia la valoarea de ± 4 puncte procentuale; prin urmare, rata dobânzii pentru facilitatea de depozit, precum și rata dobânzii pentru facilitatea de creditare au fost majorate de la 2 la sută la 5,75 la sută și, respectiv, de la 12 la sută la 13,75 la sută.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentele pieței interbancare au continuat să crească în trimestrul II, iar cursul leu/euro s-a re poziționat pe un trend ușor descendent, diminuându-și treptat volatilitatea. Dinamica anuală a masei monetare a rămas la un nivel înalt în perioada martie-mai 2008, reflectând menținerea ritmului alert de creștere a creditului acordat sectorului privat, majorarea cheltuielilor bugetare, dar și influența unor factori conjuncturali.

2.1. Ratele dobânzilor

Ratele dobânzilor pieței monetare interbancare au urmat în trimestrul II traiectoria ascendentă a ratei dobânzii de politică monetară. Încorporând majorările succesive ale acesteia, dar și efectul relativei sporiri a restrictivității condițiilor lichidității în prima parte a intervalului, media randamentelor depozitelor interbancare a urcat cu 1,1 puncte procentuale comparativ cu trimestrul precedent, până la 10,1 la sută.

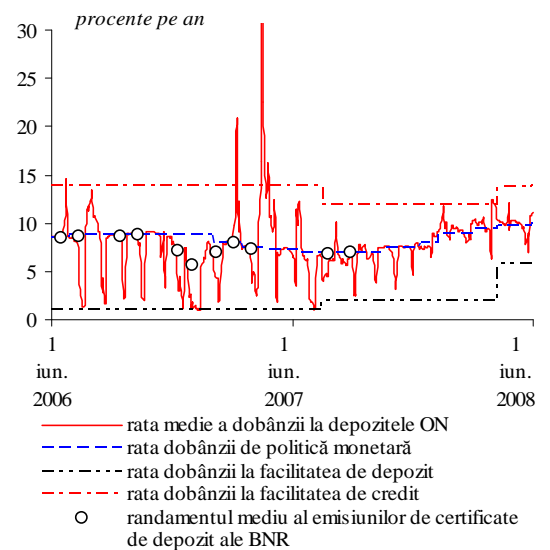
Banca centrală a continuat să gestioneze într-o manieră fermă lichiditatea din sistem, eficacitatea acestui proces beneficiind, începând cu luna mai, de efectul măsurii de reducere de la două săptămâni la o săptămână a scadenței operațiunilor standard de atragere de depozite.

În acest context, abaterile în ambele sensuri ale randamentelor ON de la nivelul ratei dobânzii de politică monetară, deși relativ mai ample comparativ cu trimestrul anterior, au avut doar un caracter tranzitoriu. Acestea fie s-au produs în mod tipic la finele perioadelor de constituire a RMO, fie au fost generate de factori de natură sezonieră, precum amplificarea puternică în ultima parte a lunii aprilie a absorbțiilor de lichiditate ale Trezoreriei, cu ocazia decontării plăților bugetare trimestriale²⁸. Volatilitatea randamentelor pe termen foarte scurt a crescut ușor în acest context, însă a rămas la un nivel apropiat minimului ultimilor 3 ani consemnat în trimestrul anterior.

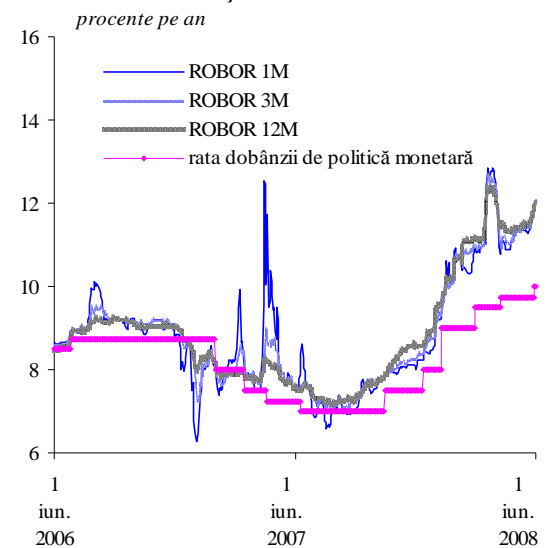
La rândul lor, ratele dobânzilor ROBOR (1M-12M) au continuat să urce sub impactul majorărilor ratei dobânzii de politică monetară, dar și al așteptărilor pieței privind efectuarea de noi creșteri ale acesteia în perioada imediat următoare. Evoluția pe parcursul trimestrului a acestor cotații a fost însă neuniformă, ele suferind o creștere abruptă temporară în prima parte a lunii aprilie, ca urmare a temerii instalate în rândul operatorilor privind o potențială contracție imediată a lichidității din sistem (inclusiv datorită previzibilei restrângeri a lichidității excedentare în lunile următoare). În luna iunie, curba randamentelor ROBOR (1M-12M) s-a plasat la un nivel situat în medie cu 0,65 puncte procentuale peste cel de la finele trimestrului precedent; ajustări mai ample au fost consemnate pe maturitățile mai scurte, astfel încât traiectoria acestor randamente a înregistrat o relativă aplatizare.

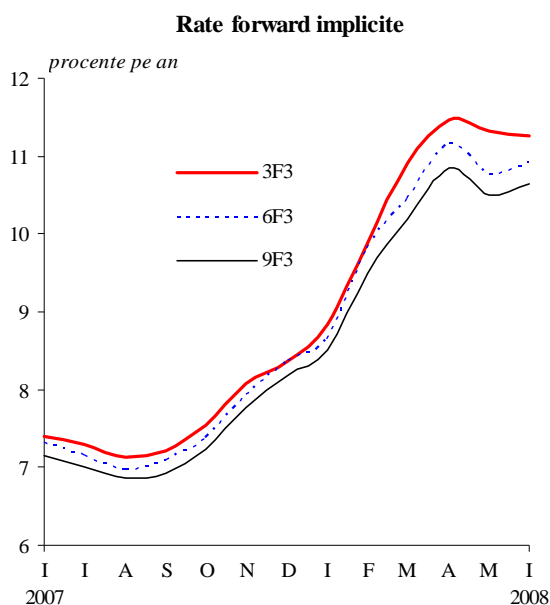
²⁸ Pe fondul restrângerii progresive a excedentului structural din sistemul bancar, sporirea incertitudinii operatorilor privind absorbțiile de rezerve generate de factorii autonomi ai lichidității în perioada aprilie-mai a făcut ca ratele dobânzilor ON să reflecte în mod asimetric evoluția condițiilor lichidității (înregistrând scăderi mai puțin abrupte și/sau rapide în perioadele caracterizate de excedent de lichiditate și reacționând mai puternic la apariția unor deficite de rezerve).

Ratele dobânzilor pe piața monetară interbancară



Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



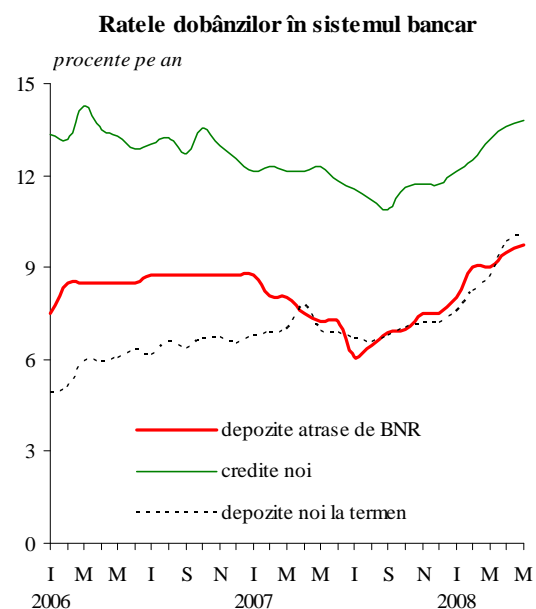


În același timp, traiectoria anticipată a cotațiilor ROBOR 3M, ilustrată de ratele *forward* implicate (calculate pornind de la cotațiile medii din iunie) s-a ridicat cu aproximativ 0,7-0,8 puncte procentuale deasupra celei așteptate în trimestrul I. Astfel, valoarea medie a ratei ROBOR 3M anticipată pentru luna septembrie este de 11,3 la sută, aceasta fiind estimată să coboare la 10,9 la sută în ultima lună a acestui an și la 10,6 la sută la sfârșitul primului trimestru al anului viitor.

La rândul lor, randamentele pieței primare a titlurilor de stat au continuat să crească în trimestrul II, MEF acceptând, în lunile aprilie și mai, majorări succesive ale ratelor maxime de dobândă. Astfel, la finele perioadei, acestea s-au situat la 10,75 la sută la titlurile de stat cu scadența de cel mult un an (+1,25 puncte procentuale) și la 10,0, respectiv 9,5 la sută la obligațiunile pe 3, respectiv 5 ani (+0,5 puncte procentuale în ambele cazuri). Ratele medii ale dobânzilor au crescut comparativ cu cele de la finele trimestrului anterior cu 1,3 puncte procentuale (până la 10,74 la sută) în cazul certificatelor de trezorerie și cu 0,52, respectiv 0,48 puncte procentuale (până la 9,99, respectiv 9,45 la sută) în cel al obligațiunilor de stat de tip *benchmark* emise pe termen de 3, respectiv 5 ani. Valoarea titlurilor de stat puse în circulație în trimestrul II a fost de circa 1 814 milioane RON, în condițiile în care MEF a anunțat un volum de 5 800 milioane RON; nerezidenții au fost absenți la licitațiile organizate în această perioadă.

Rulajul trimestrial al pieței secundare a titlurilor de stat a scăzut semnificativ, ajungând la circa 2 500 milioane RON (cel mai redus din ultimele șase trimestre); peste 99 la sută din tranzacții au fost ireversibile. Cele mai tranzacționate înscrisuri au fost obligațiunile de stat cu scadența reziduală de 5 ani, randamentul mediu corespunzător crescând comparativ cu cel din trimestrul anterior cu 1,4 puncte procentuale, până la 9,11 la sută.

Creșterea ratei dobânzii de politică monetară și a randamentelor pieței interbancare a continuat să se repercuteze asupra ratelor medii ale dobânzilor la creditele noi și la depozitele la termen noi, acestea consemnând o relativă accelerare a mișcării ascendente în perioada martie-mai 2008. Manifestând o receptivitate pronunțată la evoluția randamentelor interbancare, rata medie a dobânzii la creditele noi ale societăților nefinanciare s-a majorat semnificativ în luna mai față de februarie (+1,60 puncte procentuale, până la 14,11 la sută). Amplitudinea creșterii a fost însă mai redusă în cazul creditelor noi acordate populației (doar 0,51 puncte procentuale, până la 13,06 la sută), în condițiile în care: (i) ratele medii ale dobânzilor la creditele noi de consum și la cele pentru dezvoltarea afacerilor au suferit doar creșteri de mică anvergură (+0,37 puncte procentuale, până la 13,21 la sută și respectiv +0,43 puncte procentuale, până la



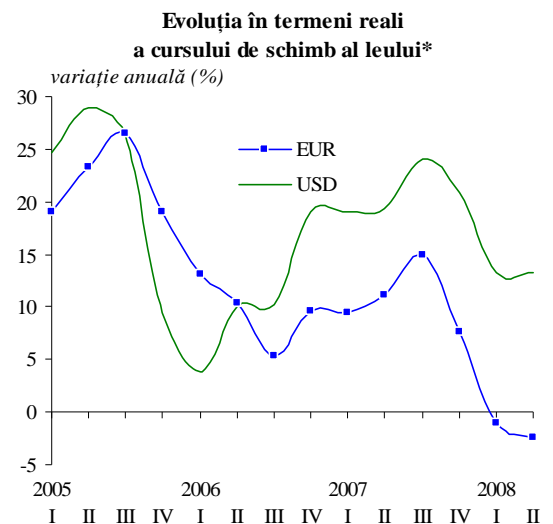
16,54 la sută în mai), iar (ii) rata medie a dobânzii la creditele noi pentru locuințe a crescut în martie, dar a consemnat ulterior scăderi succesive, poziționându-se în luna mai la un nivel inferior cu 0,9 puncte procentuale celui din februarie. Și ratele dobânzilor oferite pentru depozitele noi la termen au acumulat creșteri, chiar mai consistente (cu 1,8 puncte procentuale, până la nivelul de 10,37 la sută în cazul plasamentelor societăților nefinanciare, și cu 1,99 puncte procentuale, până la nivelul de 9,37 la sută, în cazul depozitelor noi ale populației), în condițiile în care nevoile sporite de resurse au determinat băncile să promoveze în mod mai agresiv produse de economisire cu randamente mai înalte.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro și-a întrerupt în trimestrul II mișcarea ascendentă și s-a repositionat pe un trend ușor descendent. Evoluția acesteia a fost în principal efectul atenuării aversiunii față de risc, dar și al circumspecției relativ mai pronunțate pe care investitorii financiarți au continuat să o manifeste față de piața financiară locală; ca urmare, aprecierea leului a fost inferioară ca magnitudine celei consemnate de alte monede din regiune.

Astfel, în intervalul aprilie-iunie, leul a acumulat în raport cu euro o apreciere de 1,8 la sută în termeni nominali și de 3,1 la sută în termeni reali. În raport cu dolarul SUA, în condițiile în care valoarea acestuia a scăzut față de euro, leul și-a accelerat aprecierea nominală (2,0 la sută) și și-a redus-o ușor pe cea reală (3,3 la sută). Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul II, leul și-a consolidat însă deprecierea în raport cu euro (10,1 la sută în termeni nominali și 2,4 la sută în termeni reali) și și-a diminuat marginal aprecierea față de dolarul SUA.

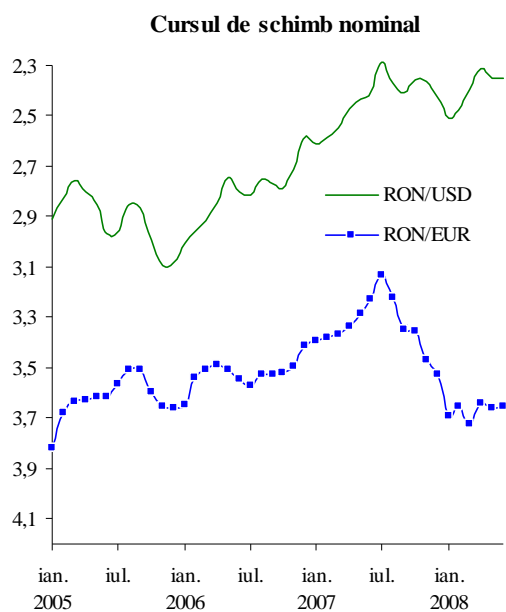
Moneda națională a manifestat o tendință relativ rapidă de întărire în prima parte a intervalului, evoluție ce a reflectat în principal: (i) diminuarea aversiunii față de risc a investitorilor financiarți²⁹, (ii) relativa ameliorare a percepției operatorilor valutare asupra perspectivei economiei românești, în condițiile în care o parte din datele publicate în acest interval s-au situat peste așteptări (producția industrială, exporturile, investițiile directe și câștigul salarial mediu nominal), precum și (iii) creșterea randamentelor pieței monetare. În acest context, interesul nerezidenților pentru plasamente pe piața financiară



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

Sursa: INS, BNR

²⁹ După căderile abrupte din trimestrul I, indicii Dow Jones STOXX, S/P500 și Nikkei 225 au crescut în luna aprilie cu 4,5 la sută, 4,0 la sută și, respectiv, 6,3 la sută.



locală a sporit – fapt confirmat și de creșterea fluxurilor de depozite pe termen lung – iar vânzările lor de devize au devenit, pentru prima dată în ultimele șapte luni, excedentare. Întărirea leului a fost susținută și de evoluția favorabilă a intrărilor de natura împrumuturilor financiare³⁰ dar, mai ales, de creșterea investițiilor directe (inclusiv pe seama sumelor aferente privatizării S.C. Electrica S.A. Muntenia Sud). Sporirea la un nivel record a cererii de devize a rezidenților a încetinit doar în mică măsură scăderea cursului leu/euro, a cărui valoare a atins în data de 23 aprilie minimumul acestui an (3,5614); și volatilitatea cursului de schimb leu/euro s-a redus, valoarea acestuia rămânând însă superioară parametrului similar al cursurilor principalelor monede din regiune. Traectoria raportului leu/euro s-a inversat însă începând cu 24 aprilie, iar leul a pierdut în următoarele zile circa 3 la sută față de euro, în principal ca efect al accentuării temerilor privind încetinirea creșterii economice în Europa.

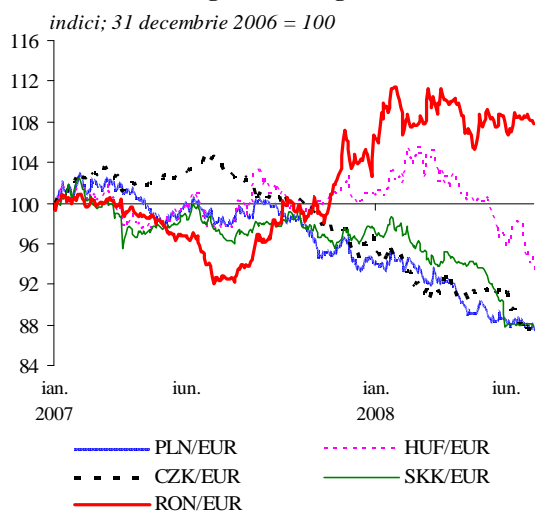
Acesteia i s-a asociat în perioada următoare o creștere a gradului de circumspecție manifestată de investitorii financieri vis-à-vis de piața financiară locală, având ca potențiale resorturi: (i) concluziile relativ pesimiste ale unor analize/prognoze privind evoluția pe termen scurt a economiei românești publicate în această perioadă³¹; (ii) caracterul contradictoriu al unora dintre datele statistice apărute³² de natură a alimenta incertitudinile privind perspectivele fundamentelor economice interne și posibil (iii) infirmarea așteptărilor unor investitori străini privind magnitudinea majorării ratei dobânzii de politică monetară operate de CA al BNR la începutul lunii mai. Pe acest fond, interesul nerezidenților pentru plasamente pe piața financiară locală s-a diminuat, vânzările nete de devize ale acestora reducându-se la mai puțin de jumătate din nivelul lunii anterioare. Drept consecință, contrar evoluției principalelor monede din regiune și în pofida receptării spre finele lunii a influenței exercitate de întărirea coroanei slovace și de reevaluarea parității centrale a acesteia, leul a pierdut în luna mai 0,5 la sută față de euro; totodată, deși în ușoară scădere, volatilitatea cursului de schimb leu/euro s-a menținut ridicată.

³⁰ În intervalul ianuarie – aprilie valoarea împrumuturilor financiare și a depozitelor pe termen lung a sporit cu 38,5 la sută comparativ cu cea consemnată în trimestrul I.

³¹ BERD a diminuat nivelul prognozat al creșterii economice pentru anul 2008, o analiză a *Economist Intelligence Unit* a plasat România printre cele mai vulnerabile state, iar un raport *Moody's Investor Service* a inclus România în categoria țărilor cu risc moderat din perspectiva unei posibile reevaluări a riscului de țară.

³² Producția industrială, deficitul contului curent, volumul cifrei de afaceri pentru comerț și servicii, câștigul salarial mediu nominal brut și IPC.

Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Sursa: BNR, BCE

Evoluția relativ sinuoasă a cursului de schimb al leului s-a prelungit și în prima parte a lunii iunie, sub influențele exercitate de: (i) publicarea cifrelor peste așteptări privind creșterea PIB în trimestrul I și, mai ales, de (ii) reescaladarea aversiunii față de risc a investitorilor financiari în contextul întezirii semnalelor nefavorabile³³ privind economiile principalelor state ale lumii. Ulterior însă, raportul leu/euro și-a diminuat semnificativ variațiile zilnice (volatilitatea cursului de schimb leu/euro a atins în luna iunie minimumul ultimelor unsprezece luni) iar, în perioada ce a urmat majorării ratei dobânzii de politică monetară, acesta s-a plasat pe un trend cvasiconstant descendent; cu toate acestea, pe plan regional, leul a înregistrat cea mai mică apreciere lunară în raport cu euro (0,1 la sută).

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În perioada martie-mai 2008, ritmul de creștere³⁴ a masei monetare (26,9 la sută – al doilea vârf din seria de date disponibile) s-a menținut în proximitatea valorii înalte pe care a consemnat-o în perioada precedentă, în condițiile în care expansiunea lichidității din economie a fost impulsionată de accelerarea creșterii economice, de sporirea cheltuielilor bugetare și de efectul contabil al deprecierei monedei naționale³⁵, dar mai ales de efectul *one-off* exercitat de decontarea privatizării companiei Electrica S.A. Muntenia Sud; în sens opus a acționat adâncirea temporară a deficitului balanței comerciale în prima parte a intervalului. Din perspectiva contrapartidelor, evoluția masei monetare a reflectat efectele de sens opus exercitate, pe de o parte, de: (i) schimbările de portofoliu la care au recurs companiile și administrația publică locală, concretizate în transformarea unor plasamente cu scadența peste doi ani în depozite la termen sub doi ani și de (ii) intensificarea declinului depozitelor administrației publice centrale și, pe de altă parte, de încetinirea creșterii creditului intern, precum și de adâncirea soldului negativ al activelor externe nete.

³³ Respectiv retrogradarea de către Standard&Poor's a calificativelor acordate unor importante societăți financiare, creșterea semnificativă a șomajului în SUA, înmulțirea indicilor în sensul temperării creșterii economice în Germania și Franța și creșterea la maximum ultimilor 16 ani a ratei inflației în zona euro. În acest context, indicii de preț ai piețelor de capital externe au consemnat scăderi abrupte, în timp ce prețul petrolului a atins noi maxime istorice.

³⁴ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada martie-mai 2008, exprimate în termeni reali la finele lunii.

³⁵ În această perioadă, deprecierea anuală nominală a cursului de schimb leu/euro de la finele lunii a fost cea mai mare din ultimii patru ani.

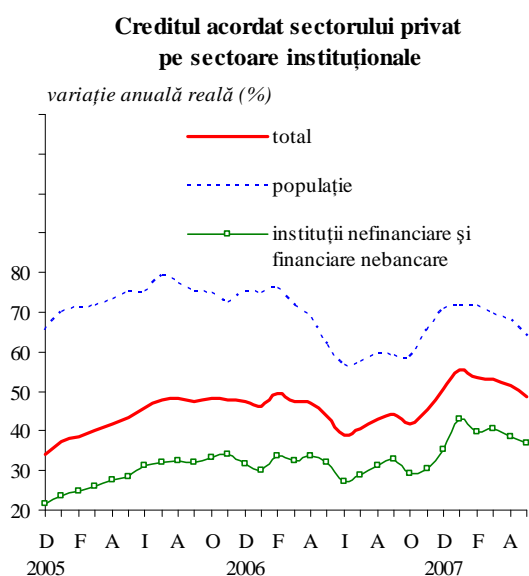
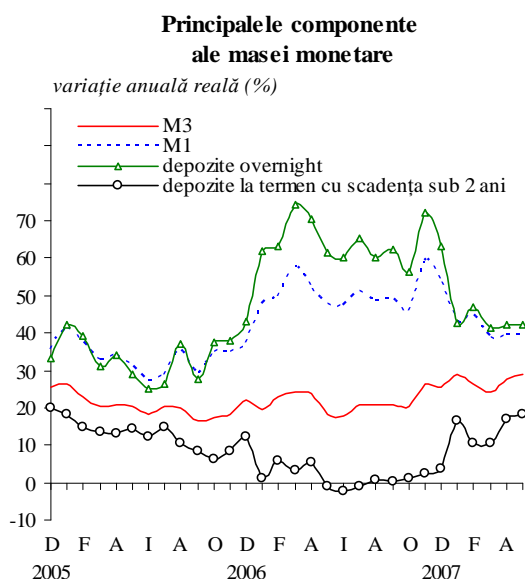
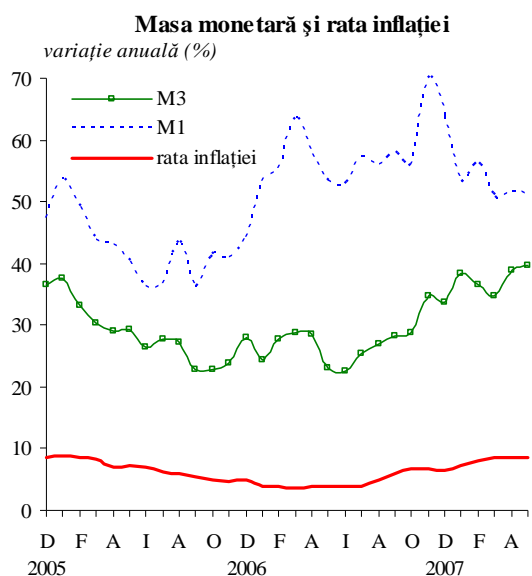
Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2007 5 luni	2008 5 luni
Contul financiar	6 444	7 076
Investiții directe	2 775	4 114
rezidenți în străinătate	-51	128
nerezidenți în România	2 826	3 986
Investiții de portofoliu și derivate financiare	104	-53
rezidenți în străinătate	-256	-143
nerezidenți în România	360	90
Alte investiții de capital	4 320	3 246
<i>din care:</i>		
pe termen mediu și lung	1 390	1 721
pe termen scurt	-1 056	-128
numerar și depozite pe termen scurt	2 768	-491
Active de rezervă ale BNR (net)		
("-" creștere/"+"scădere)	-755	-230

Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

	variație procentuală în termeni reali					
	2007			2008		
	II	III	IV	I	apr.	mai
	<i>ritm mediu al trim.</i>					
M3	20,1	20,8	24,1	26,5	27,8	28,8
M1	49,1	49,7	53,0	42,2	39,6	39,6
Numerar în circulație	21,4	24,4	29,7	38,0	32,6	32,5
Depozite overnight	63,9	62,7	63,9	43,9	42,4	42,3
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	0,7	-0,1	2,4	12,6	16,9	18,2

Sursa: INS, BNR



Perioada s-a caracterizat prin continuarea sporirii ritmului de creștere³⁶ a depozitelor la termen cu scadența sub doi ani, dar și prin prelungirea scăderii dinamicii masei monetare în sens restrâns – antrenată de decelerarea creșterii numerarului în circulație și de continuarea declinului ratelor de creștere a depozitelor *overnight* în lei și în valută ale principalele categorii de clienți. În cazul companiilor, evoluția s-ar putea asocia posibilei creșteri temporare a plăților externe (în special a celor aferente importurilor³⁷), dar mai ales reorientării acestor plasamente înspre depozite la termen pe scadențe scurte, devenite mult mai atractive ca urmare a creșterii sensibile a ratelor dobânzilor oferite (atât pentru plasamentele noi în lei, cât și pentru cele în euro).

Sporirea substanțială a ritmului de creștere a depozitelor la termen sub doi ani s-a produs preponderent pe seama accelerării vitezei de creștere a plasamentelor în valută ale companiilor, care a atins, în contextul transferării sumelor provenite din privatizarea S.C. Electrica S.A. Muntenia Sud (826,4 milioane euro), cea mai mare valoare din ultimele 10 trimestre (52,6 la sută); un efect stimulator a fost exercitat și de creșterea sumelor transferate către firme dinspre bugetul consolidat³⁸. În schimb, ritmul de creștere a soldului depozitelor la termen sub doi ani în lei și în valută ale persoanelor fizice s-a redus, în pofida majorării semnificative a ratelor dobânzilor oferite pentru aceste plasamente, precum și continuării creșterii rapide a veniturilor populației, evoluția putând fi corelată cu amplificarea serviciului datoriei către bănci a acestui segment.

Creditul

Creditul acordat sectorului privat și-a redus doar ușor în intervalul martie-mai 2008 ritmul de creștere³⁹ (51,1 la sută, al doilea vârf din ultimii doi ani și jumătate) în raport cu nivelul record pe care l-a înregistrat în perioada anterioară, ambele componente, dar mai ales cea în valută înregistrând o scădere de dinamică. Evoluția acestor împrumuturi a resimțit efectul inhibitor pe care l-au exercitat asupra ofertei de credite:

³⁶ Variațiile principalelor componente ale M3 au continuat să reflecte efectele generate de adoptarea, în anul 2007, a unei noi metodologii de calcul al indicatorilor monetari; astfel, dinamicile numerarului în circulație, depozitelor la termen sub doi ani și respectiv depozitelor *overnight* au revenit pe paliere apropiate celor din anul 2006, fiind mai înalte în primele două cazuri și mai scăzute în ultimul.

³⁷ În luna martie 2008, deficitul comercial lunar a fost cel mai mare din decembrie 2007, iar variația lunară a depozitelor *overnight* în valută ale companiilor a consemnat cea mai mare valoare negativă din noiembrie 2007.

³⁸ Ritmul de creștere a cheltuielilor bugetului consolidat din această perioadă (32,5 la sută) a fost de nouă ori mai mare decât cel din intervalul anterior.

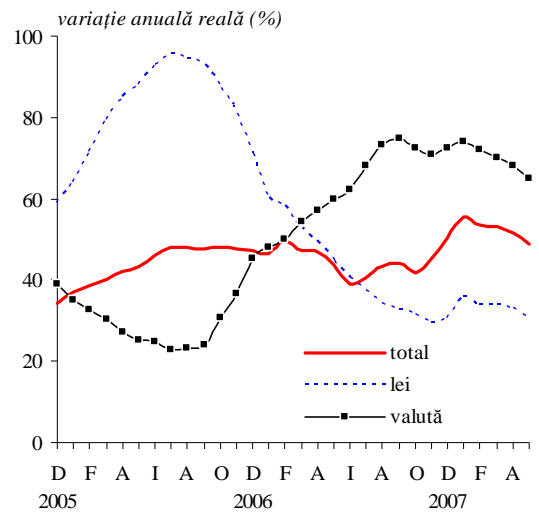
³⁹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada martie-mai 2008, exprimate în termeni reali la finele lunii.

(i) aplicarea noilor coeficienți de provizionare a creditelor în valută⁴⁰, (ii) creșterea costurilor resurselor atrase de la băncile-mamă⁴¹ și posibila reducere a dinamicii acestor fluxuri și (iii) potențiala prelungire a practicii de transferare în străinătate a unor părți din portofoliul de credite al băncilor; în același sens au acționat pe partea cererii: (i) menținerea apelului consistent al companiilor la împrumuturile directe din străinătate⁴², (ii) creșterea ratelor dobânzilor pentru cea mai mare parte a diferitelor categorii de credite noi și (iii) potențiala atingere a pragului de suportabilitate a îndatorării de către segmentul populației cu venituri reduse. Influența conjugată a acestor factori a fost ușor superioară efectului stimulat pe care l-au exercitat menținerea concurenței puternice din sistemul bancar, continuarea creșterii rapide a veniturilor persoanelor fizice, precum și potențiala îmbunătățire a situației financiare a companiilor⁴³.

Pe acest fond, atât dinamica împrumuturilor populației (67,2 la sută), cât și cea a creditelor companiilor (38,6 la sută) au consemnat ușoare reduceri, acestea rămânând însă la niveluri foarte înalte. În cazul companiilor, temperarea ritmului de creștere a caracterizat atât împrumuturile în lei, cât și pe cele în valută ale societăților nefinanciare, în condițiile în care ratele dobânzilor la creditele noi în lei și în euro acordate acestui segment au fost ajustate ascendent. În schimb, soldul creditelor acordate instituțiilor financiare nemonetare și-a accelerat creșterea, iar acestea au continuat să se reorienteze dinspre împrumuturile în valută spre cele în lei.

La rândul ei, temperarea vitezei de creștere a împrumuturilor populației – survenită după două trimestre de ascensiune – s-a datorat prelungirii declinului dinamicii componentei în lei, dar și reducerii, după un an și jumătate, a ratei de creștere a creditului în valută; totuși, aceasta din urmă a continuat să fie de peste trei ori mai mare decât ritmul de creștere a creditului în lei⁴⁴. Și creditele de consum (în lei și în valută) și-au încetinit

Creditul acordat sectorului privat pe monede



Sursa: INS, BNR

⁴⁰ Regulamentul nr. 4/2008 pentru modificarea și completarea Regulamentului nr. 5/2002 privind clasificarea creditelor și plasamentelor, precum și constituirea, regularizarea și utilizarea provizioanelor specifice de risc de credit și a normelor metodologice pentru aplicarea acestuia.

⁴¹ Deși s-a menținut la un nivel înalt din perspectivă istorică, raportul dintre pasivele externe și creditul acordat sectorului privat (47,0 la sută) a fost cel mai mic din ultimele trei trimestre.

⁴² Conform datelor din bilanța de plăți, în lunile martie-aprilie 2008 volumul creditelor financiare ale sectorului nebanca s-a menținut consistent.

⁴³ Sugerată de majorarea ritmului de creștere a impozitului pe profit în perioada martie-mai 2008.

⁴⁴ Nivelul foarte înalt al dinamicii creditului în valută al populației a reflectat cu preponderență viteza de creștere deosebit de ridicată – aflată însă în scădere – a componentei denominate în franci elvețieni, care și-a majorat ponderea în totalul creditelor în valută ale populației de la 17,9 la sută în februarie 2008 la 18,8 la sută în mai 2008.

creșterea, în condițiile în care ratele dobânzilor la creditele noi în lei, dar mai ales la cele în euro cu această destinație au fost majorate ușor. În schimb, viteza de creștere a creditului destinat locuințelor a sporit marginal (ratele anuale de creștere consemnând însă o scădere treptată în lunile aprilie și mai), această categorie fiind intens promovată, inclusiv prin reduceri sensibile ale ratelor dobânzilor; componenta în lei și-a menținut trendul ascendent al dinamicii medii (valorile lunare consemnând însă un declin față de nivelul din luna februarie 2008), iar cea în valută și-a frânat viteza de creștere, aceasta consemnând totuși al doilea record al ultimilor doi ani și jumătate. În aceste condiții, ponderea medie a creditelor pentru locuințe în totalul creditelor populației a atins cea mai mare valoare din ultimii doi ani (24,1 la sută).

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației la sfârșitul anului 2008 la nivelul de 6,6 la sută, cu 0,6 puncte procentuale peste cel prognozat în Raportul asupra inflației din luna mai. Pentru 2009, inflația proiectată la finele anului se situează cu 0,7 puncte procentuale peste cea prognoțată anterior (4,2 la sută față de 3,5 la sută).

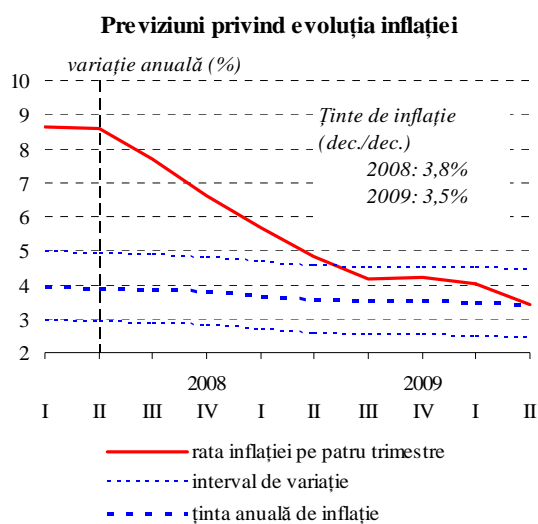
Revizuirea prognozei privind inflația este rezultatul unor evoluții recente și al unor traiectorii viitoare ale principalilor factori de influență care marchează abateri notabile de la coordonatele proiecției precedente. Deviația în sus se datorează în principal unor presiuni mai ample din partea cererii agregate datorate accelerării semnificative a creșterii economice din trimestrul I 2008, unui scenariu mai puțin favorabil de evoluție a prețurilor administrate și revizuirii substanțiale a traiectoriei proiectate a inflației combustibililor. Aceste influențe nu pot fi complet neutralizate de un curs de schimb al leului relativ mai favorabil dinamicii prețurilor de import cu începere din trimestrul II și de impactul unei recolte anticipate bune asupra prețurilor bunurilor alimentare. Chiar dacă rata dobânzii de politică monetară a fost repetat majorată pentru a contracara efectele șocurilor multiple care au afectat economia, atât decalajele structurale inerente preluării impulsurilor politicii monetare la nivelul economiei reale, cât și ajustarea în sus a așteptărilor privind inflația ale agenților economici limitează pentru anul curent eficacitatea acesteia în diminuarea presiunilor inflaționiste generate de excesul de cerere.

Impactul traiectoriei recente și a celei proiectate a dobânzii de politică monetară asupra ansamblului condițiilor monetare reale se manifestă cu precădere pe parcursul anului 2009. Caracterul restrictiv al cursului de schimb și propagarea impulsurilor transmise de politica monetară asupra ratelor dobânzilor bancare se vor accentua gradual, favorizând contracararea presiunilor inflaționiste ale cererii agregate. Reintrarea, începând cu trimestrul III 2009, a inflației anuale IPC în intervalul de variație din jurul țintei centrale este favorizată de disiparea treptată a efectelor negative ale ajustării semnificative a prețurilor administrate din luna iulie a.c., precum și de reancorarea așteptărilor inflaționiste la o traiectorie descendentă cu începere din trimestrul III 2008. Proiecția prevede poziționarea inflației de bază (CORE2) pe o traiectorie inferioară inflației IPC de-a lungul întregului interval de prognoză.

Scenariul de bază al proiecției actuale este grevat, comparativ cu cele din rundele anterioare de prognoză, de incertitudini sporite legate atât de coerența politicilor macroeconomice în contextul perioadei electorale, cât și de persistența tensiunilor pe piețele internaționale. Riscuri semnificative de situare a traiectoriei viitoare a inflației peste cea prognozată sunt asociate unor posibile evoluții nefavorabile precum: continuarea creșterii salariilor în exces față de cea a productivității muncii, lipsa de coordonare a politicii fiscale și a celei a veniturilor cu politica monetară, reluarea deprecierei monedei naționale ca urmare a unor șocuri generate pe piețele internaționale, deteriorarea suplimentară a așteptărilor agenților economici privind inflația. Alte riscuri relevante în proiecția curentă se referă la incertitudini privind evoluția în viitor a prețului petrolului pe piețele internaționale sau implicațiile unor ajustări ale prețurilor administrate mai ample decât cele preconizate în prezent. Aplicarea unui set coerent de politici macroeconomice ferme ar elimina riscul legat de derapajul acestora și ar fi în măsură să diminueze probabilitatea materializării unora dintre celelalte riscuri.

1. Scenariul de bază al proiecției

1.1. Proiecția inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

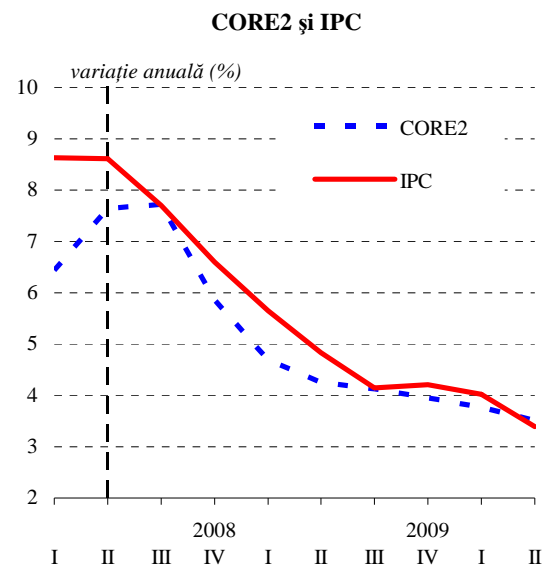
După stagnarea din trimestrul II 2008 (la 8,6 la sută), rata anuală a inflației IPC se va înscrie pe o traiectorie descendentă începând din trimestrul III a.c. Pătrunderea în intervalul de variație din jurul țintei centrale în trimestrul III 2009 este urmată de o frânare temporară a procesului dezinflaționist, rata anuală a inflației oscilând în jurul valorii de 4 la sută. Repoziționarea inflației pe o traiectorie descrescătoare este preconizată începând din trimestrul II 2010. În aceste condiții, inflația prețurilor bunurilor de consum este proiectată să atingă 6,6 la sută la sfârșitul anului 2008, respectiv 4,2 la sută în decembrie 2009. Comparativ cu proiecția prezentată în Raportul asupra inflației din luna mai 2008, în cea actuală rata anuală a inflației este mai ridicată atât pentru anul curent (cu 0,6 puncte procentuale), cât și pentru anul viitor (cu 0,7 puncte procentuale).

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

Perioada	procente							
	T3 2008	T4 2008	T1 2009	T2 2009	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010
Țintă		3,8				3,5		
Proiectată	7,7	6,6	5,7	4,8	4,1	4,2	4,0	3,4

Pentru anul curent, abaterea inflației proiectate de la valorile prognozate în *Raportul asupra inflației* din mai (+0,6 puncte procentuale) se datorează:

- unor presiuni inflaționiste în creștere din partea cererii agregate în trimestrele I și II a.c.; evaluarea este susținută de performanța economică notabil mai bună din trimestrul I a.c.⁴⁵ comparativ cu valorile proiectate anterior, dar și de anticiparea unei dinamici favorabile a PIB în trimestrul II;
- persistenței pe parcursul ultimelor luni a tensiunilor de pe piețele internaționale ale materiilor prime; ca urmare, scenariul de bază curent revizuieste în sens ascendent atât traiectoria prețurilor administrate (în principal ca urmare a majorării prețului gazelor naturale din import), cât și proiecția inflației combustibililor (ipoteza privind prețul petrolului diverge substanțial față de cea utilizată în raportul anterior⁴⁶);
- propagării șocurilor inflaționiste care au afectat economia pe latura ofertei, prin încorporarea treptată a acestora în așteptările agenților economici privind inflația⁴⁷ (pentru mai multe detalii privind importanța așteptărilor de inflație ale agenților economici, a se vedea *Caseta 1*); începând din ultima parte a anului 2007, aceste șocuri au fost preluate parțial de inflația CORE2, a cărei persistență implică propagarea efectelor inflaționiste provenite din această sursă și în perioadele viitoare.



Sursa: INS, calcule BNR

⁴⁵ Conform datelor statistice publicate pentru trimestrul I de către INS.

⁴⁶ A se vedea subsecțiunea 1.2. *Presiuni exogene asupra inflației*.

⁴⁷ Percepția agenților economici privind inflația este influențată semnificativ dacă bunurile afectate de creșterile repetate ale prețurilor au o frecvență de achiziție ridicată în bugetul populației (dacă cererea pentru aceste bunuri este relativ inelastică), respectiv dacă majorările prețurilor au o magnitudine considerabilă.

Caseta 1: Importanța așteptărilor inflaționiste

Credibilitatea unei bănci centrale care acționează în cadrul unui regim de țintire a inflației este de o importanță esențială. Prezența acestui atribut permite ancorarea durabilă a așteptărilor agenților economici. Ca o consecință directă, deciziile și comportamentul lor se vor baza într-o măsură tot mai mare pe informațiile furnizate de către banca centrală, mai ales dacă aceasta manifestă transparență în procesul comunicării cu publicul.

Așteptările inflaționiste reprezintă unul din cele mai importante canale prin care politica monetară influențează activitatea economică. Ele sunt determinante în procesul de formare a prețurilor bunurilor de consum la nivelul producătorilor și al comercianților. Este relativ costisitor pentru agenții economici să își ajusteze prețurile la intervale scurte de timp, firmele fiind nevoite în aceste situații să suporte o serie de cheltuieli asociate cu promovarea sau reclama acestora. Aceasta nu exclude, însă, fundamentarea permanentă de către aceștia a unui set de așteptări referitoare la inflație, pe care își vor baza deciziile în momentul realizării unei noi modificări a prețurilor. În cadrul modelului de analiză și prognoză pe termen mediu (MAPM) utilizat de BNR în procesul de realizare a proiecțiilor macroeconomice trimestriale, așteptările privind inflația se constituie într-un factor explicativ pentru dinamica inflației de bază CORE2 și a inflației combustibililor (componente care, împreună, reprezintă 72 la sută din coșul IPC). Pentru celelalte componente (prețuri administrate și prețuri volatile LFO) se utilizează scenarii exogene, dată fiind maniera de formare a acestor prețuri, mai degrabă discreționară în cazul primelor, respectiv puțin predictibilă în cazul celorlalte.

Alături de particularitățile instituționale ale pieței muncii, evoluția productivității muncii și așteptările privind inflația reprezintă reperatele fundamentale în formularea revendicărilor salariale. Inflația erodează câștigurile salariale nominale și, prin urmare, salariații și sindicatele au tendința de a solicita o compensație pentru *inflația așteptată*, în condițiile în care negocierile salariale se desfășoară, de regulă, o dată pe an. În măsura în care dinamica salariilor reale se va situa peste ritmul de creștere a productivității muncii, firmele se vor confrunta cu o sporire a costurilor unitare de producție cu forța de muncă. În cazul în care nu poate fi suportată prin reducerea marjelor de profitabilitate, creșterea costurilor se va repercuta asupra prețurilor bunurilor de consum, conducând la inflație.

Așteptările privind inflația joacă un rol determinant în mecanismul de transmisie a impulsurilor ratei dobânzii în economia reală. Acesta se referă la modalitatea prin care raportul dintre economisire și consum de la nivelul gospodăriilor este influențat de nivelul ratelor reale ale dobânzilor, o componentă a condițiilor monetare reale. *Ceteris paribus*, cu cât sunt mai reduse anticipațiile inflaționiste, cu atât este mai ridicat nivelul ratelor reale ale dobânzii* oferite de instrumentele de economisire și, ca urmare, cu atât este mai mare înclinația populației spre economisire în dauna consumului în prezent; de asemenea, cu atât va fi mai scump – în termeni reali – un produs de creditare și cu atât mai mare disponibilitatea populației de a-și reduce consumul finanțat prin resurse împrumutate. Scăderea consumului privat și stimularea economisirii contribuie mai departe la reducerea presiunilor exercitate de cererea agregată asupra ritmului de creștere a prețurilor de consum.

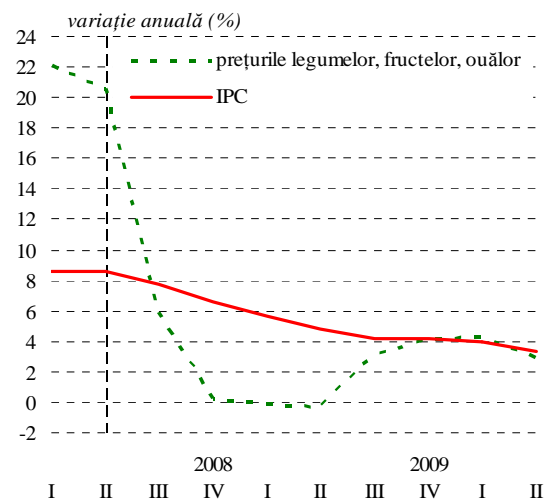
* Rata reală a dobânzii se calculează ca diferență între rata nominală și rata inflației anticipate.

Dezinflația se va relua într-un ritm accelerat începând din trimestrul III 2008, susținută de impactul favorabil asupra prețurilor alimentare al unei recolte agricole anticipate a fi bune și de ponderea ridicată deținută de bunurile alimentare în coșul de consum IPC (37,5 la sută). Accentuarea treptată a restrictivității condițiilor monetare reale⁴⁸, dar și manifestarea unui efect de bază favorabil în trimestrul IV 2008 permit decelerarea până la nivelul de 6,6 la sută a ratei anuale a inflației bunurilor de consum la sfârșitul anului curent. Propagarea impulsurilor provenite din calibrarea adecvată a traiectoriei ratei dobânzii de politică monetară prin intermediul canalelor de transmisie favorizează eliminarea treptată – pe parcursul anului 2009 – a presiunilor inflaționiste datorate cererii agregate, asigurând, implicit, și ancorarea așteptărilor inflaționiste ale agenților economici pe întregul orizont al proiecției.

Conform scenariului de bază, inflația CORE2 se va poziționa pe o traiectorie inferioară inflației IPC pe parcursul celor opt trimestre ale proiecției. Comparativ cu valorile din *Raportul asupra inflației* publicat în mai a.c., traiectoria inflației CORE2 din proiecția curentă este afectată nefavorabil atât de un punct de pornire mai ridicat (inflația efectivă din trimestrul II este superioară valorilor proiectate anterior cu 0,2 puncte procentuale), cât și de un exces de cerere mai amplu și mai persistent pe întregul orizont. După o ușoară accelerare în trimestrul III, inflația anuală CORE2 se reînscrie pe o traiectorie descrescătoare, atingând 3,9 la sută la sfârșitul anului viitor, sub impulsul scăderii așteptărilor inflaționiste, dar și ca urmare a unei contribuții mai favorabile din partea prețurilor de import. Traiectoria continuu descendentă a inflației de bază urmează a fi perturbată marginal de ajustările programate ale accizei la tutun și țigarete prevăzute pentru 2009 și 2010.

Ipoteza unui an agricol bun în 2008 și, astfel, a diminuării ratei anuale de creștere a prețurilor alimentelor în a doua parte a anului curent, conturează un scenariu exogen mai favorabil în cazul prețurilor volatile ale legumelor, fructelor și ouălor – LFO – față de raportul anterior (creștere anuală în decembrie 2008 de 0,2 la sută, comparativ cu 4,9 la sută în proiecția precedentă). Atenuarea tensiunilor de pe piața agroalimentară se va reflecta

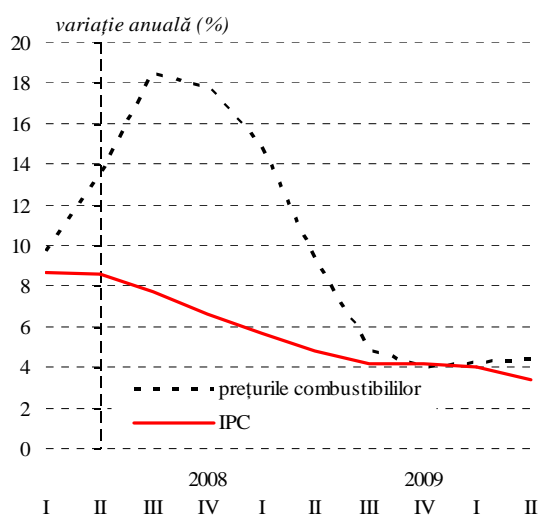
Prețurile LFO și IPC



Sursa: INS, calcule BNR

⁴⁸ Condițiile monetare reale restrictive acționează asupra excesului de cerere, diminuând inflația de bază CORE2 și determinând scăderea treptată a inflației anuale a bunurilor de consum. Având în vedere formarea așteptărilor inflaționiste ale agenților economici pe baza întregii structuri a coșului de consum, se preconizează și o reducere fermă a anticipațiilor începând din trimestrul III a.c., pe măsura reluării dezinflației.

Prețurile combustibililor și IPC



Sursa: INS, calcule BNR

cu o anumită întârziere și în dinamica inflației CORE2, susținând și reducerea prețurilor alimentelor procesate incluse în acest indice. Pornind de la aceste ipoteze, pe parcursul anului 2009 inflația combustibililor și cea a prețurilor administrate sunt singurele componente ale coșului de consum care vor înregistra rate de creștere superioare celei a indicelui IPC, încetinind convergența inflației către ținta stabilită de BNR.

Creșterea cotațiilor petrolului în intervalul parcurs de la proiecția anterioară a condus la o inflație realizată a prețurilor la combustibili mai mare decât cea anticipată în trimestrul II (13,5 la sută față de 12,3 la sută) și la o prognoză superioară în trimestrul III 2008. Punctul de pornire mai ridicat, proiectarea unor presiuni inflaționiste mai ample în zona euro, precum și evoluția nefavorabilă a cursului de schimb al leului față de dolarul SUA pe parcursul orizontului de proiecție, au ca rezultat o prognoză a inflației combustibililor mai mare pe tot orizontul relevant.

1.2. Presiuni exogene asupra inflației

În scenariul de bază, contribuția cumulată a componentelor exogene ale inflației prețurilor de consum este mai mică cu 0,3 puncte procentuale în 2008 față de cea anticipată în *Raportul asupra inflației* din mai 2008, în timp ce pentru anul 2009 această contribuție este cu 0,1 puncte procentuale mai mare.

Scăderea contribuției componentelor exogene în anul 2008 se datorează dinamicii prețurilor volatile ale alimentelor (legume, fructe, ouă), substanțial mai favorabilă decât cea din proiecția anterioară. Având în vedere ajustările recente mai mari decât cele anticipate ale prețurilor energetice, modificarea prețurilor administrate a fost revizuită în sensul creșterii cu 0,2 puncte procentuale în 2008 și cu 0,4 puncte procentuale în 2009. Rata anuală de creștere a prețurilor administrate și cea a prețurilor volatile ale alimentelor sunt prezentate în tabelul 5.2.

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

procente

	Prețuri administrate		Prețuri volatile ale alimentelor	
	2008	2009	2008	2009
Proiecția curentă	7,3	4,7	0,2	4,1
Proiecția anterioară	7,1	4,3	4,9	4,1

Revizuirea substanțială a prețurilor volatile ale alimentelor se bazează pe anticiparea unui an agricol bun și pe atenuarea tensiunilor de pe piața internațională a alimentelor neprocesate. În ceea ce privește revizuirea în sens ascendent a scenariului evoluției prețurilor administrate, aceasta este cauzată de majorările mai mari decât cele anticipate din luna iulie ale prețurilor gazelor naturale și energiei electrice, dar și de modificarea calendarului privind creșterea prețurilor energiei termice pentru trimestrul IV. Scenariul curent al evoluției prețurilor la energie electrică, termică și gaze naturale este sintetizat în tabelul 5.3.

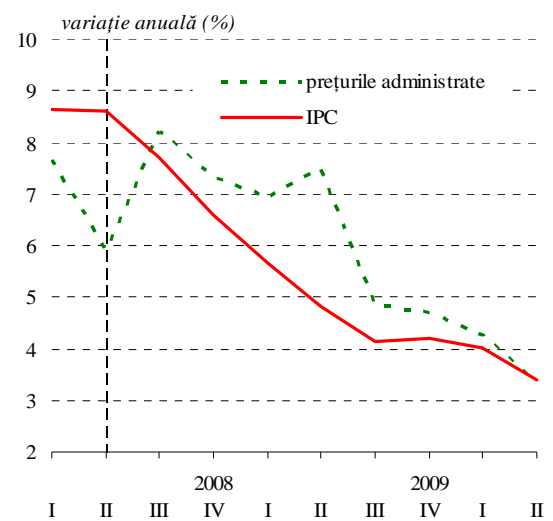
Tabelul nr. 5.3 Scenariul privind evoluția prețurilor energetice
procente

	Energie electrică		Energie termică		Gaze naturale	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Proiecția curentă	4,4	3,5	16,77	8,32	21,43	8,15
Proiecția anterioară	2,0	3,5	9,82	6,0	16,12	8,15

Prognoza privind rata inflației din zona euro a fost revizuită în sus pentru anul 2008, datorită creșterii prețului petrolului, a prețurilor alimentelor și a accelerării creșterilor salariale. Pentru 2009, prognoza privind rata inflației din zona euro se situează la un nivel apropiat celui anterior. Potrivit ultimelor previziuni ale Băncii Centrale Europene⁴⁹, rata anuală a inflației se poate situa chiar la valori mai ridicate (între 3,2 și 3,6 la sută la sfârșitul anului 2008 și între 1,8 la sută și 3,0 la sută în anul 2009). În vederea încorporării anticipațiilor legate de creșterea restrictivității politicii monetare în zona euro, față de proiecția precedentă, scenariul pentru rata dobânzii EURIBOR la 3 luni a fost revizuit la valori mai ridicate atât în 2008, cât și în 2009. Acest scenariu ia în considerare nivelul ratelor implicite din contractele FRA (*Forward Rate Agreement*)⁵⁰ înregistrate la începutul lunii iunie și prognoza Băncii Centrale Europene.

Prețul petrolului este menținut pe tot intervalul de proiecție la valoarea constantă de 140 USD/baril. Evoluția așteptată a variabilelor externe incluse în proiecție este prezentată în tabelul 5.4.

Prețurile administrate și IPC



Sursa: INS, calcule BNR

⁴⁹ Eurosystem Staff Macroeconomic Projection, iunie 2008.

⁵⁰ Contract prin care părțile stabilesc nivelul ratei dobânzii ce urmează a se aplica valorii noționale a unui împrumut, la un moment viitor. Este utilizat ca protecție împotriva fluctuațiilor neprevăzute ale ratei dobânzii.

Tabelul nr. 5.4. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	2008	2009
Rata dobânzii EURIBOR 3 luni (%)	5,20*	4,50
Prețul petrolului (dolar/baril)	140	140
Curs euro/dolar	1,51*	1,42
Inflația anuală din zona euro (%)	3,10**	2,10

* valoare în trimestrul IV al anului

** trimestrul IV an curent/trimestrul IV an anterior

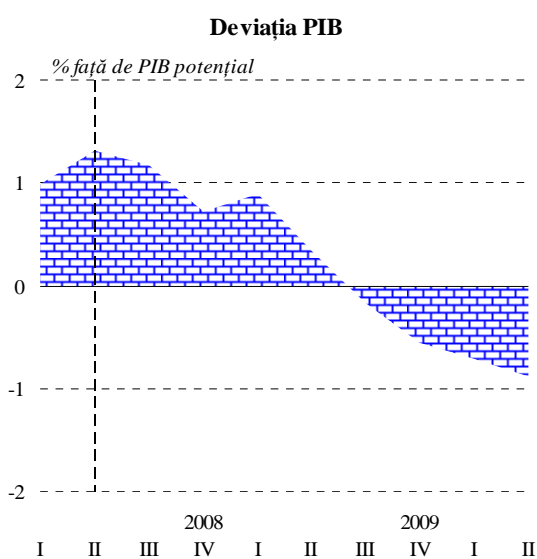
1.3. Presiuni din partea cererii agregate

1.3.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

Rata anuală de creștere a PIB real înregistrată în trimestrul I 2008 a fost de 8,2 la sută, fiind superioară proiecției pe termen scurt din runda anterioară. Se estimează că dinamica ascendentă a ritmului anual de creștere a PIB real înregistrată în primul trimestru a continuat și în trimestrul II al anului curent, aceste aspecte conducând la o reevaluare semnificativă în sens pozitiv a excesului de cerere. Existența excesului de cerere survine pe fundalul unei rate de creștere a PIB potențial mai înalte sub influența accelerării ritmului investițiilor în economia națională, cu impact favorabil asupra productivității, dar mai ales a unui puternic efect de bază datorat șocului negativ de ofertă care a afectat agricultura în anul precedent.

Analiza prin prisma componentelor de utilizare⁵¹ relevă consumul final și, mai ales, formarea brută de capital ca fiind principalii contributory la dinamica pozitivă a PIB. Importurile, privite ca sursă de satisfacere a cererii neacoperite de producția internă, se situează în continuare la niveluri ridicate care confirmă existența excesului de cerere.

Consumul final al populației se situează semnificativ peste nivelul de trend, având o dinamică net superioară celei a produsului intern brut. Existența presiunilor inflaționiste din partea consumului este sugerată și de evoluția surselor de



Sursa: INS, calcule BNR

⁵¹ Calitatea evaluării poziționării economiei în cadrul ciclului de afaceri și a proiecțiilor elaborate pe baza acestei evaluări sunt strict condiționate de acuratețea datelor statistice luate în calcul. *Ceteris paribus*, revizuirea datelor statistice implică automat necesitatea actualizării evaluărilor și a proiecțiilor. Pentru fiecare proiecție trimestrială, BNR utilizează datele cele mai recente disponibile. Aceasta implică în cazul unor indicatori utilizarea de date provizorii. Pentru datele comunicate de INS privind trimestrul I 2008 apare probabilitatea unei viitoare revizuirii semnificative în cazul indicatorilor: PIB, componentele acestuia și deflatorii corespunzători. Această probabilitate este sugerată de discrepanța statistică de aproximativ 25 la sută în cazul PIB determinat prin metoda cheltuielilor, precum și de deflatorul subunitar al importurilor care pare dificil de conciliat cu deprecierea RON și cu tendința de creștere a prețurilor externe înregistrate pe parcursul trimestrului I al anului curent.

finanțare a acestuia, reprezentate de veniturile populației și de credit. Poziționarea salariului net real și a ratei șomajului peste, și respectiv sub tendința pe termen mediu indică persistența presiunilor pe piața muncii. Creditul de consum, chiar dacă manifestă o tendință de încetinire a ratei anuale de creștere, înregistrează totuși avansuri de manieră să conducă la amplificarea excesului de cerere. Pe de altă parte, consumul public se situează peste trend, acționând în același sens ca și consumul final al populației asupra excesului de cerere.

Formarea brută de capital fix se menține peste tendința pe termen mediu, dinamica sa puternic ascendentă fiind rezultat atât al investițiilor în construcții, cât și al investițiilor în utilaje cu impact direct asupra rețehnologizării firmelor. Ritmul real anual de creștere a creditului pe termen mediu și lung destinat agenților economici, considerat ca sursă de finanțare a investițiilor, înregistrează în continuare niveluri ridicate, deși în descreștere începând cu decembrie 2007. Dinamica ridicată a importurilor, inclusiv a componentei de bunuri de capital⁵², precum și evoluția ascendentă a producției industriale de bunuri de capital indică persistența deviației pozitive a formării brute de capital fix față de nivelul de trend.

Exporturile se situează peste nivelul de trend, reflectând evoluțiile pozitive înregistrate de producția industrială și productivitatea muncii în industrie. La nivelul importurilor, persistența unor valori situate peste cele consistente cu tendința pe termen mediu este susținută de creșterile ridicate ale veniturilor salariale ale populației și de expansiunea creditului acordat sectorului privat, acesta din urmă având dinamici anuale descendente, dar situate în continuare la niveluri foarte ridicate.

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

În trimestrul II 2008, moneda națională s-a apreciat atât în termeni nominali, cât și reali comparativ cu trimestrul anterior. Aprecierea s-a manifestat în pofida menținerii unei percepții deteriorate, începând cu trimestrul III al anului 2007, a investitorilor financiari cu privire la riscul asociat investițiilor în România. Pe fondul impactului negativ al conjuncturii internaționale (i.e. persistența pe plan internațional a efectelor negative ale crizei creditelor ipotecare din SUA, perspectivele, în continuare defavorabile, privind evoluția inflației la nivel mondial) asupra riscului asociat ansamblului economiilor

⁵² Ponderea importurilor de bunuri de capital în primul trimestru al anului 2008 în total importuri FOB a fost de 24,7 la sută, comparativ cu o medie de 25,1 la sută pentru 2007.

emergente, s-au manifestat și efectele unor factori specifici economiei românești. Pe de o parte, persistența deficitului ridicat de cont curent și perspectivele nefavorabile pe termen scurt privind dinamica inflației exercită presiuni în sensul deprecierei monedei naționale. Pe de altă parte, efectele acestor factori au fost devansate de invalidarea așteptărilor referitoare la decelerarea creșterii economice, în contextul descris anterior, și evoluțiile înregistrate de ratele dobânzilor, acești din urmă factori explicând aprecierea în termeni nominali a leului în raport cu trimestrul anterior.

Impactul cursului de schimb asupra cererii agregate prin canalul exportului net devine ușor restrictiv, contribuind la atenuarea presiunilor inflaționiste viitoare. În același timp, prin efectele de avuție și bilanț, cursul de schimb exercită în trimestrul II o influență neutră asupra activității economice. Totodată, aprecierea nominală acționează direct asupra inflației prin reducerea prețurilor de import.

Pe termen mediu, cursul de schimb urmează o traiectorie determinată de factorii fundamentali (cum ar fi fluxurile durabile de capital sau diferențialul de productivitate față de principalii parteneri externi). Pe termen scurt, cursul se poate abate de la tendința pe termen mediu, spre care tinde să revină după epuizarea efectului factorilor conjuncturali. Procesul de convergență reală a României către economia zonei euro susține în continuare o tendință normală de apreciere în termeni reali a cursului de schimb pe termen mai îndelungat.

Acționând în vederea readucerii inflației pe traiectoria compatibilă cu atingerea țintelor anuale, CA al BNR a decis în ședințele sale din 26 martie și 6 mai 2008 majorarea ratei dobânzii de politică monetară cu 0,75 puncte procentuale (cumulat) până la nivelul de 9,75 la sută. (Majorarea ulterioară de 0,25 puncte procentuale, efectuată în data de 26 iunie a.c., are impact semnificativ cu începere din trimestrul următor). În condițiile menținerii unui control ferm asupra lichidității, ecartul dintre rata medie a dobânzii aferentă plasamentelor băncilor comerciale la BNR și rata dobânzii de politică monetară este în continuare foarte redus. Pe fondul unei dinamici marginal ascendente a așteptărilor inflaționiste comparativ cu valorile (ridicate) din trimestrul anterior, majorarea ratei nominale s-a reflectat și în creșterea ratei reale.

Impactul ratei dobânzii BNR asupra economiei reale se realizează indirect, prin intermediul ratelor dobânzilor practicate de băncile comerciale în relațiile cu clienții lor. Acesta se transmite, de regulă, cu o întârziere determinată de procesul normal de ajustare treptată a ratelor dobânzilor băncilor comerciale la rata dobânzii BNR. În trimestrul II însă,

ratele nominale ale dobânzilor la credite și la depozite au înregistrat o dinamică ascendentă superioară celei a ratei dobânzii efective a BNR. Această evoluție reflectă atât efectul majorărilor succesive ale dobânzii efective a BNR din ultimele trimestre, precum și restrângerea accesului băncilor comerciale la sursele de finanțare externe și în consecință apelul la atragerea de resurse de pe piața internă prin majorarea ratei dobânzii aferente depozitelor. Pe fondul temperării dinamicii ascendente a așteptărilor inflaționiste, ratele reale ale dobânzilor au crescut semnificativ comparativ cu nivelul înregistrat în trimestrul anterior. Ca urmare, în trimestrul II, impactul stimulat cumulat al ratelor reale ale dobânzilor bancare asupra activității economice manifestă o intensitate semnificativ mai redusă decât în perioada anterioară.

Pe ansamblu, în trimestrul II, presiunea exercitată de condițiile monetare asupra cererii agregate și inflației viitoare este ușor mai restrictivă comparativ cu perioada anterioară.

1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

Scenariul de bază al proiecției curente prevede revizuirea în sens ascendent a excesului de cerere din trimestrul II a.c., la 1,3 la sută de la 0,7 la sută, ceea ce echivalează cu o amplificare a presiunilor inflaționiste atribuite cererii agregate din economie. Această revizuire se datorează înregistrării unei creșteri economice în trimestrul I 2008 mai mare decât cea proiectată în *Raportul asupra inflației* din mai. Pentru următoarele trimestre ale anului 2008 se anticipează un ritm alert⁵³, susținut și de perspectiva unei recolte agricole bune, al creșterii economice, care va continua să plaseze PIB peste nivelul potențial.

Eliminarea excesului de cerere va avea loc în trimestrul III 2009 (amânare de un trimestru față de raportul anterior). Pe parcursul orizontului proiecției, traiectoria deviației PIB este determinată de dinamica condițiilor monetare reale, reflectată de *deviația cursului real efectiv de la trend, de deviația de la trend a ratelor dobânzii la credite și depozite* practicate de băncile comerciale, de efectul *de avuție și de bilanț*⁵⁴, precum și de *coordonatele politicii fiscale*.

În ansamblu, proiecția prevede menținerea unor condiții monetare reale restrictive pe tot orizontul acesteia, cu o accentuare treptată în prima jumătate a intervalului. Traiectoria

⁵³ A se vedea și nota de subsol 51.

⁵⁴ Pentru detalii suplimentare cu privire la impactul efectului de avuție și de bilanț asupra excesului de cerere, a se vedea caseta din *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2005 (pag. 46).

proiectată a condițiilor monetare reale este rezultatul unor factori de influență cu acțiuni divergente. Comparativ cu prognoza anterioară, efectele recentelor șocuri suplimentare din partea ofertei și a cererii agregate asupra inflației curente și viitoare afectează nefavorabil anticipațiile inflaționiste. Anticipațiile inflaționiste mai ridicate contribuie la atenuarea caracterului restrictiv al condițiilor monetare reale, prin repoziționarea față de trenduri a ratelor reale ale dobânzilor practicate de băncile comerciale. Pe de altă parte, în prima parte a orizontului, proiectarea unei inflații mai ridicate are drept consecință aprecierea în termeni reali a monedei naționale, acționând în sensul amplificării restrictivității condițiilor monetare reale⁵⁵. Efectul de avuție și de bilanț va acționa în cea mai mare parte a intervalului de prognoză în sensul diminuării excesului de cerere, ca urmare a considerării unor rate externe ale dobânzii (EURIBOR la 3 luni) mai ridicate.

Majorările succesive ale ratei dobânzii de politică monetară au condus treptat la creșterea ratelor nominale ale dobânzilor practicate de băncile comerciale. Ca urmare, ratele reale ale dobânzilor atât la depozitele atrase, cât și la creditele acordate se situează în teritoriu pozitiv. Nivelurile reale ale acestor dobânzi sunt proiectate să crească în prima parte a intervalului de prognoză, exercitând presiuni în sensul temperării ritmului de creștere a creditului acordat sectorului privat și al ajustării comportamentului gospodăriilor în defavoarea consumului și în favoarea economisirii.

Persistența unei volatilități ridicate pe piețele financiare globale a condus – în perioada parcursă de la raportul precedent – la menținerea aversiunii față de risc a investitorilor străini în privința plasamentelor financiare denominate în monedă națională. Cu toate acestea, pe perioada proiecției se adoptă ipoteza unei reveniri treptate a primei de risc la valori mai reduse⁵⁶, având ca efect o ușoară întărire în termeni reali a monedei naționale față de valorile proiectate anterior. În condițiile majorării ratei proiectate a inflației interne, aprecierea reală trimestrială a monedei naționale este anticipată a fi mai amplă pe tot orizontul de proiecție comparativ cu valorile din proiecția anterioară. Aceasta exercită un impact mai

⁵⁵ Pe termen scurt și mediu, o creștere a inflației interne mai mult decât a celei din țările partenere de comerț internațional are ca efect aprecierea în termeni reali a monedei naționale. Pe termen lung, diferențialul de inflație și deprecierea nominală tind să se egalizeze (prin mecanismul parității puterilor de cumpărare ale monedelor naționale), cu efect final neutru asupra cursului real de schimb.

⁵⁶ Spre exemplu, *spread*-ul CDS la obligațiunile românești cu scadența peste 5 ani a fluctuat pe parcursul lunii iulie, fără să înregistreze o tendință mai clară de evoluție în sens crescător sau descrescător.

puțin favorabil asupra exportului net, acționând astfel în sensul reducerii excesului de cerere.

Pentru proiecția curentă, în ipoteza încadrării stricte în coordonatele fiscale din scenariul de bază, componenta fiscală a *mix*-ului de politici macroeconomice este mai puțin stimulativă comparativ cu runda anterioară, urmând a deveni restrictivă începând cu trimestrul III 2009. Datorită revizuirii prognozelor privind deficitul bugetar din intervalul 2008-2010 în sensul unei ușoare scăderi, dar și datorită proiectării unui exces de cerere mai amplu, componenta discreționară⁵⁷ a politicii fiscale are un impact inflaționist mai redus pe parcursul intervalului de proiecție.

În ceea ce privește dinamica componentelor PIB, se anticipează menținerea cererii interne ca principal susținător al creșterii economice. Restrictivitatea condițiilor monetare va duce însă la încetinirea ritmului acesteia. Ratele real pozitive ale dobânzii vor induce o schimbare în comportamentul populației în favoarea economisirii. De asemenea, majorarea ratelor dobânzii la creditele acordate de băncile comerciale va tempera creșterea volumului creditelor acordate populației, având ca efect o decelerare a ratei de creștere a consumului privat și a importului de bunuri de consum. Majorarea semnificativă a venitului disponibil, susținută în principal de evoluția salariilor, dar și a veniturilor din străinătate, va oferi în continuare un suport dinamicii consumului privat, astfel încât temperarea creșterii consumului se va realiza treptat. Pe parcursul intervalului de proiecție, formarea brută de capital fix va înregistra o dinamică alertă, superioară celorlalte componente ale cererii interne. Aprecierea reală a leului din prima parte a orizontului va acționa în sensul limitării creșterii exporturilor nete, urmând ca ulterior inversarea tendinței de apreciere a monedei naționale să susțină reducerea deficitului extern.

1.4. Riscuri și incertitudini asociate proiecției

Pe parcursul orizontului de proiecție, există riscul materializării unor evenimente care ar putea determina abaterea traiectoriei principalelor variabile macroeconomice de la dinamica acestora prevăzută în scenariul de bază. Pentru proiecția curentă, balanța riscurilor privind evoluția viitoare a inflației reflectă o

⁵⁷ Componenta ciclică a politicii fiscale reprezintă acea parte a deficitului bugetar total ce poate fi determinată în mod direct – și automat – în funcție de poziția economiei în cadrul ciclului de afaceri (de ex., încasări bugetare mai mari și cheltuieli mai reduse în perioadele de expansiune). Pe de altă parte, componenta structurală (discreționară) măsoară impactul autonom pe care politica bugetară îl exercită asupra economiei, rolul său fiind acela de a surprinde modificările survenite în comportamentul fiscal al guvernului.

probabilitate mai mare asociată unei creșteri a acesteia comparativ cu scenariul de bază.

O parte a scenariilor prezentate în *Raportul asupra inflației* din luna mai sunt considerate relevante și în proiecția curentă. Factorii de risc pot fi grupați în două categorii și se referă la:

- intensificarea turbulențelor de pe piețele *internaționale* financiare și ale materiilor prime (în principal a celor de natură să exercite presiuni asupra prețului petrolului) și implicațiile asupra economiei românești;
- amplificarea substanțială a unor dezechilibre *interne*, ceea ce ar putea afecta piața forței de muncă (devansarea creșterii productivității de către dinamica salariilor reale), piața valutară (reluarea deprecierei monedei naționale) sau coordonarea politicilor macroeconomice (implementarea unor politici fiscale și salariale mai laxe comparativ cu ipotezele scenariului de bază).

În general, contextul actual intern și internațional tensionat face ca probabilitatea apariției în mod independent a factorilor menționați anterior să fie redusă, în fapt existând posibilitatea manifestării simultane a unor factori de risc cu acțiune complementară.

Creșterile salariale în termeni reali în exces față de creșterea productivității muncii pot alimenta presiunile inflaționiste prin canalul costurilor cu forța de muncă ale firmelor. Pe termen scurt, continuarea sau chiar exacerbarea acestui decalaj⁵⁸ – prin amplificarea costului unitar cu forța de muncă – va intensifica presiunile inflaționiste, angajatorii putând fi constrânși în final să valideze decalajul între dinamica salariilor și cea a productivității prin creșteri ale prețurilor bunurilor comercializate. Pe termen mediu, decalajul nefavorabil dintre salarii și productivitate în raport cu partenerii comerciali ar putea afecta competitivitatea externă a firmelor românești⁵⁹. Într-o asemenea situație, efectele s-ar putea răsfrânge asupra sustenabilității deficitului balanței comerciale și ar implica o traiectorie a cursului de schimb divergentă față de ipoteza din scenariul de bază. Un factor de incertitudine atașat acestui scenariu este dificultatea cuantificării cu acuratețe a impactului

⁵⁸ În sensul accentuării decalajului ar putea acționa și următorii factori: propunerile privind creșterea salariului minim pe economie (de la 500 RON la 540 RON) de la 1 octombrie a.c. și ulterior la 600 RON începând cu 1 ianuarie 2009; deficitul de ofertă de forță de muncă resimțit de firmele private, posibil a fi amplificat de reluarea dinamicii substanțiale a ocupării forței de muncă în administrația publică; efectul de contagiune asupra salariilor din sectorul privat al unei politici mai laxe a veniturilor în sectorul public; continuarea migrației lucrătorilor români în străinătate.

⁵⁹ Față de 2006, costul unitar cu forța de muncă din România a crescut în 2007 cu 15,9 la sută, în timp ce același indicator a avansat cu 2 la sută în zona euro, respectiv 1,2 la sută la nivelul Uniunii Europene.

propagat – de runda a doua – al unui impuls al creșterilor salariale⁶⁰. Graficul alăturat ilustrează evoluțiile macroeconomice recente care semnaleză relevanța acestui risc.

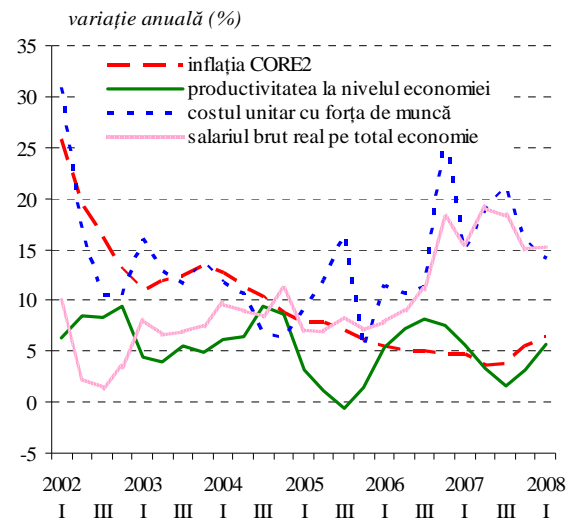
Aspecte ale metodologiei utilizate pentru cuantificarea riscurilor, precum și evaluarea cantitativă a riscului de creștere a salariului mediu pe economie sunt ilustrate în *Caseta 2*.

Mediul investițional în continuare incert pe plan internațional conține potențialul unei evoluții a cursului de schimb al leului care să devieze de la ipotezele scenariului de bază. În eventualitatea reînscriserii leului pe o tendință de depreciere rapidă, importatorii ar putea încerca transferarea – totală sau parțială – a costurilor mai mari datorate deprecierei în prețurile finale ale bunurilor comercializate. Rezultatul ar putea fi o deviație substanțială a inflației prețurilor de import și, implicit, a celei a bunurilor și serviciilor finale de la traiectoria proiectată în scenariul de bază. În plus, simulările efectuate cu ajutorul modelului de prognoză arată că efectele multiple și acționând în sensuri opuse⁶¹ ale unei fluctuații bruște a cursului de schimb ar îngreuna – în situația unor șocuri cu magnitudine substanțială – un răspuns eficient al politicii monetare, chiar și în situația în care aceasta ar reacționa prompt, prin recalibrarea întregului set al instrumentelor aflate sub controlul său.

Coordonarea inadecvată a politicii fiscale și a celei a veniturilor cu politica monetară ar putea abate substanțial traiectoria inflației de la coordonatele scenariului de bază. Lipsa de coordonare cu politica monetară a celorlalte politici macroeconomice (în particular cea fiscală și cea a veniturilor din sectorul public) ar îngreuna considerabil readucerea în 2009 a inflației în intervalul de variație din jurul țintei. De exemplu, un derapaj în coordonatele politicii fiscale⁶² față de ipotezele scenariului de bază ar aduce un impuls stimulator suplimentar cererii agregate și presiunilor inflaționiste.

Acest risc nu ar putea fi strict delimitat de cel al unei *deteriorări a așteptărilor privind inflația ale agenților economici*. Impactul negativ asupra inflației proiectate s-ar putea amplifica, în condițiile în care banca centrală ar întâmpina dificultăți în ancorarea percepției și anticipărilor agenților economici privind inflația, mai ales în contextul unei exacerbari a șocurilor exogene care ar putea afecta economia.

Costul cu forța de muncă și presiunile inflaționiste



Notă: Productivitatea la nivelul economiei: calculată ca raport între valoarea adăugată brută și numărul de salariați pe total economie;

Costul unitar cu forța de muncă (ULC): calculat ca raport între costul total cu forța de muncă și valoarea adăugată brută pe total economie.

Sursa: INS, EUROSTAT și calcule BNR.

⁶⁰ Evaluarea este condiționată atât de magnitudinea șocului salarial, cât și de componenta costului cu forța de muncă afectată cel mai puternic.

⁶¹ De exemplu, o apreciere consistentă a leului ar urma să aibă efecte favorabile pe termen scurt, dar cel mai probabil reversibile pe termen lung, asupra avuției nete a debitorilor cu expunere pe pasive denominate în valută cu scadențe pe termen scurt.

⁶² Probabilitatea asociată unei abateri a coordonatelor politicilor fiscale și a veniturilor de la ipotezele presupuse în scenariul de bază este apreciată ca fiind ridicată, mai ales în contextul unui calendar electoral încărcat pe parcursul orizontului proiecției.

Caseta 2: Evaluarea cantitativă a riscului de creștere a salariului mediu pe economie

În cadrul unui regim de țintire a inflației, proiecțiile macroeconomice reprezintă unul dintre elementele principale de fundamentare a deciziilor de politică monetară ale băncii centrale. Eficacitatea în influențarea activității economice depinde și de modul în care banca centrală comunică publicului propriile evaluări și prognoze și de explicarea rațiunii acțiunilor întreprinse pentru atingerea țintei asumate.

Evaluarea cantitativă sau calitativă a influenței unor factori de risc asupra proiecției de inflație din scenariul de bază este un exercițiu absolut necesar în cadrul fiecărui ciclu de prognoză. Pentru fiecare rundă de proiecție, factorii de risc comentați în raport sunt selectați din categoria celor considerați ca având o probabilitate rezonabilă de apariție în perioada următoare și a căror evoluție ar putea să difere substanțial de cea din scenariul de bază. Aceasta se impune cu atât mai mult în cazul variabilelor pentru care nu există suficiente informații disponibile sau al acelor pentru care complexitatea mecanismului de transmisie nu poate fi surprinsă în cadrul unui model. Din motive care țin de fundamentarea deciziilor de politică monetară, pentru toți factorii de risc există cel puțin o evaluare calitativă privind probabilitatea de apariție și sensul impactului asupra variabilelor relevante.

În contextul persistenței decalajului dintre evoluția salariului mediu real și cea a productivității muncii, dar și al discuțiilor legate de majorarea salariului minim pe economie, evaluarea *ca factor de risc* a creșterilor salariale capătă o relevanță aparte. Mecanismul *direct* prin care salariile ajung să influențeze prețurile bunurilor de consum, precum și impactul asupra celorlalte variabile macroeconomice au fost descrise anterior în textul raportului. Această descriere corespunde unor relații ce transpun într-un cadru formalizat matematic concepte de teorie macroeconomică. În măsura în care natura temporară a unor creșteri ale prețurilor bunurilor de consum – asemănătoare celor înregistrate în perioadele recente – s-ar prelungi, aceasta ar putea atrage drept consecință o generalizare a revendicărilor salariale din economie. Magnitudinea acestor efecte *indirecte* (de runda a doua) ale creșterilor salariale asupra prețurilor bunurilor de consum – considerabil mai ample comparativ cu cele directe – este însă dificil de evaluat în termenii cadrului formalizat menționat anterior.

Evaluările cantitative prezentate în tabelul de mai jos trebuie înțelese ca reprezentând efectele suplimentare ale unor șocuri de ofertă generate de creșterea salariilor. Mai precis, acestea se referă la evaluarea efectelor *directe* asupra inflației ale unor majorări suplimentare (față de cele incluse implicit în coordonatele scenariului de bază) ale *salariului mediu brut pe economie*. În aceste condiții, dată fiind dificultatea menționată mai sus de estimare a efectelor *indirecte* ale unei majorări a salariilor, cifrele rezultate din simulările efectuate cu ajutorul modelului macroeconomic reprezintă un minim al efectelor posibile, care corespunde relațiilor macroeconomice posibil a fi explicit modelate. Impactul asupra proiecției inflației anuale din scenariul de bază este ilustrat în tabelul de mai jos în funcție de magnitudinea și persistența unui astfel de șoc. *Magnitudinea șocurilor inițiale asupra creșterii salariului mediu (prima coloană din tabel) este aleasă cu scop ilustrativ și nu poate fi interpretată drept prognoză a BNR pentru orizontul proiecției.*

Creștere anuală suplimentară a salariului mediu brut pe economie (în termeni nominali)	Repartizare în timp	Impactul suplimentar asupra inflației IPC la sfârșitul anului 2008 (dec./dec.)	Impactul suplimentar asupra inflației IPC la sfârșitul anului 2009 (dec./dec.)
Diferențe exprimate în puncte procentuale (pp)		Diferențe exprimate în puncte procentuale (pp)	Diferențe exprimate în puncte procentuale (pp)
+4 pp	uniform pe următoarele 4 trimestre	+0,1 pp	+0,6 pp
+4 pp	uniform pe următoarele 2 trimestre	+0,2 pp	+0,7 pp
+8 pp	uniform pe următoarele 4 trimestre	+0,2 pp	+1,2 pp
+8 pp	uniform pe următoarele 2 trimestre	+0,4 pp	+1,4 pp

Persistența tensiunilor de pe piețele internaționale care au condus la creșterea prețurilor petrolului și a altor materii prime esențiale s-ar putea dovedi de mai mare amploare comparativ cu ipotezele încorporate în scenariul de bază. Prețul petrolului a continuat să crească pe parcursul ultimelor luni, existând incertitudini sporite privind dinamica sa viitoare comparativ cu traiectoria presupusă în scenariul de bază. Deoarece prețurile unor categorii largi de bunuri și servicii din economie depind – în mod direct sau indirect – de cel al combustibililor, o modificare a acestuia ar urma să fie preluată treptat, urmând să producă efecte asupra inflației propagate în lanț.

Un risc comun tuturor proiecțiilor de până în prezent, materializat într-o anumită măsură în perioada parcursă de la finalizarea proiecției publicate în mai⁶³, este cel referitor la *evoluția prețurilor administrate*, dată fiind modificarea repetată a calendarului de ajustare a acestora. În proiecția curentă, acestuia i se adaugă riscul unei posibile modificări a prevederilor privind armonizarea în cadrul Uniunii Europene a nivelului accizelor aplicate țigaretelor și produselor din tutun. Conform unui proiect de Directivă⁶⁴ al Comisiei Europene, se propune creșterea treptată a nivelului minim de impozitare a țigaretelor și tutunului în cadrul UE, ajustarea urmând să se producă până în anul 2014. Dată fiind ponderea deținută de bunurile cu prețuri administrate în coșul total al bunurilor de consum, dar și importanța accizei în configurarea traiectoriei inflației de bază CORE2, ajustări mai mari ale acestor prețuri comparativ cu ipotezele scenariului de bază ar fi de natură să plaseze inflația pe o traiectorie superioară celei prognozate.

⁶³ Creșterile de preț la gazele naturale și energia electrică au fost anticipate încă din luna mai, însă nu au putut fi cuantificate cu exactitate pentru a putea fi adăugate ipotezelor scenariului de bază.

⁶⁴ <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/1149&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>

2. Evaluarea de politică monetară

Rata anuală a inflației și-a stopat creșterea la începutul trimestrului II, dar și-a menținut marja considerabilă de abatere față de limita superioară a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație, plasându-se în iunie la nivelul de 8,61 la sută. Determinanții majori ai schimbării de traiectorie a ratei anuale a inflației au fost prețurile volatile ale unor produse alimentare și prețurile administrate, ambele categorii exercitând în acest interval un impact dezinflaționist. Acesta a fost însă contrabalansat de continuarea creșterii prețului combustibililor și a ratei anuale de depreciere a leului, precum și de accelerarea inflației CORE2; cea din urmă evoluție a reflectat atât efectele directe, dar mai ales pe cele propagate ale șocurilor de natura ofertei și costurilor, inclusiv ale costurilor cu forța de muncă, cât și amplificarea presiunilor inflaționiste ale cererii și înrăutățirea așteptărilor inflaționiste.

Încorporând cele mai recente date și informații disponibile, proiecția actualizată a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu pune în evidență o nouă deteriorare a perspectivei inflației. Glisarea ascendentă a traiectoriei ratei anuale proiectate a inflației față de *pattern*-ul anticipat în luna mai este în actualul exercițiu sensibil superioară celei precedente atât ca amplitudine, cât și ca durată, aceasta extinzându-se de-a lungul întregului orizont de prognoză. Totodată, decelerarea inflației se așteaptă să fie relativ mai lentă, valorile previzionate ale ritmului anual de creștere a prețurilor de consum revenind în interiorul intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei cu o întârziere de un trimestru comparativ cu prognoza anterioară.

Pe orizontul apropiat de prognoză, principalii determinanți ai înrăutățirii evoluției așteptate a inflației continuă să îi constituie factorii de natura ofertei/costurilor, aflați în afara ariei de influență a politicii monetare. Impactul inflaționist al acestora se prefigurează a fi relativ mai amplu și mai îndelungat, în condițiile în care acțiunii favorabile exercitate de previzibila continuare a decelerării ritmului de creștere a prețurilor volatile ale unor produse alimentare i se vor opune influențele mai puternice ale ajustării consistente a unor prețuri administrate, precum și ale creșterii prețului petrolului pe piețele internaționale.

Riscul ca majorările substanțiale ale acestor prețuri să genereze efecte secundare sau să le sporească pe cele deja produse, prin intermediul deteriorării mai persistente a anticipațiilor inflaționiste, constituie un motiv major de preocupare pentru banca centrală; acest risc este agravat de perspectiva prelungirii

până la mijlocul anului 2009 a perioadei în care rata anuală proiectată a inflației se plasează deasupra limitei superioare a intervalului de variație asociat punctului central al țintei de inflație. Faptul că unele creșteri de prețuri ale bunurilor de consum, dar mai ales majorările consistente de salarii efectuate în trimestrul II ar putea fi într-o oarecare măsură efecte secundare ale precedentelor șocuri inflaționiste ale ofertei amplifică preocuparea BNR, în condițiile în care acestea se pare că s-au produs în pofida multiplelor intervenții verbale ale băncii centrale și creșteri consecutive ale ratei dobânzii de politică monetară efectuate în primul semestru.

Din această perspectivă se relevă necesitatea unei noi reacții a băncii centrale menite să prevină o deteriorare mai severă a anticipațiilor inflaționiste și implicit a comportamentelor de stabilire a prețurilor și respectiv a salariilor. Riscul de înrăutățire a acestuia din urmă se consideră a fi amplificat suplimentar de: (i) potențiala menținere a caracterului lax al politicii veniturilor, inclusiv în contextul derulării pe termen scurt a noii etape a calendarului electoral; (ii) continuarea manifestării efectului de demonstrație al politicii veniturilor din sectorul bugetar și de (iii) menținerea gradului ridicat de încordare a pieței muncii. Gravitatea materializării acestui risc decurge din perspectiva menținerii decalajului nefavorabil de ritm dintre creșterea salariilor și cea a productivității muncii – evoluție generatoare atât de presiuni inflaționiste, cât și de pierderi de competitivitate externă. În sensul reducerii riscului de prelungire a dinamicii excesive a salariilor ar putea însă acționa în mod coroborat, pe de o parte, creșterea recentă a costurilor unitare cu forța de muncă și majorarea costului cu materiile prime și energia – antrenată de sporirea prețurilor acestora pe plan mondial – și, pe de altă parte, posibila îngustare a marjei de profit a companiilor a căror capacitate de a repercuta aceste creșteri asupra prețurilor de producție este restricționată de gradul înalt de concurență al pieței pe care acestea activează.

Deosebit de preocupantă pentru banca centrală este și perspectiva relativei intensificări și prelungiri de-a lungul întregului orizont de proiecție a presiunilor inflaționiste ale cererii, în condițiile anticipării creșterii amplitudinii și duratei deviației pozitive a PIB de la nivelul său potențial. Principalele premise și resorturi ale producerii unei noi amânări a eliminării excedentului de cerere agregată sunt: (i) accelerarea puternică a creșterii economice în trimestrul I 2008; (ii) insuficienta înăsprire a condițiilor monetare curente în pofida majorărilor succesive operate de BNR asupra ratei dobânzii de politică monetară în intervalul octombrie 2007-iunie 2008; (iii) decalajul de timp necesar transmiterii eficace a impactului întâririi atitudinii politicii monetare presupuse de proiecție.

Efectuarea în acest context a unei noi majorări a ratei dobânzii de politică monetară este cu atât mai necesară cu cât prognoza evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu este marcată de incertitudini considerabile, iar probabilitatea ca ritmul proiectat de creștere economică să fie depășit este ridicată. Din această perspectivă, cel mai semnificativ risc îl constituie posibila dinamizare peste așteptări a consumului populației ca efect al prelungirii ritmului excesiv de alert de creștere a salariilor – alimentat inclusiv de materializarea anunțurilor recente de majorare etapizată a salariului minim brut pe țară. Pe acest fond, consumul privat ar mai putea fi stimulat de revenirea pe un trend crescător a dinamicii creditului acordat populației și/sau de prelungirea tendinței de slăbire a economisirii bancare a populației.

Accelerarea relativă a creșterii consumului final al populației ar mai putea decurge și din potențiala relaxare peste parametrii proiectați a politicii fiscale, dar mai cu seamă din sporirea în contextul specific al acestui an a cheltuielilor bugetare de natura salariilor și a celor sociale. O atitudine prociclică mai accentuată a acestei politici ar fi de natură să exercite efecte expansioniste și prin intermediul creșterii consumului final guvernamental, dar și al majorării sumelor destinate finanțării investițiilor publice – obiectiv prin care a fost justificată rectificarea bugetară efectuată în luna iulie. În acest context, banca centrală este preocupată atât de anvergura relaxării politicii fiscale – ce se anticipează a fi semnificativă, având în vedere nivelul deficitului fiscal consemnat în mod atipic la finalul semestrului I –, cât și de riscul modificării spre sfârșitul anului a destinației unor cheltuieli bugetare, în favoarea celor care alimentează consumul.

Efectele stimulative exercitate asupra cererii agregate prin intermediul consumului populației ar putea fi însă parțial contracarate de intensificarea acțiunii unor factori inhibitori ai acestui comportament. Un asemenea potențial îl dețin previzibila scădere a dinamicii venitului disponibil real al populației – în condițiile creșterii prețurilor alimentelor și energiei, dar și ale încetinirii majorării remiterilor –, precum și posibila deteriorare implicită a așteptărilor privind perspectiva acestui venit. Totodată, este foarte posibil ca potențialul inflaționist al cererii agregate să fie considerabil atenuat de creșterea – în contextul performanțelor deosebite ce se prefigurează a le consemna producția agricolă – a contribuției aduse de componenta autoconsumului la dinamizarea consumului populației.

În sensul temperării creșterii consumului privat este posibil să acționeze și amplificarea serviciului datoriei bancare în lei și în valută a populației, ca efect al deprecierei substanțiale acumulate de moneda națională în raport cu euro, dar și al

majorării progresive a ratelor dobânzilor creditelor de consum; un impact similar îl va exercita și potențiala prelungire a trendului ascendent al ratelor dobânzilor aplicate creditelor în euro, ca reacție la înăsprirea previzibilă de către băncile-mamă a condițiilor și termenelor atașate fondurilor furnizate instituțiilor de credit autohtone, dar mai ales la majorarea recentă a ratei dobânzii BCE.

O altă posibilă consecință a acestor evoluții o constituie descurajarea cererii de credite pe segmentul gospodăriilor populației și implicit continuarea sau chiar accelerarea mișcării coborâtoare a dinamicii acestei categorii de împrumuturi. Decelerarea ritmului de creștere a creditului acordat populației ar putea fi impulsionată și de începerea manifestării sau de intensificarea efectelor constrângătoare exercitate asupra ofertei de credite de: (i) persistența tensiunilor pe piața financiară internațională; (ii) restrângerea lichidității excedentare din sistemul bancar și de (iii) măsurile prudențiale implementate recent sau de cele ce urmează a fi în curând adoptate de banca centrală. Parametrii ofertei de credite a băncilor ar mai putea suferi corecții descendente sub impactul recente creșteri a incertitudinii privind evoluția prețurilor unor active imobiliare, în condițiile în care, după o prelungită și puternică creștere, anumite prețuri de pe această piață au înregistrat recent scăderi sporadice.

Un anumit grad de incertitudine continuă să caracterizeze și perspectiva evoluției cursului de schimb al leului, cu toate că riscul ca aceasta să exercite pe termen scurt un efect inflaționist direct s-a diminuat considerabil. În schimb, o mai mare probabilitate poate fi atribuită potențialei continuări a tendinței actuale de apreciere a leului, mai ales în ipoteza creșterii diferențialului ratelor dobânzilor față de piețele internaționale, dar și a apetitului pentru risc al investitorilor financiari. Sustenabilitatea unui asemenea evoluții a cursului de schimb al leului este condiționată însă de însănătoșirea unor fundamente economice, ce poate fi inițiată și consolidată doar prin creșterea coerenței întregului set de politici macroeconomice și prin intensificarea reformelor structurale.

Având în vedere coordonatele prognozei actualizate a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu, precum și predominanța în cadrul balanței riscurilor asociate acesteia a factorilor care ar putea accelera inflația, Consiliul de administrație al BNR a decis majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 10,25 la sută, precum și continuarea gestionării ferme a lichidității de pe piața monetară prin intermediul operațiunilor de piață. În același timp, pentru a consolida restrictivitatea condițiilor monetare în sens larg, Consiliul de administrație al

BNR a hotărât menținerea nivelului actual al ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, celor în valută ale instituțiilor de credit. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reafirmat hotărârea sa de a continua să orienteze ferm politica monetară în direcția contracțării presiunilor inflaționiste ale cererii și ancorării anticipațiilor inflaționiste, subliniind, totodată, necesitatea creșterii sprijinului acordat de celelalte componente ale *mix*-ului de politici macroeconomice, precum și de reformele structurale.