



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

Februarie 2007

anul III, nr. 7

Serie nouă

ISSN 1582-2923

NOTĂ

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

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

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

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

Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București

Cuvânt înainte

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost finalizat în data de 1 februarie 2007 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 9 februarie 2007.

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

Lista abrevierilor

AIE	Administrația pentru Informații privind Energia (din cadrul Departamentului Energiei din Administrația SUA)
AMIGO	Ancheta asupra forței de muncă în gospodării
ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei
ANRGN	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Gazelor Naturale
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BVB	Bursa de Valori București
CNVM	Comisia Națională a Valorilor Mobiliare
COICOP	Clasificarea Consumului Individual pe Destinații
EUROSTAT	Oficiul de Statistică al Comunităților Europene
FBC	Formarea brută de capital
FED	Sistemul Rezervelor Federale ale SUA
FMI	Fondul Monetar Internațional
HICP	Indicele armonizat al prețurilor de consum
IFS	Buletin lunar/anual de statistică financiară internațională editat de Fondul Monetar Internațional
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	Indicele prețurilor de consum
IPPI	Indicele prețurilor producției industriale
MAPDR	Ministerul Agriculturii, Pădurilor și Dezvoltării Rurale
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
MMSSF	Ministerul Muncii, Solidarității Sociale și Familiei
ON	<i>Overnight</i>
OPC	Organism de Plasament Colectiv
OPEC	Organizația țărilor exportatoare de petrol
RMO	Rezerve minime obligatorii
UNOPC	Uniunea Națională a Organismelor de Plasament Colectiv
VAB	Valoarea Adăugată Brută
1W	o săptămână
12M	12 luni

Cuprins

I. SINTEZĂ.....	7
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI.....	11
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	15
1. Cererea și oferta.....	15
1.1. Cererea.....	15
1.2. Oferta.....	21
2. Piața muncii.....	22
2.1. Forța de muncă	22
2.2. Venituri.....	23
3. Prețurile de import și prețurile de producție.....	25
3.1. Prețurile de import.....	25
3.2. Prețurile de producție	27
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	29
1. Politica monetară	29
2. Piețe financiare și evoluții monetare	33
2.1. Ratele dobânzilor.....	34
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital.....	36
2.3. Moneda și creditul	39
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	43
1. Scenariul de bază al proiecției	44
1.1. Proiecția inflației	44
1.2. Presiuni exogene asupra inflației.....	48
1.3. Presiuni din partea cererii agregate.....	50
1.4. Riscuri și incertitudini asociate proiecției.....	57
2. Evaluarea de politică monetară	60

I. SINTEZĂ

Continuarea procesului dezinflației pe parcursul trimestrului IV 2006 a condus la obținerea unei performanțe mai bune decât cea prevăzută de ținta de inflație pentru 2006 (5,0 la sută \pm 1 puncte procentuale), rata anuală a inflației coborând în luna decembrie la 4,87 la sută. O contribuție importantă la scăderea cu 3,7 puncte procentuale a variației anuale a prețurilor de consum de-a lungul anului 2006 a avut decelerarea componentei de bază a inflației (corectată cu influența taxelor indirecte), care a reflectat impactul favorabil exercitat, inclusiv prin intermediul anticipațiilor inflaționiste, de creșterea restrictivității politicii monetare și de menținerea în cea mai mare parte a anului a austerității politicii fiscale, la acestea adăugându-se efectul intensificării concurenței pe piața cu amănuntul. La accelerarea dezinflației au mai contribuit semnificativ deflația consemnată de prețurile volatile și reducerea dinamicii anuale a prețurilor administrate, care s-au datorat, mai cu seamă, șocului pozitiv al ofertei de legume și fructe din acest an, scăderii prețului internațional al petrolului în a doua parte a anului, precum și aprecierii consistente acumulate de leu în raport cu principalele valute.

Prelungirea trendului de întărire a politicii monetare în trimestrul IV a fost motivată în principal de menținerea potențialului inflaționist al cererii agregate și de perspectiva persistenței acestuia în absența unei reacții în direcția înăsprii condițiilor monetare. În trimestrul III 2006 creșterea economică s-a accelerat (ritm anual de creștere de 8,3 la sută, comparativ cu 7,8 la sută în trimestrul II) și deviația pozitivă a PIB de la nivelul său potențial s-a majorat, dar într-o măsură inferioară așteptărilor. Cea mai dinamică componentă a cererii agregate a devenit în acest interval formarea brută de capital fix, majorarea la 15,6 la sută a ritmului anual de creștere a acesteia (12,2 la sută în trimestrul II) reflectând în special intensificarea activității în sectorul construcțiilor. La rândul său, expansiunea consumului populației a rămas deosebit de alertă (ritm anual de creștere de 12,4 la sută), în condițiile în care creșterea anuală a principalei componente a acestuia – cumpărările de mărfuri – a atins maximul istoric în trimestrul III 2006.

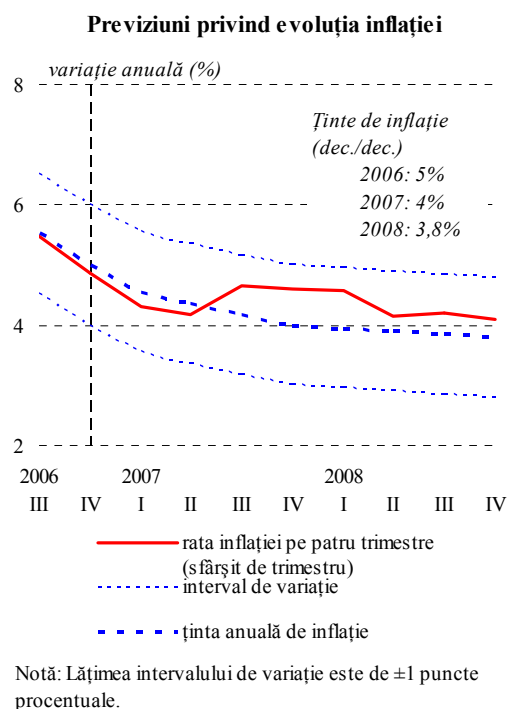
Accentuarea de-a lungul celei mai mari părți a trimestrului IV a caracterului restrictiv al politicii monetare a fost reflectată de creșterea marjei reale a ratei dobânzii de politică monetară și de acumularea unei aprecieri reale substanțiale a leului în raport cu principalele valute. Majorarea ratei reale a dobânzii de politică monetară a fost rezultanta deciziei CA al BNR de a menține rata nominală a acesteia la nivelul de 8,75 la sută, în pofida accelerării sensibile a dezinflației în cursul trimestrului III și a anticipării coborârii în decembrie a ratei anuale a inflației sub punctul central al țintei stabilite pentru 2006. Creșterea restrictivității politicii ratei dobânzii a fost sprijinită prin continuarea exercitării pe parcursul primelor două luni ale trimestrului IV a unui control ferm asupra lichidității, BNR sterilizând substanțial excedentul de lichiditate prin intermediul operațiunilor de piață monetară. Un plus de austeritate a imprimat condițiilor monetare în sens larg și implementarea, în ultima parte a lunii octombrie, a măsurilor suplimentare de limitare a riscului de credit pentru populație, menite să înăsprească condițiile de accesare atât a împrumuturilor bancare, cât și a celor nebancale ale acestui segment. Spre sfârșitul trimestrului IV, procesul de întărire a leului s-a accelerat sub impactul amplificării substanțiale a intrărilor de capital cu potențial volatil, în contextul în care jocul de convergență a fost stimulat de ameliorarea semnificativă a percepției investitorilor asupra riscului suveran (reflectată și asupra segmentului corporațiilor), produsă pe fondul apropierii momentului dobândirii de către România a statutului de țară membră a Uniunii Europene; necesitatea contracarării riscului vitezei nesustenabile de apreciere a monedei naționale conturat în acest context a determinat trecerea spre o sterilizare parțială prin operațiuni de piață monetară a excedentului de lichiditate din sistem.

Scenariul de bază al actualei prognoze a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu relevă o relativă ameliorare a perspectivelor inflației pe ansamblul orizontului de proiecție, rata anuală a acesteia fiind proiectată să coboare la 4,6 la sută în decembrie 2007 și respectiv la 4,1 la sută la finele anului 2008. Rata anuală a inflației se plasează pe o traiectorie relativ similară celei prezentate în *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2006 – fiind ușor mai coborâtă pe parcursul anului 2007 – în principal datorită efectelor favorabile generate din perspectiva dezinflației de evoluția anticipată a cursului de schimb al leului, a prețurilor combustibililor și a celorlalte mărfuri importate, precum și de reducerea față de proiecția anterioară a dimensiunii ajustărilor prețurilor administrate. Amplitudinea acestora o devansează ușor pe cea a impactului advers exercitat asupra traiectoriei inflației de creșterea mai amplă față de prognoza anterioară a prețurilor volatile ale produselor alimentare și de persistența mai mare a excedentului de cerere în proiecția curentă, datorată creșterii mai alerte a PIB față de prognoza anterioară pe fondul dinamizării investițiilor publice și a celor private. Traiectoria proiectată a ratei anuale a inflației este compatibilă cu reducerea treptată a excedentului de cerere prognozat și cu scăderea PIB sub nivelul potențial începând cu primul trimestru al anului 2008. Adecvarea condițiilor monetare în sens larg la acest context derivă atât din restrictivitatea în raport cu excesul de cerere a nivelurilor ratelor reale ale dobânzilor, cât și din restrictivitatea – mai accentuată comparativ cu proiecția anterioară – generată de dinamica prognozată a cursului de schimb real al monedei naționale.

Proiecția actuală a evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu este marcată de riscuri și incertitudini relativ similare celor asociate prognozei trimestriale din luna noiembrie 2006. Cel mai semnificativ risc în actualul context îl constituie posibila creștere excesivă a salariilor și necorelarea acesteia cu câștigurile de productivitate, de natură să exercite efecte adverse asupra inflației, atât prin intermediul cererii agregate, cât și pe calea majorării costurilor. Posibila abatere a execuției bugetare de la parametrii din proiecție constituie, de asemenea, un risc din perspectiva evoluției cererii agregate și implicit a inflației. Astfel, o eventuală nerealizare a volumului programat de venituri bugetare, precum și o reorientare către consum a cheltuielilor destinate inițial programelor de investiții, ar accentua potențialul inflaționist al politicii fiscale. În opoziție, gradul de relaxare a politicii fiscale s-ar putea reduce sub nivelul proiectat, în ipoteza reiterării comportamentului prudent în efectuarea cheltuielilor pe care l-a adoptat Ministerul Finanțelor Publice în ultimii ani. Riscurile inflaționiste induse pe partea cererii și a costurilor ar putea fi, totodată, atenuate pe termen mediu de posibila prelungire – inclusiv ca urmare a continuării creșterii alerte a investițiilor publice și a celor private – a dinamicii înalte a productivității înregistrate în ultimele trimestre în industrie și implicit de creșterea elasticității răspunsului ofertei interne, reflectat deja în majorarea PIB potențial.

O sursă majoră de incertitudine pentru proiecția inflației continuă să o reprezinte și evoluția prețurilor produselor alimentare, în special a celor volatile, precum și cea a prețurilor internaționale ale țițeiului și gazelor naturale; riscul producerii unor variații neanticipate ale acestora înclină mai probabil, în contextul actual, în sensul amplificării presiunilor inflaționiste. Dată fiind noua poziție de activ internațional a monedei naționale, un grad ridicat de incertitudine caracterizează și evoluția viitoare a cursului de schimb al leului, existând riscul ca acesta să-și dilueze corelația cu fundamentele economice și să cunoască o accentuare a volatilității și impredictibilității sale. Aceste riscuri sunt amplificate în actualul context de: creșterea rapidă a gradului de integrare financiară a economiei românești, persistența abundenței lichidității globale, îmbunătățirea percepției investitorilor asupra riscului presupus de plasmamentele pe piața internă – inclusiv ca urmare a aderării României la UE – și de menținerea diferențialului relativ înalt al ratelor dobânzilor pieței interne. Acestea li se asociază riscul exacerbării cererii interne pe fondul amplificării intrărilor de capital de natura datoriei externe, ambele putând exercita un impact advers asupra echilibrului intern și a celui extern ale economiei.

Evaluarea de către CA al BNR a contextului macroeconomic actual și a proiecției pe termen mediu a acestuia a pus în evidență o ușoară ameliorare, comparativ cu prognoza anterioară, a perspectivelor inflației pe orizontul de transmisie a politicii monetare. În același timp, a fost relevată, însă, și persistența, cel puțin în prima parte a perioadei vizate de proiecție, a acțiunii unor factori ce pot exercita efecte adverse asupra echilibrului intern și a celui extern ale economiei și implicit pot genera riscuri la adresa sustenabilității dezinflației. Evaluând direcțiile posibile de evoluție și impactul agregat al acestor factori, în ședința sa din 9 februarie 2007, Consiliul de administrație al BNR a decis să reducă cu 0,75 puncte procentuale rata dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 8 la sută, să mențină nivelurile actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii și să exercite prin intermediul operațiunilor de piață un control al lichidității adecvat condițiilor de pe piețele financiare, această recalibrare a condițiilor monetare în sens larg – incluzând ipoteza continuării trendului de întărire în termeni reali a monedei naționale – fiind menită să asigure menținerea ratei inflației pe traiectoria compatibilă cu atingerea țintelor de inflație pe termen mediu. Totodată, CA al BNR a apreciat ca fiind necesară continuarea monitorizării atente a evoluției creditului neguvernamental și a prețurilor principalelor categorii de active, astfel încât să poată fi sesizate și contracarate prompt prin acțiuni de politică monetară potențialele evoluții nefavorabile din perspectiva dezinflației.



II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

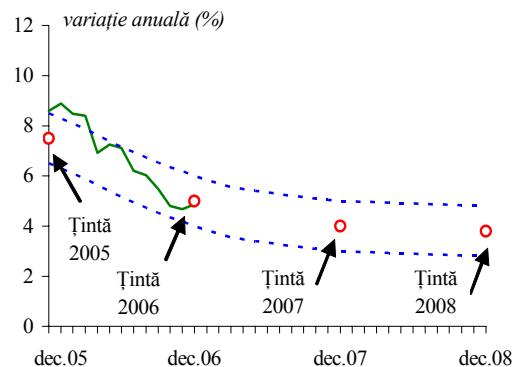
Pe parcursul trimestrului IV 2006, procesul dezinflaționist a continuat, în luna decembrie înregistrându-se o rată anuală a inflației de 4,87 la sută, ușor sub ținta de 5 la sută stabilită de către BNR și cu 0,61 puncte procentuale sub nivelul inflației consemnate la finele trimestrului III. Determinante au fost scăderile pronunțate consemnate de prețurile legumelor și fructelor, rezultat conjugat al producțiilor abundente din acest an și al efectului de bază generat de șocul negativ de ofertă înregistrat pe acest segment în anul 2005, dar o anumită contribuție a revenit și evoluției favorabile a inflației de bază CORE2 ajustat.

În trimestrul IV 2006, inflația a evoluat permanent în jumătatea inferioară a intervalului-țintă, la finele perioadei rata inflației situându-se cu 0,1 puncte procentuale sub ținta asumată de către BNR în august 2005 – momentul adoptării strategiei de țintire directă a inflației.

Principalul element de susținere a dezinflației în intervalul analizat a fost furnizat de evoluția prețurilor volatile, al căror ritm anual și-a păstrat traiectoria descendentă (până la -2,5 la sută în luna decembrie), de la valori deja modice în septembrie 2006 (+3,1 la sută). Tendința a fost imprimată, în principal, de scăderile înregistrate în termeni anuali de prețurile legumelor și fructelor (-6,5 la sută în decembrie, ca urmare a supraofertei din anul 2006 și a efectului de bază asociat tensiunilor existente pe acest segment de piață în anul 2005); la aceasta s-au adăugat reducerile consecutive operate asupra prețului combustibililor în intervalul octombrie-decembrie 2006, relaxarea pieței internaționale a petrolului permițând ajustări lunare mult mai consistente decât cele practicate în perioada similară a anului anterior (între -0,3 și -1,3 la sută).

Ritmuri anuale în descreștere s-au observat și la nivelul inflației de bază CORE2 ajustat – utilizarea indicatorului ajustat este și de această dată motivată de necesitatea asigurării comparabilității temporale, în condițiile în care valorile trimestrului III rămân afectate de introducerea taxei pe viciu. Dată fiind persistența excesului de cerere, ilustrată de menținerea valorii pozitive a deviației PIB față de nivelul său potențial, reducerea CORE2 ajustat de la 3,34 la sută în luna septembrie la 3,04 la sută la finele anului poate fi mai curând atribuită: (i) aprecierii monedei naționale, (ii) accentuării concurenței pe piața de retail (determinată de dezvoltarea accelerată a formelor moderne de

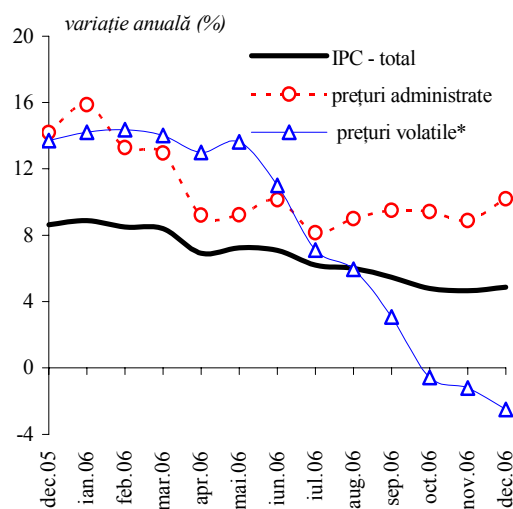
Evoluția inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

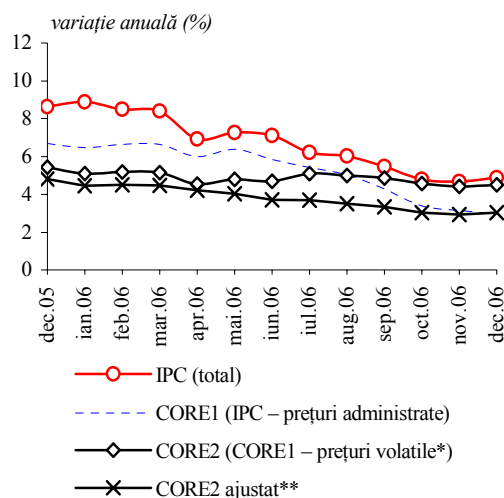
Rata inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

Inflația totală și inflația de bază (CORE)



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

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

Sursa: INS, calcule BNR

**Prețurile de consum pe categorii
de produse**

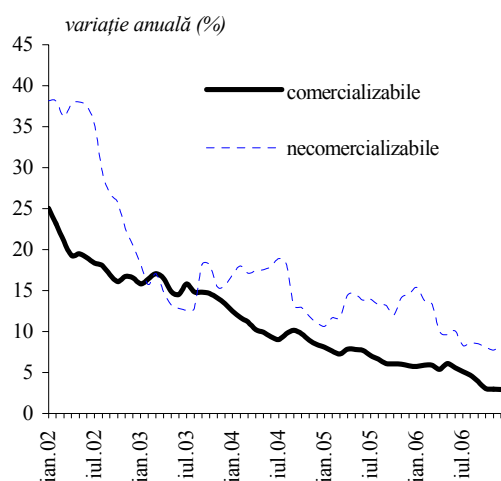
variație anuală (%); sfârșitul perioadei

	2005		2006			
	IV	I	II	III	IV	
Alimente, băuturi, tutun	7,6	6,9	6,3	4,7	3,7	
Îmbrăcăminte și încălțăminte	3,9	3,8	3,8	3,8	3,3	
Produse de uz casnic și menaj, mobilă	3,6	2,8	2,1	1,9	1,7	
Combustibili	9,0	9,4	6,3	2,6	1,4	
Întreținerea locuințelor*	20,8	23,0	17,9	13,4	17,9	
Igienă, sănătate	0,9	0,1	-0,2	0,0	0,9	
Transport	19,8	16,6	11,7	7,0	5,3	
Poștă și telecomunicații	6,8	0,6	-2,1	4,2	-3,0	
Recreere și cultură	7,8	7,0	7,1	5,8	4,5	
Bunuri și servicii diverse	4,0	6,3	6,6	5,7	4,1	

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

Sursa: INS, calcule BNR

**Prețurile bunurilor comercializabile și
necomercializabile**



Sursa: INS, calcule BNR

comercializare a bunurilor de consum¹), dar și (iii) diminuării anticipațiilor inflaționiste (sondajul realizat de BNR în rândul operatorilor bancari indică o scădere considerabilă a ecartului existent între inflația așteptată și ținta interpolată a băncii centrale, pentru ambele orizonturi de așteptare – 12 și 24 de luni).

În structură, traiectoria descendentă a inflației de bază a fost imprimată de grupa serviciilor și de cea a produselor nealimentare; pe segmentul produselor alimentare s-a înregistrat o evoluție de sens contrar, singura influență favorabilă semnificativă fiind scăderea mai accentuată a prețului zahărului, determinată de necesitatea reducerii stocurilor existente la producători la nivelul maxim acceptat la momentul aderării de Comisia Europeană.

Dintr-o altă perspectivă, principala contribuție la progresul dezinflației a revenit prețurilor bunurilor comercializabile², sector deschis competiției externe, rata anuală de creștere a acestora coborând de la 3,9 la sută în septembrie la 2,9 la sută în decembrie 2006. Mișcări descendente mult mai reduse (de la 8,5 la sută la 8,3 la sută) s-au înregistrat și în cazul bunurilor necomercializabile. Extinderea orizontului de analiză la ultimii 5 ani relevă totuși un comportament diferit al dinamicii anuale a celor două categorii de prețuri, respectiv un grad de volatilitate mult mai mare în cazul bunurilor necomercializabile; componența grupei, respectiv încorporarea majorității produselor cu prețuri administrate, inclusiv energia, reprezintă principala explicație atât pentru volatilitatea sporită, cât și pentru ritmul de creștere sensibil superior.

Spre deosebire de cele două trimestre anterioare, în intervalul analizat evoluția prețurilor administrate a fost ușor defavorabilă procesului de dezinflație, ritmul anual crescând de la 9,5 la sută în septembrie la 10,2 la sută în decembrie. Această modificare de trend a fost determinată de decizia autorităților de a devansa corecțiile de preț prevăzute pentru 1 ianuarie 2007 în cazul gazelor naturale (+8,5 la sută) și al energiei electrice (+4,63 la sută); majorarea tarifelor aplicate pentru livrarea agentului termic (cu circa 18 la sută) nu reprezintă un factor explicativ, fiind în mod obișnuit implementată în această perioadă a anului și plasându-se la un nivel comparabil cu ajustarea din anul anterior. Impactul măsurilor menționate a fost totuși atenuat de

¹ Potrivit unui studiu GfK realizat în luna decembrie 2006, ponderea deținută de formele moderne de comercializare în consumul populației a crescut la 31 la sută în primele nouă luni din 2006, față de 27 la sută în 2005, având perspective de creștere până la 50 la sută în următorii 4 ani.

² Separarea între bunurile comercializabile și cele necomercializabile s-a realizat pe baza clasificării COICOP; cea de a doua categorie include, în esență, produsele cu prețuri administrate și serviciile și deține o pondere de circa 34 la sută, celelalte componente ale coșului de consum fiind considerate bunuri comercializabile.

diminuarea semnificativă a tarifelor aferente serviciilor de telefonie fixă (cu 3,28 la sută pe ansamblul trimestrului), indusă de aprecierea monedei naționale față de euro.

În pofida performanței înregistrate în planul dezinflației în anul 2006, variația prețurilor interne de consum se plasează în continuare la niveluri superioare mediei Uniunii Europene, diferența dintre cei doi indici armonizați fiind în luna decembrie de 2,8 puncte procentuale; aceeași concluzie se obține utilizând în comparație indicele prețurilor de consum calculat conform definiției naționale, diferențele între valoarea acestuia din urmă și cea rezultată prin aplicarea conceptului european fiind de regulă minore (zero în perioada de referință). Realizând comparația în termenii criteriului corespunzător de convergență nominală, și anume față de media ratei inflației din cele mai performante trei state membre ale Uniunii Europene, decalajul se lărgeste la 3,77 puncte procentuale, mult peste marja celor 1,5 puncte procentuale stipulate în Tratatul de la Maastricht.

În luna decembrie 2006, rata anuală efectivă a inflației s-a situat cu 0,2 puncte procentuale peste proiecția prezentată în *Raportul asupra inflației* publicat în luna noiembrie, cea mai mare parte a deviației provenind din: (i) majorarea peste așteptări a tarifelor la energia termică, impactul exercitat de ajustarea acestora fiind dificil de estimat în contextul transferării prerogativelor de modificare a prețurilor la nivelul autorităților locale, dar și din (ii) creșterea prețului pâinii în ultimele două luni ale anului, determinată de deficitul de materie primă generat de calitatea inferioară a grâului recoltat în anul 2006.

Prețuri administrate versus prețuri libere

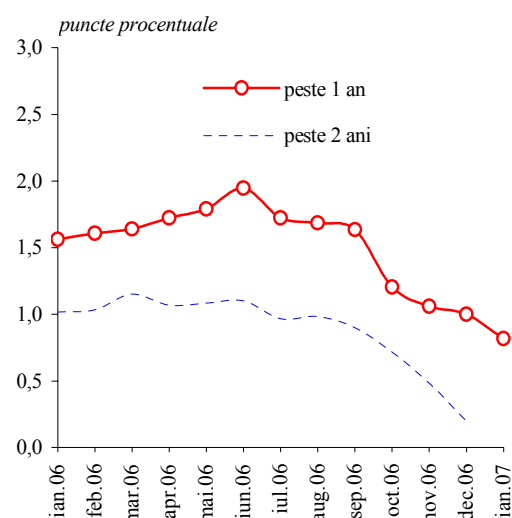
variație anuală (%); sfârșitul perioadei

	2005	2006			
	IV	I	II	III	IV
Rata inflației	8,6	8,4	7,1	5,5	4,9
Prețuri administrate*	14,2	13,0	10,1	9,5	10,2
1. Mărfuri nealimentare*:	14,1	15,9	11,4	8,4	11,4
energie electrică	9,6	7,0	7,0	1,9	6,6
energie termică	20,0	20,0	20,0	20,0	18,4
gaze naturale	36,4	52,2	28,5	21,4	33,6
medicamente	-5,1	-5,5	-5,3	-4,0	-1,9
2. Servicii*, din care:	14,1	8,2	8,0	11,3	8,1
apă, canal, salubritate	25,8	24,8	24,9	20,3	21,4
telefonie fixă	8,5	-3,4	-2,0	10,5	2,5
transport de călători pe calea ferată	8,7	8,7	11,6	5,1	13,2
transport urban (de călători)	23,2	20,5	12,1	7,1	4,1
Prețuri libere (CORE1)	6,7	6,6	5,8	4,3	3,0
CORE2**	5,4	5,2	4,7	4,9	4,5

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

Sursa: INS (cifrele pentru CORE1 publicate în edițiile anterioare ale Raportului asupra inflației reprezentau estimări ale BNR)

Ecartul dintre inflația așteptată și ținta anuală de inflație



Caseta 1

Analiză comparativă între indicele armonizat și cel național al prețurilor de consum

Aderarea României la Uniunea Europeană implică o creștere a importanței acordate indicelui armonizat al prețurilor de consum (IAPC), întrucât criteriul de convergență nominală privind inflația (ce trebuie îndeplinit) pentru intrarea în zona euro este exprimat în termeni de IAPC, iar Banca Centrală Europeană definește stabilitatea prețurilor ca fiind dată de o creștere anuală a IAPC sub 2 la sută, dar apropiată de acest nivel. Astfel, este necesar să prezentăm o analiză succintă a acestui concept și a diferențelor față de definiția națională (IPC).

IAPC măsoară modificările survenite în nivelul prețurilor și tarifelor aferente bunurilor și serviciilor care fac obiectul comerțului cu amănuntul pe teritoriul României, coeficienții de ponderare fiind derivați din structura cheltuielilor realizate în acest scop de consumatorii români și străini. Prin urmare, indicele armonizat se bazează pe principiul „intern” al conceptului de consum, luând în calcul consumul tuturor gospodăriilor de pe teritoriul economic al țării, indiferent de venit, naționalitate, statut rezidențial sau social (excepție fac ambasadatele străine aflate în România). Concret, definiția acestui indice impune nu numai luarea în considerare a consumului rezidenților, ci și a cheltuielilor efectuate de vizitatorii străini în România.

Din punct de vedere conceptual, aceasta este o diferență majoră față de IPC, care utilizează principiul „național” al consumului, respectiv urmărește cheltuielile de consum ale rezidenților indiferent dacă sunt efectuate în interiorul sau în afara granițelor țării. Incluziunea acestora din urmă se bazează pe datele oferite de balanța de plăți și se referă, practic, la consumul de servicii turistice și de transport din străinătate (limitele sistemului informațional nu permit decelarea cheltuielilor externe de altă natură).

Ca regulă generală, IAPC acoperă numai consumul monetar al populației, consecințele practice ale utilizării acestui concept fiind:

- (i) excluderea taxelor către stat care nu reprezintă contravaloarea unor bunuri sau servicii;
- (ii) excluderea plăților de dobânzi și comisioane aferente creditelor (se consideră că acestea constituie mai curând costuri de finanțare decât cheltuieli de consum);
- (iii) înregistrarea aceluși nivel al prețurilor plătit efectiv de consumator (de exemplu, se include taxa pe valoarea adăugată și se iau în considerare prețurile cu discount din timpul sezonului de reduceri).

În principiu, același concept guvernează și IPC național, în condițiile în care se exclud: consumul din resurse proprii, cheltuielile cu caracter de investiții și acumulare, dobânzile plătite la credite, ratele de asigurare, amenzile, impozitele etc., precum și cheltuielile aferente plății muncii pentru producția agricolă a gospodăriilor individuale. Singura diferență este aceea că IAPC include cheltuielile de asigurare pentru mijloace de transport; pentru celelalte categorii de asigurări (locuință, sănătate, etc.) ponderile sunt încă nule.

O altă diferență între metodologia IAPC și definiția națională constă în utilizarea de către IAPC a conceptului de „cheltuieli nete de rambursări” în cazul medicamentelor (se deduc sumele compensate) și al primelor de asigurare (se deduc despăgubirile).

În ceea ce privește modul de calcul, atât IAPC, cât și IPC sunt indici Laspeyres cu bază fixă, diferențe existând totuși la nivelul sistemelor de ponderare. Pe de o parte, acestea rezultă din disjuncția intern/național descrisă anterior, iar pe de altă parte din agregarea diferită la nivel de grupe și subgrupe.

Astfel, IAPC utilizează clasificarea COICOP – convenită de CEE/Eurostat/OECD pentru a asigura comparabilitatea indicilor la nivel european –, care cuprinde 12 diviziuni detaliate în 39 de grupe și 93 de clase de mărfuri și servicii. De precizat faptul că ponderile folosite nu reprezintă media unui „coș european”, ci sunt specifice României, fiind astfel respectat principiul asigurării reprezentativității cheltuielilor pentru fiecare economie în parte.

În cazul IPC, nomenclatorul utilizat este structurat pe 3 nivele de agregare (grupe, posturi și sortimente) și anume: (i) grupa mărfurilor alimentare, care cuprinde 54 de posturi și 360 de sortimente; (ii) grupa mărfurilor nealimentare (112 posturi și 947 de sortimente) și (iii) grupa serviciilor (56 de posturi și 423 de sortimente).

În ambele cazuri, sistemele de ponderare utilizate în anul t se bazează în principal pe rezultatele *Anchetei bugetelor de familie* realizate în anul $t-2$ și se actualizează în fiecare an. Pentru calculul IAPC, acestea sunt completate cu informațiile referitoare la consumul turiștilor străini în România furnizate de Institutul Național de Cercetare și Dezvoltare în Turism. Așa cum s-a precizat anterior, datele suplimentare cu privire la cheltuielile cetățenilor români în exteriorul țării necesare la calcularea IPC sunt obținute din balanța de plăți (balanța serviciilor).

În ceea ce privește disponibilitatea datelor privind IAPC, acestea sunt calculate de către Institutul Național de Statistică și transmise Oficiului de Statistică al Comunităților Europene (Eurostat) conform metodologiei agreeate de acesta încă din 2001; datele pentru perioadele precedente sunt estimate pe baza IPC național.

Statutul celor doi indici nu se modifică esențial după aderarea la Uniunea Europeană decât, probabil, în sensul utilizării în mai mare măsură a IAPC în analizele economice, în special pentru compararea performanțelor privind inflația cu celelalte state membre. Scopul IAPC nu este acela de a se substitui definiției naționale, ci doar de a conferi comparabilitate la nivel european.

III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

Trimestrul III 2006 a consemnat, pentru a patra oară consecutiv, accelerarea dinamicii PIB real – de la 7,8 la 8,3 la sută³, ritmul fiind însă inferior cu 0,7 puncte procentuale proiecției benchmark formulate în luna septembrie. Pentru prima dată în acest an, tiparul de creștere economică s-a caracterizat prin preluarea de către investiții a rolului de motor al dinamicii PIB, în timp ce cererea de consum și exporturile nu au cunoscut variații semnificative de ritm față de intervalul precedent. Pe partea ofertei, viteze superioare de creștere au fost înregistrate în cazul tuturor sectoarelor economice.

1.1. Cererea

Similar perioadei anterioare, dinamizarea PIB a fost susținută de cererea internă (cu o contribuție de 13,2 puncte procentuale), în principal datorită amplificării acumulărilor de capital și, în mai mică măsură, creșterii accelerate a consumului final guvernamental. Influența pozitivă a acestor componente a fost însă estompată de ușoara încetinire de ritm al consumului final al populației, dar și de menținerea aportului negativ al cererii externe nete.

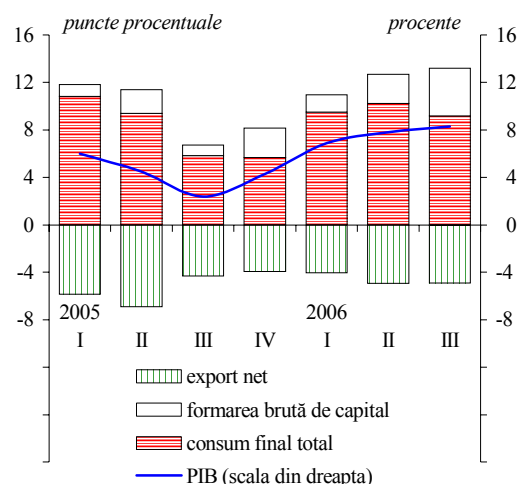
1.1.1. Cererea de consum

Decelerarea marginală a dinamicii consumului final comparativ cu trimestrul II (cu 0,3 puncte procentuale, până la 11,2 la sută), atribuită în exclusivitate componentei sale private, nu a antrenat însă atenuarea presiunii inflaționiste a cererii de consum, în condițiile în care achizițiile de bunuri și servicii din rețeaua comercială cu amănuntul și-au majorat din nou ritmul de creștere, o contribuție în acest sens revenind bunurilor de uz curent – grupa de produse cu cea mai largă reprezentativitate în coșul de consum.

Cererea de consum a populației

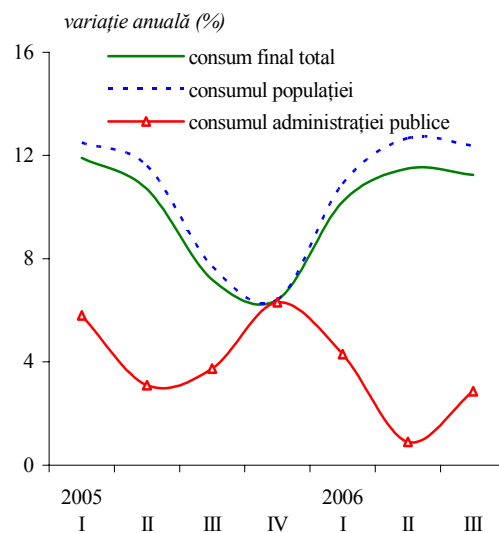
Deși ușor inferioară intervalului anterior, dinamica anuală a consumului final al gospodăriilor populației a rămas alertă (12,4 la sută), tendință susținută atât de amplificarea cumpărărilor de

Contribuția componentelor cererii la dinamica PIB



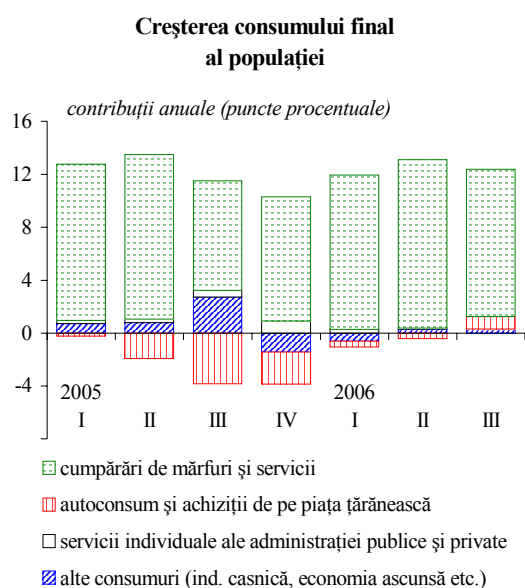
Sursa: INS, calcule BNR

Consumul final efectiv



Sursa: INS

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



Sursa: INS, calcule BNR

bunuri și servicii (al căror ritm a acumulat încă 2,2 puncte procentuale față de trimestrul II, ajungând la 21,5 la sută), cât și de revigorarea autoconsumului și a achizițiilor de pe piața țărănească (4,9 la sută), atribuită, pe de o parte, efectului de bază indus de calamitățile naturale din anul precedent, iar pe de altă parte, rezultatelor satisfăcătoare obținute în anul 2006 la producția de fructe și legume. Tendința ascendentă a cererii private de consum a fost totuși estompată de încetinirea cu câte 0,6 puncte procentuale a ritmului de creștere înregistrat de alte consumuri (2,1 la sută)⁴ și de cheltuielile pentru gospodării, efectuate de administrația publică și privată – volumul acestora din urmă stăgând practic la nivelul din trimestrul III 2005, în principal datorită efectului de bază asociat eforturilor de ajutorare a populației afectate de inundații în perioada respectivă.

În acest context, potențialul inflaționist al cererii de consum a persistat și în trimestrul III 2006, fapt confirmat de altfel de menținerea ritmului alert al volumului cifrei de afaceri aferente comerțului cu bunuri de uz curent (circa 23 la sută), celui cu produse de folosință îndelungată (circa 28 la sută), dar și prestărilor de servicii de piață către populație (14 la sută), ultimele două segmente enumerând însă o influență relativ modestă asupra ratei inflației, dată fiind ponderea scăzută în coșul de consum. Un ușor avans față de perioada anterioară a consemnat și indicele de volum al cheltuielilor pentru utilități efectuate de populație, dar în acest caz presiunile inflaționiste generate de cerere sunt nesemnificative, mișcările de prețuri fiind în general determinate de ofertă.

Similar intervalului precedent, amplificarea achizițiilor comerciale de bunuri și servicii nu a fost însoțită de o evoluție în același sens a dinamicii reale a venitului disponibil al populației⁵, a cărei atenuare (de la 4,2 la sută în trimestrul II la 2,6 la sută) a fost generată de: (i) restrângerea în continuare a influxurilor din străinătate (-4,1 la sută), în principal sub influența efectului de bază asociat ajutoarelor trimise de persoanele care lucrează în afara țării, în sprijinul rudelor afectate de inundații⁶, dar și de (ii) încetinirea ritmului aferent veniturilor din surse interne, ca urmare a scăderii puternice a

⁴ În principal industrie casnică, economie ascunsă, chirie imputată.

⁵ Aproximat prin suma dintre veniturile totale din salarii (salariile nete ponderate cu numărul salariaților), cele provenind din surse bugetare și extrabugetare (asigurări sociale de stat, ajutor pentru șomaj, asigurări de sănătate), remiterile din munca în străinătate și transferurile curente private de la rezidenți.

⁶ Trebuie totuși menționat faptul că tendința descrescătoare a veniturilor din străinătate nu poate fi interpretată drept un factor de relaxare a presiunii exercitate de venitul disponibil asupra consumului privat, dat fiind faptul că, la momentul respectiv, aceste fonduri au fost utilizate cu precădere pentru investiții (lucrări de refacere a caselor avariate).

remiterilor din asigurări și asistență socială, sub forma pensiilor (o posibilă explicație fiind efectul de bază corespunzător finalizării celei de a treia etape de recalculare) și a indemnizației de șomaj (pe fondul declinului accentuat al numărului mediu de șomeri din economie).

Nici împrumutul bancar nu a constituit un canal de alimentare a plusului de ritm consemnat de cumpărările din rețeaua comercială, trimestrul III marcând o nouă diminuare reală a creditelor noi pe termen scurt și mediu⁷ (cu circa 15 la sută) și confirmând astfel manifestarea fenomenului de saturare a pieței în privința creditului bancar de consum, semnalat și în ediția anterioară a *Raportului asupra inflației*. Această tendință a fost însă contrabalansată de extinderea și diversificarea unor instrumente de finanțare alternative, promovate atât de băncile comerciale (în special cardul de credit), cât și de instituțiile financiare nebancale (mai ales cele specializate în credit de consum și în vânzări în sistem *leasing*). Nu mai puțin importantă a fost și influența exercitată de consolidarea rețelelor comerciale și de utilizarea intensă a tehnicilor de promovare și *discount* de către distribuitori.

În ceea ce privește piața de proveniență a bunurilor de consum, în trimestrul III populația a continuat să-și manifeste preferința pentru produsele de import⁸, fenomen surprins atât în cazul bunurilor de uz curent, cât și în cel al durabilelor⁹. Cu toate acestea, nu trebuie ignorate: (i) ameliorarea poziției deținute de oferta autohtonă pe segmentul „alimente și băuturi” unde, deși a rămas pozitiv, ecartul de ritm dintre volumul fizic al importurilor și cifra de afaceri aferentă producției pentru piața internă s-a redus de la 22,8 puncte procentuale în trimestrul II la numai la 2,4 puncte procentuale, dar și (ii) poziția confortabilă

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

⁸ Modificările volumului fizic al importurilor/exporturilor au fost calculate pe baza datelor din balanța de plăți, prin deflatare cu indicii valorii unitare.

⁹ În trimestrul III, bunurile de uz curent au înregistrat cea mai modestă rată reală de creștere din acest an pentru cifra de afaceri aferentă producției industriale destinate pieței interne (-0,8 la sută), în timp ce achizițiile din exterior au continuat să-și majoreze volumul (chiar dacă într-un ritm mai scăzut față de intervalul precedent; circa 8 la sută). În ceea ce privește produsele de folosință îndelungată, dinamica ofertei autohtone s-a îmbunătățit (ajungând la +20,9 la sută pe segmentul auto și la +15,9 la sută pentru celelalte bunuri), dar a fost și în acest caz surclasată de cea aferentă importurilor – categoriile de durabile identificate pe baza Nomenclatorului Combinat sunt: mașini și aparate electrice, instrumente și aparate optice, fotografice etc., mărfuri diverse (reprezentate în principal de mobilier), cu ritmuri reale cuprinse între 18,9 și 36,6 la sută, precum și autovehicule (+35,2 la sută).

ocupată de autoturisme de fabricație internă pe piața de profil (44,8 la sută din numărul total de unități vândute în trimestrul III)¹⁰.

Cererea de consum guvernamental

Comparativ cu intervalul anterior, consumul final guvernamental și-a triplat ritmul anual de creștere (2,9 la sută), pe fondul intensificării angajărilor de personal în aparatul administrativ.

Evoluții bugetare

Execuția bugetului general consolidat s-a finalizat și în trimestrul III cu un excedent (0,6 la sută din PIB, superior cu 0,2 puncte procentuale celui din intervalul anterior), această evoluție reflectând în principal ritmul relativ lent în care au fost angajate cheltuielile destinate investițiilor guvernamentale. În consecință, surplusul bugetar acumulat pe primele nouă luni ale anului a urcat la 1,7 la sută din PIB (nivel dublu comparativ cu cel consemnat în aceeași perioadă a anului 2005¹¹).

Sporirea excedentului fiscal aferent trimestrului III s-a produs în condițiile în care atât veniturile, cât și cheltuielile bugetare și-au dublat ritmul anual de creștere în termeni reali¹² comparativ cu trimestrul anterior (20,6 la sută, respectiv 17,8 la sută).

Cheltuielile de personal au constituit în continuare una dintre componentele cele mai dinamice pe partea de utilizări ale resurselor publice, înregistrând o majorare de 24,4 la sută (una dintre cele mai înalte valori din ultimii ani), superioară cu 6 puncte procentuale celei din trimestrul precedent; aceasta s-a datorat în special sporirii mai alerte în intervalul analizat a veniturilor salariale ale personalului din administrația publică, dar și a numărului de angajați din acest sector. Majorări semnificative de dinamică, comparativ cu perioadele anterioare, au mai consemnat cheltuielile cu subvențiile (creștere de 25,2 la sută), dar și cele cu transferurile (19,3 la sută), deși principala lor componentă – transferurile de asistență socială – a fost marcată de o decelerare sensibilă de ritm (până la 4,4 la sută). Un ritm ascendent au avut și cheltuielile publice destinate investițiilor (68,7 la sută), însă acesta a reflectat mai degrabă un efect de bază, în condițiile în care volumul cumulată pe primele 9 luni al acestor cheltuieli a reprezentat sub 50 la sută din

¹⁰ Potrivit Buletinului statistic al Asociației Producătorilor și Importatorilor de Automobile.

¹¹ Comparația are în vedere variabilele bugetare aferente trimestrelor I, II și III ale anului 2005 retratate conform noii clasificări intrate în vigoare în 2006, furnizate de Ministerul Finanțelor Publice.

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

nivelul programat la începutul anului și puțin peste o treime din cel prevăzut la rectificarea bugetară din august.

Similar trimestrului anterior, majorarea resurselor bugetare a fost puternic susținută de dinamica înaltă a încasărilor din impozitul pe salarii și venit, care a atins valoarea de 40,4 la sută – nivel record cel puțin al ultimilor 9 ani. Aceasta este doar parțial explicată de: (i) creșterea salariilor și a numărului de angajați și de (ii) majorarea¹³ la 16 la sută a cotei de impozitare a veniturilor din investiții, o contribuție importantă la realizarea ei având probabil îmbunătățirea colectării veniturilor bugetare. La rândul lor, încasările din contribuțiile de asigurări sociale au sporit cu 15,3 la sută (față de 9,5 la sută în trimestrul anterior), iar cele din TVA cu 16,2 la sută (ritm superior cu 4,8 puncte procentuale celui consemnat în intervalul precedent).

În luna noiembrie, a fost efectuată a patra rectificare bugetară din anul 2006, prin care veniturile programate ale bugetului general consolidat au fost majorate cu 987,8 milioane lei, ca urmare a creșterii gradului de colectare, în timp ce cheltuielile corespunzătoare au fost suplimentate cu 1 098 milioane lei. Principalele alocări adiționale de resurse publice au fost destinate finanțării majorării în avans cu 16,8 la sută¹⁴ a punctului de pensie (efortul financiar fiind de 182,7 milioane lei), plății unor drepturi de asistență socială în luna decembrie (572 milioane lei) și susținerii transportului feroviar public de călători (520 milioane lei). De asemenea, fonduri suplimentare în valoare de 972,8 milioane lei au fost alocate administrației locale, în special pentru plata drepturilor salariale din instituțiile de învățământ preuniversitar de stat și echilibrării bugetelor locale. În schimb, nivelul programat al cheltuielilor cu dobânzile și cel al plăților în contul creditelor garantate de MFP au fost diminuate (cu 329, respectiv 200 milioane lei). Ținta de deficit fiscal a fost menținută, însă, la nivelul de 2,5 la sută din PIB, în condițiile revizuirii ascendente a valorii nominale a acestuia din urmă.

1.1.2. Cererea de investiții

Contribuția decisivă la dinamizarea PIB în perioada analizată a revenit formării brute de capital fix, care a consemnat cel mai alert ritm anual dintre componentele cererii agregate (15,6 la sută, în creștere cu 3,4 puncte procentuale), datorat în bună măsură ratelor trimestriale deosebit de ridicate din trimestrele II și III (peste 9 la sută, în ambele cazuri¹⁵). Spre deosebire însă de intervalul aprilie-iunie, evoluția nu a fost însoțită de intensifi-

¹³ Începând cu 1 ianuarie 2006.

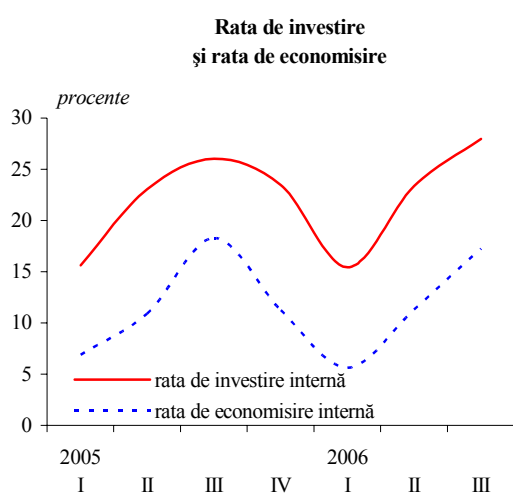
¹⁴ Creșterea fiind aplicată de la 1 decembrie, față de data de 1 ianuarie 2007 stabilită inițial.

¹⁵ Date ajustate sezonier.

	Anii	Investiții realizate			
		variație anuală (%)			
		I	II	III	IV
Total	2005	5,8	10,7	13,0	17,5
	2006	10,8	14,4	15,6	
- lucrări de construcții noi	2005	2,2	9,4	8,8	15,3
	2006	23,5	11,6	20,0	
- utilaje	2005	9,6	12,8	15,7	15,7
	2006	2,6	19,6	5,5	
- alte cheltuieli*	2005	-4,9	1,0	27,0	48,2
	2006	4,9	-11,6	57,5	

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

Sursa: INS



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

Sursa: INS, calcule BNR

carea preocupărilor în direcția re tehnologizării, statisticile referitoare la structura investițiilor realizate în economie indicând reducerea de 3,6 ori a dinamicii anuale a achizițiilor de utilaje (până la 5,5 la sută). Practic, accelerarea acumulărilor de capital s-a datorat lucrărilor de construcții (obiective noi și reparații capitale) și investițiilor din sectorul agricol, ale căror ritmuri reale de creștere s-au majorat până la 18-20 la sută și respectiv 57,5 la sută¹⁶.

Amplificarea efortului investițional s-a bazat, pe de o parte, pe utilizarea surselor proprii – în evidentă creștere, dată fiind performanța remarcabilă a sectorului corporatist în anul 2006, dar și disponibilul bugetar alocat executării unor lucrări de consolidare a infrastructurii¹⁷ –, iar pe de altă parte, pe apelul la resurse împrumutate din sistemul bancar autohton și străin, dar și la finanțarea de tip *leasing*. Merită subliniată conturarea în acest an a unei tendințe de accentuare a preferinței pentru surse atrase din interior, sugerată de persistența ritmurilor înalte de creștere ale acestora, concomitent cu restrângerea creditelor externe¹⁸. Expansiunea acumulării de capital a fost susținută și de: (i) investițiile străine directe a căror valoare pe primele 9 luni a fost superioară anului precedent, în pofida veniturilor consistente rezultate din privatizarea a patru companii de utilități în trimestrele II-III 2005, dar și de (ii) influxurile nerambursabile (SAPARD, ISPA), o influență stimulatorie constituind-o apropierea momentului aderării la Uniunea Europeană.

Înclinația pentru utilizarea de bunuri de capital din import nu a dat semne de atenuare nici în trimestrul III, întrucât ritmul real al cifrei de afaceri aferente producției de profil pentru piața internă¹⁹, deși pozitiv, pentru prima oară în acest an (7,9 la sută), a fost net inferior performanței importurilor (26,3 la sută în cazul grupei „mașini și aparate mecanice și electrice”, 35 la sută la mijloacele de transport)⁸.

¹⁶ Date provizorii; de remarcat totuși revizuirile ample efectuate în trimestrele anterioare la această poziție (de exemplu, pentru trimestrul II, nivelul provizoriu de +4,3 la sută a fost revizuit la -11,6 la sută).

¹⁷ Cheltuielile de capital efectuate de la bugetul public în trimestrul III au fost superioare cu 69,7 la sută nivelului din intervalul similar al anului precedent (49,7 la sută în trimestrul II; variație reală).

¹⁸ Comparativ cu trimestrul II, datele CRB indică o nouă accelerare a ritmurilor anuale de creștere aferente volumului creditelor pentru echipamente și investiții imobiliare (cu 12-13 puncte procentuale, până la 64,7 și respectiv 54,6 la sută). O intensificare de ritm a înregistrat și activitatea companiilor de *leasing*, valoarea în euro a contractelor încheiate în ianuarie-septembrie 2006 de societățile membre ASLR majorându-se cu 27 la sută față de aceeași perioadă a anului anterior (19,6 la sută în semestrul I) – cu o mențiune asupra componentei „echipamente industriale și agricole”, a cărei pondere a depășit 10 la sută (9 la sută pe primele 6 luni). În schimb, influxurile sub forma creditelor externe pe termen mediu și lung acordate sectorului nebanca s-au diminuat în trimestrele I-III, un aport în acest sens revenind și contracției reale cu 58,2 la sută din trimestrul III.

¹⁹ Inclusiv mijloace de transport, potrivit metodologiei de stabilire a marilor grupe industriale.

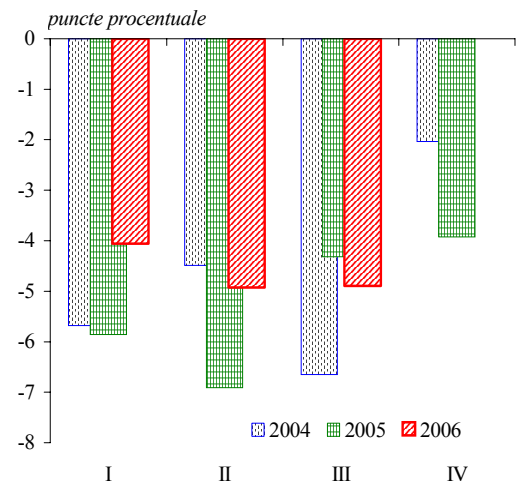
1.1.3. Cererea externă netă

În trimestrul III 2006, contribuția negativă a cererii externe nete la creșterea PIB s-a menținut la nivelul intervalului anterior (-4,9 puncte procentuale), în pofida faptului că volumul importurilor de bunuri și servicii a fost aproape dublu (ritm anual de +21,2 la sută comparativ cu +18 la sută în trimestrul II) față de cel al exporturilor (+11 la sută comparativ cu +10,5 la sută). Această situație se datorează faptului că, în perioada de bază, importurile au înregistrat o scădere mai pronunțată a ponderii în PIB comparativ cu cea a exporturilor, ceea ce a determinat îngustarea decalajului dintre cele două ponderi. Potrivit datelor din balanța de plăți, creșterea anuală a exporturilor s-a datorat exclusiv serviciilor (în special serviciilor de comunicații). Pe partea bunurilor însă, volumul vânzărilor pe piața externă a stagnat la nivelul trimestrului III 2005⁸, principala cauză constituind-o puternica inversare de semn înregistrată de ritmul anual al livrărilor de combustibili și uleiuri minerale (-38,1 la sută, față de +11,2 la sută în trimestrul II), în contextul: (i) accentuării efectelor introducerii taxei speciale la exportul de motorină și benzină²⁰ începând cu trimestrul II; (ii) diminuării producției industriale românești din domeniul extracției de hidrocarburi și, prin asociere, din cel al prelucrării țițeiului (-6 la sută și respectiv -11,7 la sută, pe fondul declinului natural, specific zăcămintelor mature și al temperării cererii externe); (iii) manifestării unui puternic efect de bază (în trimestrul III 2005 volumul exporturilor de combustibili crescuse în termeni anuali cu 56,5 la sută). Deși în scădere față de intervalul precedent, ratele de creștere a exporturilor de mașini și echipamente mecanice și electrice și de mijloace de transport s-au situat și în trimestrul III la niveluri superioare celorlalte grupe de mărfuri (+16,4 la sută și respectiv +37,9 la sută). Și în cazul importurilor, performanța serviciilor a constituit factorul decisiv al accelerării dinamicii anuale, ritmul aferent volumului fizic al bunurilor achiziționate de pe piețele externe în trimestrul III (+18,4 la sută) menținându-se relativ constant comparativ cu trimestrul anterior.

1.2. Oferta

Pe partea ofertei, trimestrul III 2006 a consemnat menținerea tendinței ascendente a activității industriale, dinamica anuală a VAB majorându-se ușor față de intervalul precedent (până la +8 la sută, unul dintre cele mai alerte ritmuri de creștere începând cu anul 1999). Evoluția a fost susținută în principal de producția bunurilor intermediare (cu o mențiune asupra metalurgiei și industriei chimice), dar și de producția bunurilor de folosință îndelungată și a mijloacelor de transport rutier (pe fondul dinamizării cererii interne).

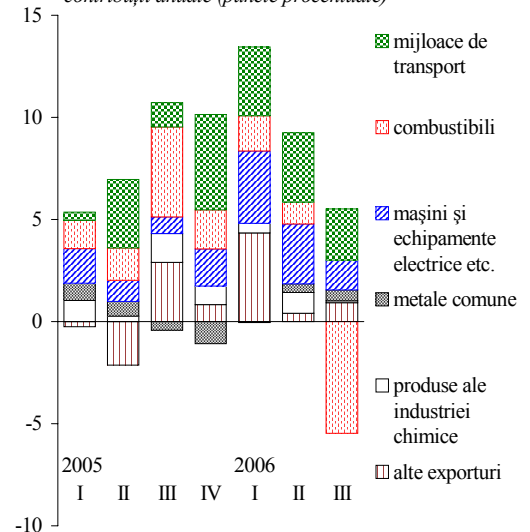
Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

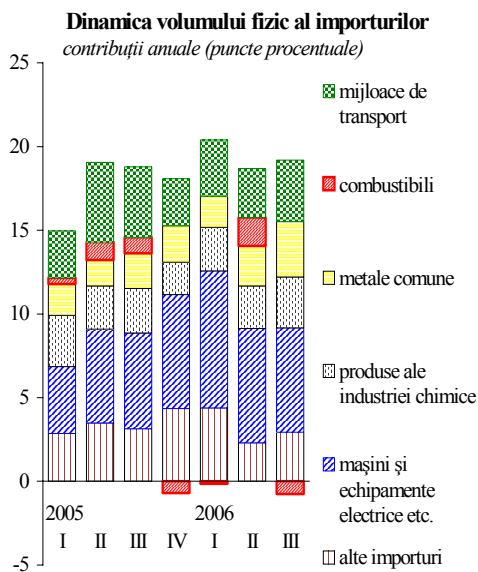
Dinamica volumului fizic al exporturilor

contribuții anuale (puncte procentuale)

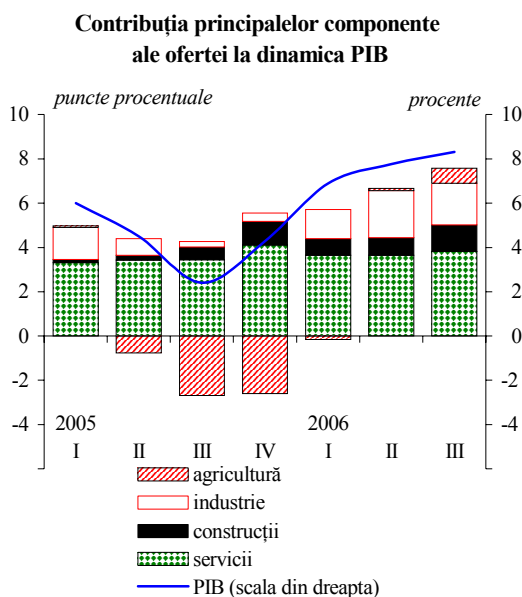


Sursa: INS, calcule BNR

²⁰ 0,01 USD/litru.



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

Și VAB din sectorul serviciilor și-a intensificat rata de creștere (cu 1 punct procentual, până la 8,5 la sută), tendință datorată în principal activității comerciale, atât pe segmentul vânzării cu ridicata (evoluție coroborată cu dinamizarea tuturor sectoarelor economice), cât și pe cel al desfacerilor cu amănuntul, pe fondul consolidării ofertei – din punct de vedere dimensional, al politicilor de marketing și al accesibilității finanțării nebancale.

În agricultură, dinamica anuală a VAB s-a majorat de peste două ori (5,2 la sută), evoluție generată, spre deosebire de trimestrul precedent, de o creștere a volumului producției. Practic, componentele cu cea mai importantă contribuție la dinamizarea VAB în trimestrul III au fost legumele, fructele, sfecla de zahăr și floarea soarelui; în cazul cerealelor (în principal grâu, secară, orz și porumb), condițiile climaterice nefavorabile au afectat atât dimensiunea, cât și calitatea producției din anul 2006. Sectorul zootehnic a consemnat noi scăderi de volum la producția de carne și de ouă, pe segmentul produselor avicole principala cauză fiind reducerea masivă a efectivelor de păsări pe durata celui de-al doilea val de gripă aviară (mai-iulie 2006).

În ceea ce privește activitatea de construcții, dinamica anuală a VAB a avansat cu încă 5 puncte procentuale (19,2 la sută), semnalele din piață desemnând producția din 2006 drept recordul ultimilor 17 ani. Fie că au constat în realizarea de obiective noi, fie numai în operațiuni de reparații curente sau capitale, lucrările de construcții au înregistrat în trimestrul III accelerări de ritm de 4-6 puncte procentuale la toate tipurile de proiecte – rezidențiale, nerezidențiale și de infrastructură (ajungându-se la circa 15, 12 și respectiv 23 la sută).

2. Piața muncii

2.1. Forța de muncă

În trimestrul III 2006, piața muncii a suferit o îngustare suplimentară comparativ cu intervalele anterioare, neexistând indicii de modificare a tendinței nici pentru ultima parte a anului. În acest context, dinamica veniturilor salariale a consemnat o intensificare de ritm, care s-a reflectat în deteriorarea evoluției costurilor unitare cu forța de muncă, vizibilă cu deosebire în sectorul prelucrător. Din perspectiva acestui indicator, lunile octombrie și noiembrie indică totuși o îmbunătățire comparativ cu trimestrul III, indicele costului unitar cu forța de muncă din sectorul manufacturier redevenind inferior mediei industriei.

Confirmând așteptările, în trimestrul III 2006 presiunile de pe piața muncii au continuat să se accentueze, atât rata șomajului

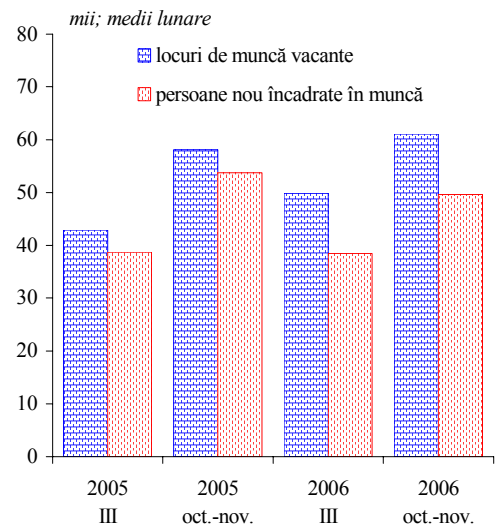
înregistrat, cât și cea aferentă seriei desezonalizate atingând noi minime istorice (5 la sută și respectiv 5,3 la sută). Indicii suplimentare referitoare la îngustarea pieței muncii au furnizat și alte elemente referitoare la oferta de forță de muncă: (i) numărul persoanelor ieșite din evidențele de șomaj a fost cu 15,9 la sută mai mare decât în aceeași perioadă a anului 2005 (cea mai ridicată rată anuală din ultimii trei ani); similar trimestrului anterior contribuția determinantă a revenit șomerilor care au renunțat să-și reînnoiască cererea pentru ocuparea unui loc de muncă, optând probabil pentru demersuri pe cont propriu; (ii) numărul celor disponibilizați s-a menținut relativ redus (44,6 mii persoane – cel mai mic din ultimii doi ani) și semnificativ sub cel al angajărilor (de 2,5 ori); sectorul industrial a rămas principala sursă a concedierilor, în timp ce în construcții și servicii rata de creștere a personalului salariat s-a majorat comparativ cu intervalul anterior (în primul caz s-a produs chiar o inversare de semn). De altfel, similar trimestrului anterior, ieșirile din șomaj prin încadrare în muncă au consemnat o rată anuală pozitivă (5,2 la sută) și chiar în ușoară creștere. Aceste evoluții sunt secundate de intensificarea cererii excedentare de forță de muncă, numărul locurilor de muncă vacante identificate de ANOFM fiind cu 16,3 la sută mai mare decât în perioada similară a anului anterior.

Datele statistice disponibile pentru trimestrul IV 2006 indică în continuare o piață a muncii încordată, deși semnalele transmise de evoluția din lunile octombrie și noiembrie a indicatorilor relevanți au caracter contradictoriu: (i) numărul locurilor de muncă vacante identificate de ANOFM a continuat să crească, în timp ce în cazul angajărilor s-a consemnat un ritm anual negativ; (ii) numărul persoanelor intrate în evidențele de șomaj a depășit 100 mii persoane în ambele luni (pentru prima dată din ianuarie 2006), posibil din cauza formalităților de obținere a venitului minim garantat²¹. Din perspectiva ratei șomajului, nu s-au decelat modificări de tendință, menținerea indicatorului la niveluri similare mediei trimestrului III atât în cazul seriei brute, cât și al celei desezonalizate reflectând persistența caracterului încordat al pieței muncii.

2.2. Venituri

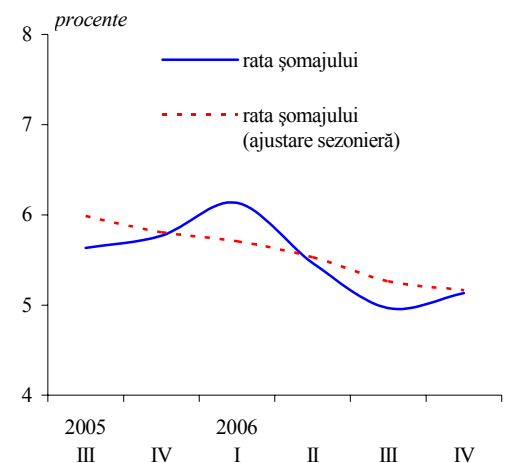
Pe fondul intensificării presiunilor pe piața muncii, în trimestrul III 2006 ritmul anual de creștere a salariului mediu brut pe economie s-a menținut ridicat (+17,6 la sută în termeni nominali,

Locuri de muncă vacante și ocuparea acestora



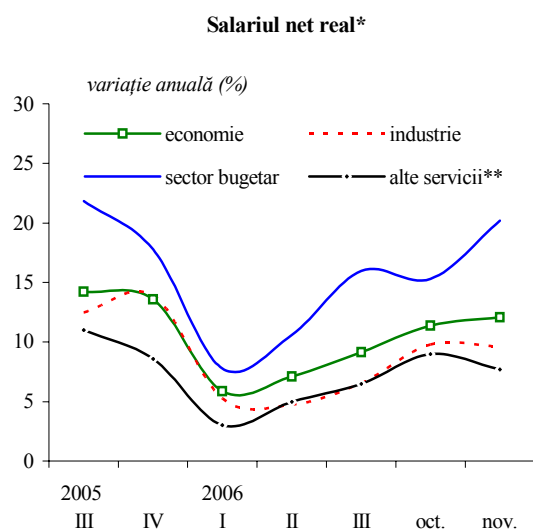
Sursa: ANOFM

Rata șomajului



Sursa: ANOFM, calcule BNR

²¹ Potrivit reglementărilor legale, persoanele care beneficiază de ajutor social conform Legii nr. 416/2001 privind venitul minim garantat au dreptul și la ajutoare pentru căldură. În 2006, plafonul de venit pe membru de familie care s-a luat în calcul la acordarea ajutoarelor pentru căldură a fost majorat de la 310 RON la 500 RON, iar sistemul de plată a fost înlocuit cu unul de compensare a facturii de încălzire de până la 100 la sută pentru beneficiarii de venit minim garantat.



*) deflatat cu IPC

**) comparabilitatea datelor este afectată într-o anumită măsură de modificările introduse de INS în luna august 2005 în structura pe ramuri a numărului de salariați și a câștigului salarial

Sursa: INS, calcule BNR

**Productivitatea muncii și salariul brut real
în industrie**

	<i>variație anuală (%)</i>						
	2005		2006				
	III	IV	I	II	III	oct.	nov.
Productivitatea muncii	3,7	7,0	8,6	13,2	11,1	13,3	10,6
Salariul mediu brut real*	5,4	6,6	4,4	2,0	1,9	5,9	5,4
Salariul mediu brut real**	16,5	15,9	7,8	4,0	3,0	6,9	5,5

*) deflatat cu indicele prețurilor producției industriale pentru piața internă

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

Sursa: INS, calcule BNR

superior cu 0,7 puncte procentuale celui din trimestrul II 2006); contribuții majore la această evoluție au revenit industriei extractive și sectorului bugetar, determinate în primul caz de influențe conjuncturale²², iar în cel de-al doilea caz de derularea ultimei etape din majorările salariale anuale aprobate. Suplimentar, dinamica ridicată a câștigurilor salariale la nivelul întregului an nu poate fi disociată de performanța economiei, în condițiile în care ponderea bonusurilor acordate în funcție de rezultate a crescut treptat în ultimii ani, ajungând la aproximativ 20 la sută din pachetul salarial²³.

În sectorul industrial, mișcarea la nivelul salariilor, însoțită de un ritm mai lent de creștere a productivității muncii, s-a repercutat în majorarea cu 2,6 puncte procentuale, comparativ cu trimestrul anterior, a indicelui costului unitar nominal cu forța de muncă (până la 103,6 la sută). Rolul principal în această mișcare a revenit evoluțiilor negative din industria prelucrătoare unde variația anuală a acestui indicator a atins 4,2 la sută (+2,6 puncte procentuale față de trimestrul anterior) și s-a plasat pentru al doilea trimestru consecutiv peste media sectorului industrial. O accelerare de ritm s-a remarcat și în sectorul extractiv, dar rata anuală de creștere a costurilor unitare nominale cu forța de muncă (+1,1 la sută) s-a situat în continuare sub media industriei. Deși pe ansamblul trimestrului III în industria energetică s-a înregistrat o situație mai bună comparativ cu celelalte sectoare industriale (-3,7 puncte procentuale, respectiv 102,8 la sută), se impune precizarea că rezultatele lunii septembrie (menținerea productivității muncii la nivelul din perioada similară a anului anterior după o creștere anuală medie de 15,4 la sută în lunile iulie-august) au determinat o modificare notabilă a tabloului general oferit de prima parte a intervalului, când indicele costului unitar nominal cu forța de muncă a fost subunitar (valoare medie de 98,5 la sută).

În cazul ramurilor producătoare de bunuri de consum, datele statistice aferente trimestrului III semnaleză o deteriorare pronunțată a evoluțiilor, dinamica anuală a costului unitar cu forța de muncă depășind 35 la sută în industriile de prelucrare a tutunului, textilă, poligrafie, echipamente și aparate radio-TV, explicabile în cvasitotalitatea cazurilor prin pierderi substanțiale de productivitate. De menționat faptul că în pofida aparentei comprimări a activității la nivelul acestor segmente, ratele de majorare a câștigurilor salariale s-au menținut în proximitatea sau chiar peste media sectorului prelucrător, subliniind presiunile existente pe piața muncii. Similar ultimelor două trimestre, valori inferioare mediei sectorului prelucrător s-au consemnat în industria alimentară și în cea a mobilei.

²² Prime și bonusuri acordate.

²³ Potrivit unui studiu publicat de PricewaterhouseCoopers în decembrie 2006 (*PayWell Romania 2006 – Salary and Benefits Survey*).

Costul unitar cu forța de muncă a continuat să înregistreze un ritm anual pozitiv și în lunile octombrie și noiembrie, în timp ce tendința de deteriorare observată anterior în industria energetică a fost și mai pronunțată, pe seama saltului abrupt al salariilor. O ameliorare s-a observat în industria prelucrătoare, unde indicele costului unitar cu forța de muncă a devenit inferior atât mediei sectorului industrial, cât și valorii aferente trimestrului III 2006.

Și pe partea cererii există indicii privind menținerea presiunilor asupra consumului de bunuri și servicii în trimestrul III 2006, chiar dacă datele statistice relevă o atenuare a ritmului anual al venitului disponibil⁵ real al populației (-1,6 puncte procentuale, până la +2,6 la sută). Concluzia este susținută de următoarele elemente: (i) dinamica anuală a veniturilor reale din salarii s-a menținut ridicată și în creștere comparativ cu trimestrul anterior (până la +10,4 la sută); (ii) rata anuală negativă consemnată în cazul veniturilor din străinătate (-4,1 la sută) nu poate fi asociată evoluțiilor din perioada curentă, în condițiile în care sumele intrate în trimestrul III 2006 au depășit media aferentă primei jumătăți a anului 2006 (cu 6,4 la sută în termeni reali). Pentru ultima parte a anului 2006, este de așteptat ca susținerea oferită consumului privat de dinamica venitului disponibil să se intensifice, principalele cauze fiind schimbarea de semn în cazul transferurilor din surse bugetare și extrabugetare (în principal pe seama indexării anticipate a pensiilor), dar și consistența remiterilor din străinătate.

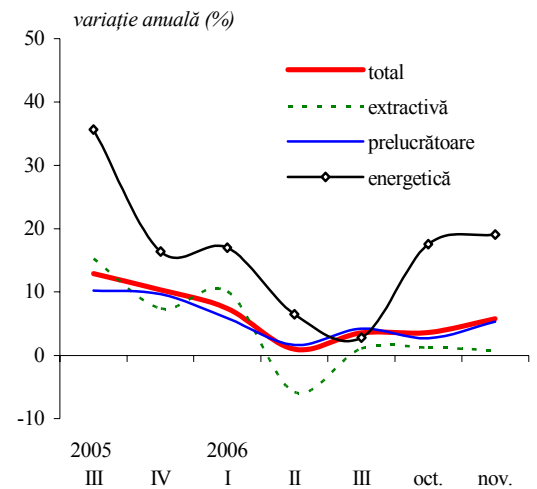
3. Prețurile de import și prețurile de producție

În perioada analizată, presiunile inflaționiste s-au menținut semnificative în cazul prețurilor de producție ale bunurilor industriale și s-au accentuat în cazul celor de import, în ambele situații tendința de deteriorare fiind mai pronunțată pe segmentul bunurilor de uz curent. O ameliorare importantă s-a produs în cazul bunurilor agricole, cu susținere atât din partea produselor vegetale, cât și a celor animale. Pentru ultimul trimestru al anului există indicii cu privire la producerea unor inversări de situație pe ambele segmente ale prețurilor de producție, ca urmare a relaxării piețelor de bunuri energetice și, respectiv, a scăderii producției de cereale în anul 2006.

3.1. Prețurile de import

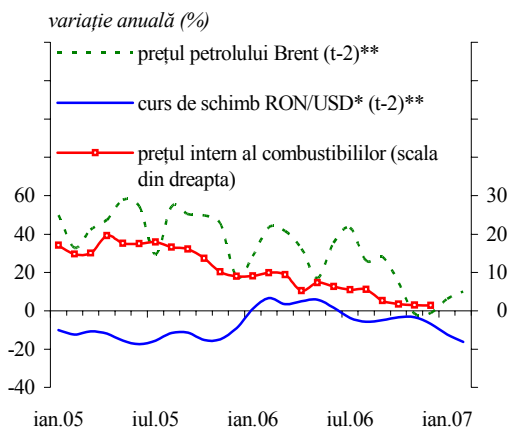
Presiunile exercitate de prețurile de import asupra prețurilor interne s-au accentuat în trimestrul III 2006 comparativ cu trimestrul precedent, deflatorul importului de bunuri și servicii crescând în termeni anuali de la 100,9 la 103,1 la sută. Această

Costul unitar cu forța de muncă în industrie



Sursa: INS, calcule BNR

Prețul petrolului și prețul combustibililor



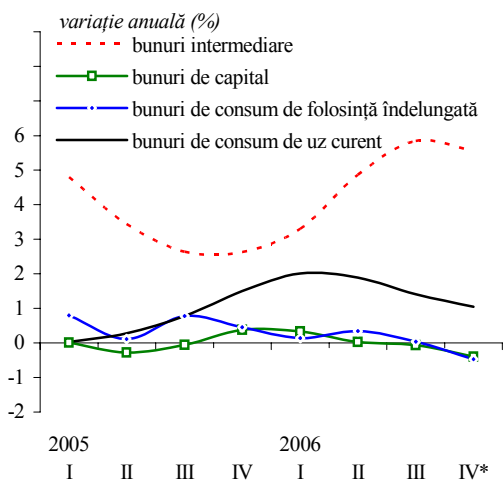
*) (-) apreciere RON, (+) depreciere RON
 **) decalaj determinat de durata ciclului de producție (45 de zile)

Sursa: INS, AIE

deteriorare s-a produs pe fondul întreruperii trendului de apreciere a monedei naționale în raport cu euro (-0,4 la sută comparativ cu trimestrul III 2005) și al continuării mișcării ascendente a prețurilor externe, chiar dacă ritmul anual de creștere (3,2 la sută) a fost ușor inferior celui din trimestrul II 2006.

În structură, presiuni semnificative au fost generate de mărfurile alimentare, produsele industriei chimice (în special farmaceutice) și metalele comune²⁴, toate cele trei grupe înregistrând rate de creștere a prețurilor (exprimate în euro) superioare mediei; în condițiile în care majoritatea mărfurilor respective provin din Uniunea Europeană, dinamica prețurilor de import pe această relație s-a accentuat de la 0,5 la sută în trimestrul II la 2,3 la sută în perioada analizată. La polul opus se situează segmentul combustibililor, favorizat de estomparea tensiunilor de pe piața internațională a petrolului, dar și articolele de încălțăminte, mijloacele de transport, instrumentele și aparatele optice, cinematografice, medicale etc.

Prețurile producției industriale pentru export în UE-25



Sursa: EUROSTAT *) octombrie - noiembrie

În trimestrul IV 2006, nu au fost vizibile presiuni suplimentare din partea prețurilor externe în condițiile în care: (i) prețul internațional al petrolului a fluctuat în jurul unor cotații mult mai reduse comparativ cu media trimestrului III²⁵, ritmul anual coborând de la 13,3 la 5,2 la sută; (ii) s-a menținut traiectoria descendentă a ratei de creștere a prețului gazelor naturale, iar (iii) indicele compozit al prețurilor mărfurilor calculat de FMI indică o încetinire a dinamicii acestora în intervalul octombrie-noiembrie 2006 comparativ cu trimestrul III (cu 7,8 puncte procentuale, până la un ritm mediu anual de 11 la sută). Afirmația este valabilă și pe relația cu Uniunea Europeană, rata anuală de creștere a prețurilor produselor industriale fabricate pe piața comunitară și destinate exportului plasându-se în luna octombrie la nivelul mediu din trimestrul III (2,6 la sută).

Influențele favorabile asupra inflației importate includ și aprecierea nominală a monedei naționale față de euro și dolarul SUA manifestată pe parcursul trimestrului IV (4,6 la sută și respectiv 13,4 la sută în termeni anuali).

²⁴ În contextul cererii mondiale puternice, mai ales din partea Chinei.

²⁵ În cazul țiteiului de tip Brent, prețul mediu din perioada octombrie-decembrie 2006 a fost de 59,9 USD/baril, comparativ cu o medie de 69,6 USD/baril în intervalul precedent.

3.2. Prețurile de producție

3.2.1. Prețurile producției industriale

În trimestrul III 2006, ritmul anual de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă s-a menținut alert și în creștere comparativ cu intervalul anterior (+0,8 puncte procentuale, până la 12,9 la sută), determinante fiind evoluțiile din industria prelucrătoare (+1,6 puncte procentuale, până la 13,1 la sută). Astfel, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă din sectorul manufacturier a depășit media industriei pentru prima dată în ultimele șapte trimestre, iar decalajul față de variația prețurilor de consum s-a lărgit la 7,2 puncte procentuale.

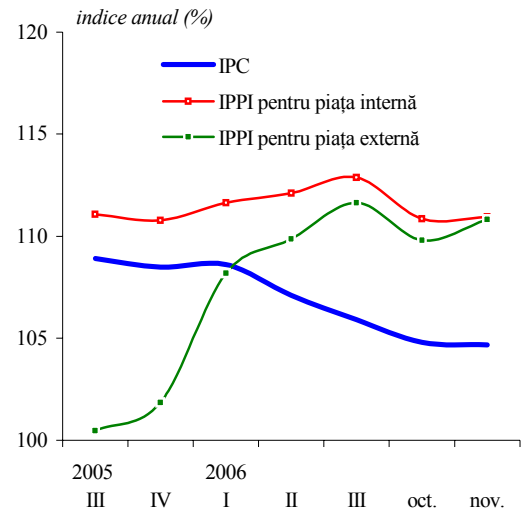
Spre deosebire de trimestrul anterior, majoritatea grupelor industriale au înregistrat variații de preț pozitive și în creștere, singura mișcare favorabilă survenind în cazul bunurilor energetice (-3,1 puncte procentuale, până la 19,8 la sută), atât pe segmentul de extracție și prelucrare a hidrocarburilor²⁶, cât și pe cel de producere a energiei electrice. O posibilă explicație o reprezintă atenuarea tensiunilor pe piața internațională a țițeiului și preluarea evoluției de către prețurile interne, la acestea adăugându-se probabil utilizarea în mai mare măsură a energiei hidroelectrice pentru satisfacerea consumului populației și reducerea tarifelor reglementate practicate de principalul producător.

Cea mai importantă accelerare a ritmului anual de creștere a prețurilor de producție s-a produs la nivelul bunurilor intermediare (+3,5 puncte procentuale, până la 9,8 la sută); evoluția a fost imprimată de segmentul de extracție și prelucrare a minereurilor metalifere și, prin asociere, de industria metalurgică și a fost corelată, în ambele cazuri, cu expansiunea prețurilor externe ale metalelor. Mișcarea s-a transmis corespunzător și asupra ramurilor pentru care principala materie primă este metalul, atât grupa bunurilor de capital, cât și cea a bunurilor de folosință îndelungată consemnând rate anuale de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă superioare cu câte 0,8 puncte procentuale celor din trimestrul anterior (până la 7,6 la sută și respectiv 5 la sută); în ambele cazuri, intensificarea cererii a reprezentat un factor suplimentar de presiune.

Din perspectiva procesului dezinflaționist, o contribuție nefavorabilă a revenit bunurilor de uz curent, a căror rată anuală de

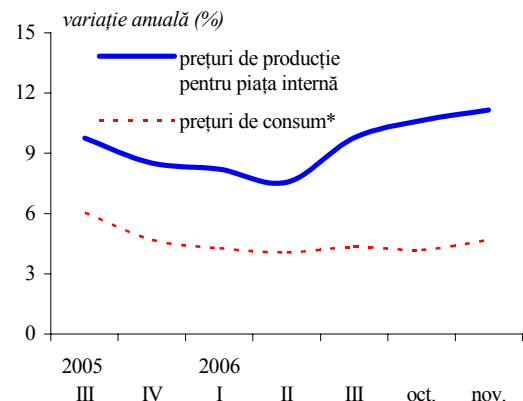
²⁶ Dinamica medie anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă s-a diminuat în trimestrul III 2006 cu 1,9 puncte procentuale în ramura de extracție a hidrocarburilor și cu 7,2 puncte procentuale în cea de prelucrare a țițeiului.

Prețurile producției industriale și de consum



Sursa: INS

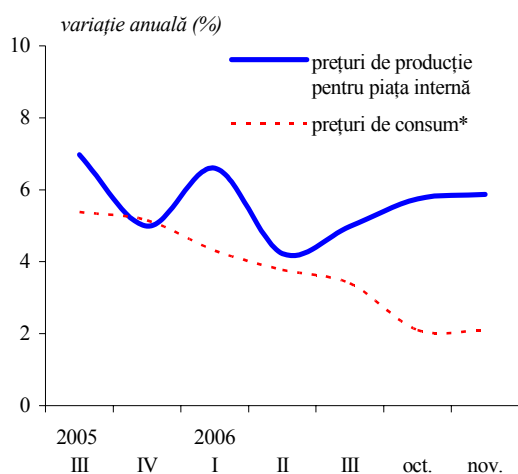
Prețurile aferente bunurilor de uz curent



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

Sursa: INS, calcule BNR

Prețurile aferente bunurilor de folosință îndelungată



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

Sursa: INS, calcule BNR

creștere a prețurilor de producție pentru piața internă s-a majorat cu 2,2 puncte procentuale față de trimestrul anterior, astfel încât ecartul dintre aceasta și dinamica prețurilor de consum pentru această categorie de bunuri s-a lărgit la 5,4 puncte procentuale. Tendința a fost determinată de accelerarea de ritm din industria alimentară (+2,4 puncte procentuale, până la 7,3 la sută), care, în absența unor presiuni importante din partea costurilor cu materia primă și cu forța de muncă²⁷, poate fi asociată recuperării efortului investițional impus de alinierea la standardele UE și practicării unor marje de profit mai mari, permisă de cererea internă ridicată.

În trimestrul IV 2006 este posibil să se fi reluat procesul dezinflaționist la nivelul prețurilor producției industriale pentru piața internă, contribuția decisivă la această evoluție revenind bunurilor energetice.

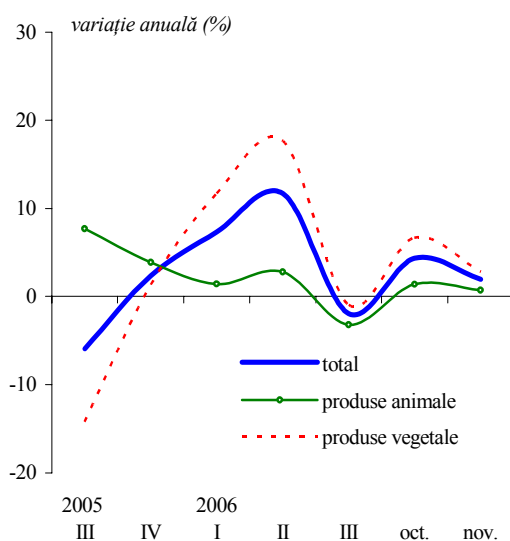
3.2.2. Prețurile producției agricole

Prețurile produselor agricole au revenit în trimestrul III 2006 la un ritm anual negativ (-1,9 la sută), influența grupei produselor animale (-3,3 la sută) devenind dominantă pentru prima dată în ultimii doi ani. Similar trimestrului anterior, au existat presiuni pe segmentul cărnii de pasăre, dar amploarea acestora s-a diminuat (cu 6,4 puncte procentuale, până la 18,2 la sută) și a fost contracarată de reducerile în termeni anuali observate în cazul sortimentelor de carne de porc și de ovine.

În ceea ce privește produsele vegetale, ritmul anual înregistrat în trimestrul III 2006 a fost de asemenea negativ (-0,9 la sută), principalele categorii monitorizate consemnând mișcări de prețuri divergente: (i) decelerări importante ale dinamicii prețurilor în cazul legumelor, rezultat al ofertei abundente; (ii) rate anuale pozitive de creștere a prețurilor la unele cereale (pentru prima dată în ultimii doi ani), pe fondul producției slabe din anul 2006.

În cazul acestui din urmă factor, tensiunile par să se fi accentuat în trimestrul IV 2006, conducând la o nouă inversare de tendință la nivelul prețurilor produselor agricole (producția mai scăzută de cereale se repercutează și asupra costului furajelor și, implicit, asupra prețurilor la carne).

Prețurile producției agricole



Sursa: INS

²⁷ Chiar dacă variația nominală anuală a costurilor unitare cu forța de muncă a fost pozitivă, nivelul atins în 2006 (în medie, 2,9 la sută) s-a plasat atât sub media sectorului prelucrător, cât și mult sub mediile din ultimii doi ani. În plus, valoarea din 2006 a fost inferioară ritmului prețurilor producției industriale pentru piața internă, în timp ce în 2004 și 2005 raportul dintre cei doi indicatori a fost sensibil supraunitar.

IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

Caracterul restrictiv al politicii monetare s-a accentuat de-a lungul celei mai mari părți a trimestrului IV 2006, fapt reflectat de creșterea marjei reale a ratei dobânzii de politică monetară și de acumularea unei aprecieri reale consistente de către leu în raport cu euro. Spre sfârșitul trimestrului, austeritatea condițiilor monetare a fost însă implicit atenuată prin relaxarea graduală a controlului asupra lichidității, pe care BNR a inițiat-o ca reacție la creșterea excesivă a presiunilor exercitate de capitalul speculativ asupra cursului de schimb al leului.

În ambele ședințe destinate analizei și deciziei de politică monetară din cursul trimestrului IV 2006, CA al BNR a hotărât să mențină rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 8,75 la sută, în pofida accelerării sensibile a dezinflației în cursul trimestrului III și a anticipării coborârii în luna decembrie a ratei anuale a inflației sub punctul central al țintei stabilite pentru 2006. Creșterea restrictivității politicii ratei dobânzii a fost sprijinită prin continuarea exercitării pe parcursul primelor două luni ale perioadei a unui control ferm asupra lichidității, BNR sterilizând substanțial excedentul de lichiditate prin intermediul operațiunilor de piață monetară. Un plus de austeritate a imprimat condițiilor monetare în sens larg și implementarea, în ultima parte a lunii octombrie, a măsurilor suplimentare de limitare a riscului de credit pentru populație, menite să înăsprescă condițiile de accesare atât a împrumuturilor bancare, cât și a celor nebancale ale acestui segment. Spre sfârșitul trimestrului, autoritatea monetară a reluat, însă, practica drenării parțiale a excedentului de lichiditate din sistem prin operațiuni de piață monetară; scopul acesteia l-a constituit contracararea riscului aprecierii nesustenabile a monedei naționale sub impactul amplificării substanțiale a intrărilor de capital speculativ, atras atât de condițiile favorabile oferite de majoritatea piețelor emergente din regiune, cât și de așteptările de apreciere a leului asociate apropierea momentului aderării României la Uniunea Europeană. Inclusiv ca urmare a unei scăderi mai puternice decât se anticipase a cursului de schimb efectiv real al leului, gradul de restrictivitate a condițiilor monetare a rămas adecvat asigurării sustenabilității dezinflației.

Deciziile de menținere a ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 8,75 la sută – în pofida ameliorării sensibile a

perspectivelor inflației pe termen scurt – au avut ca argument major riscul posibilei devieri a dezinflației de la traiectoria programată pe termen mediu, ca urmare a continuării manifestării de-a lungul orizontului de transmisie a politicii monetare a acțiunii unor factori potențial generatori de inflație. Principalul pericol la adresa sustenabilității dezinflației identificat în contextul derulării exercițiului trimestrial de prognoză a evoluțiilor macroeconomice l-a constituit amplificarea pe termen scurt a nivelului proiectat al excedentului de cerere, în pofida ajustării crescătoare în cadrul actualei proiecții a nivelului PIB potențial; creșterea prognozată a deviației pozitive a PIB a constituit rezultanta accelerării peste așteptări a creșterii economice în trimestrul anterior, dar și a relaxării ce urma a fi imprimată politicii fiscale spre sfârșitul anului 2006.

Analizarea datelor statistice aferente trimestrului III publicate ulterior a confirmat în mare parte aceste proiecții și preocupări ale băncii centrale. Astfel, deși a fost într-o mică măsură inferioară așteptărilor, accelerarea creșterii economice în trimestrul III (de la 7,8 la 8,3 la sută – vezi Capitolul III. *Evoluții ale activității economice*) s-a concretizat într-o majorare a excedentului de cerere, dar mai ales a potențialului său inflaționist, în condițiile în care dinamica consumului populației și-a continuat expansiunea deosebit de alertă, iar creșterea anuală a principalei componente a acestuia – cumpărările de mărfuri – a atins în acest interval maxima istorică. În acest context, probabilitatea ca ritmul înalt de creștere a consumului să se prelungească în următoarele trimestre era ridicată, ea fiind amplificată și de efectul de multiplicare care era de așteptat să fie exercitat de dinamizarea puternică pe care au cunoscut-o investițiile în cursul celui de-al treilea trimestru.

Ipoteza persistenței robusteții consumului populației și a presiunilor inflaționiste ale acestuia a fost susținută și de datele statistice aferente primei părți a trimestrului IV; astfel, ritmurile medii anuale de creștere a cifrei de afaceri a întreprinderilor cu activitate principală de comerț cu amănuntul și, respectiv, a celei realizate de companiile prestatoare de servicii au consemnat în lunile octombrie-noiembrie valori foarte ridicate, apropiate celor din trimestrul III. Sursele dinamicii înalte a consumului populației au continuat să le reprezinte creșterile consistente ale veniturilor salariale (ritmul mediu de creștere reală a salariului mediu net a fost de 11,7 la sută în perioada octombrie-noiembrie, cu 2,5 puncte procentuale mai mult decât în trimestrul III) și ale remiterilor din străinătate, dar și economisirea bancară netă a populației, a cărei tendință de deteriorare s-a încetinit însă sensibil.

Astfel, datele disponibile pentru prima parte a trimestrului IV 2006 au evidențiat o ușoară scădere a ratei reale anuale de

creștere a soldului creditelor acordate populației, nivelul mediu atins de aceasta în perioada octombrie-noiembrie (73,6 la sută) plasându-se cu 3,7 puncte procentuale sub cel din trimestrul III. O reducere mai amplă a caracterizat nivelul mediu al volumelor împrumuturilor noi de care au dispus persoanele fizice (diminuare cu 5,8 puncte procentuale a ratei medii anuale de creștere în termeni reali, până la 47,7 la sută); această evoluție a fost imprimată exclusiv de componenta în monedă națională, al cărei ritm mediu anual de creștere s-a redus în primele două luni ale trimestrului IV la doar 0,5 la sută (comparativ cu 85,0 la sută în trimestrul precedent), în timp ce creșterea similară a componentei în valută s-a intensificat puternic (în special ca urmare a disipării unui efect de bază – vezi subsecțiunea 2.3. *Moneda și creditul*). Scăderea dinamicii creditelor în lei ale populației s-a datorat în principal creșterii restrictivității condițiilor de acordare a împrumuturilor bancare, atât pe seama majorării ratelor dobânzilor percepute de instituțiile de credit (sub influența deciziilor de creștere a restrictivității politicii monetare din trimestrele precedente), dar și ca efect al măsurilor suplimentare adoptate de BNR în vederea limitării riscului de credit pentru populație²⁸.

În același timp, depozitele la termen în lei ale populației și-au accelerat creșterea în termeni reali – ritmul mediu anual consemnat în perioada octombrie-noiembrie (15,0 la sută) devansându-l cu 3,9 puncte procentuale pe cel aferent trimestrului III –, la aceasta contribuind în principal dinamizarea veniturilor salariale, dar și ajustarea ascendentă a randamentelor oferite de bănci pentru aceste plasamente. În pofida celei din urmă, înclinația pentru economisirea în devize a continuat să se accentueze, variația anuală a soldului depozitelor în valută (exprimate în euro) ale persoanelor fizice atingând în lunile octombrie-noiembrie valorile maxime ale ultimilor 4 ani și jumătate (o creștere anuală medie de 37,9 la sută, comparativ cu 32,4 la sută în perioada iulie-septembrie), pe fondul intensificării puternice a remiterilor lucrătorilor din străinătate (ritm mediu de creștere de 35,8 la sută în octombrie-noiembrie, față de o medie de 15,8 la sută în trimestrul III).

În acest context, BNR a luat în considerare posibilitatea ca încetinirea deteriorării economisirii bancare nete a populației (datorată deopotrivă reducerii dinamicii creditelor și majorării ratei de creștere a depozitelor acestui segment) să reflecte mai puțin o schimbare durabilă de comportament – potențială

²⁸ Măsurile suplimentare de limitare a riscului de credit pentru populație (în vigoare de la 22 octombrie 2006) au vizat: (i) calculul bonității solicitantului prin luarea în considerare a tuturor costurilor aferente contractelor de credit (principal, dobândă, dar și alte costuri, de ex. polițe de asigurare și comisioane) și (ii) includerea IFN în sfera de aplicare a acestei reglementări.

rezultantă a atingerii plafonului datoriilor bancare suportabile, cel puțin de către persoanele cu venituri relativ mici –, cât, mai ales, o întrerupere și o amânare temporară a unor cheltuieli ale populației, în anticiparea ameliorării condițiilor pe piața bunurilor de consum, pe cea imobiliară, dar și pe piața creditelor, ca urmare a aderării României la UE.

Tot din perspectiva evoluției excedentului de cerere, BNR a fost serios preocupată în această perioadă de impactul pe care îl va exercita relaxarea politicii fiscale în ultimele două luni ale anului, care se anticipa a fi substanțială, în condițiile în care ținta de deficit al bugetului general consolidat a fost menținută la 2,5 la sută din PIB și la cea de-a patra rectificare bugetară din 2006²⁹, în pofda acumulării pe parcursul primelor 10 luni ale execuției bugetare din acest an a unui excedent de 2,0 la sută din PIB. Indiciul confirmării așteptărilor băncii centrale l-a constituit modificarea radicală pe care a suferit-o soldul contului Trezoreriei în luna decembrie, injecțiile record de lichiditate efectuate de MFP complicând controlul monetar exercitat de BNR. O altă consecință nefavorabilă previzibilă a acestui comportament o constituia expansiunea puternică a masei monetare în ultima parte a anului, cu potențiale efecte inflaționiste viitoare.

Deciziile de menținere a ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 8,75 la sută au mai avut în vedere necesitatea contracțurării efectelor secundare ale continuării implementării programului de ajustare a prețurilor administrate. Un motiv de preocupare pentru BNR l-a constituit riscul crescut de manifestare a acestor efecte, în condițiile în care în varianta actualizată a programului menționat corecțiile de prețuri prevăzute a se efectua în 2006 și 2007 au fost majorate comparativ cu proiecția anterioară; amplificarea ajustărilor de prețuri administrate în 2006 s-a datorat devansării unor corecții programate a fi implementate în 2007 (majorarea cu 8,5 la sută a prețului gazelor naturale și respectiv cu 4,63 la sută a prețului energiei electrice în luna decembrie). În consecință, pe ansamblul trimestrului IV factorii ofertei reprezentați de prețurile administrate au avut un impact inflaționist superior celui din trimestrul precedent; evoluția acestora a fost însă contrabalansată de declinul consemnat de variația anuală a prețurilor volatile, astfel încât în luna decembrie rata anuală a inflației a coborât la 4,87 la sută – nivel situat cu 0,61 puncte procentuale sub cel din luna septembrie și respectiv cu 0,13 puncte procentuale sub punctul central al țintei stabilite pentru 2006 (devansând totuși cu 0,17 puncte procentuale valoarea proiectată în *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie 2006). Decelerarea inflației a provocat și o relativă ameliorare a anticipațiilor inflaționiste indicate de sondajele efectuate în rândul agenților economici și la nivelul pieței bancare; similar trimestrului precedent, aceasta a fost însă

²⁹ Efectuată în luna noiembrie.

mai vizibilă în cazul orizontului imediat (finele anului 2006), pe termen mediu tendința descendentă a inflației așteptate fiind ușor estompată.

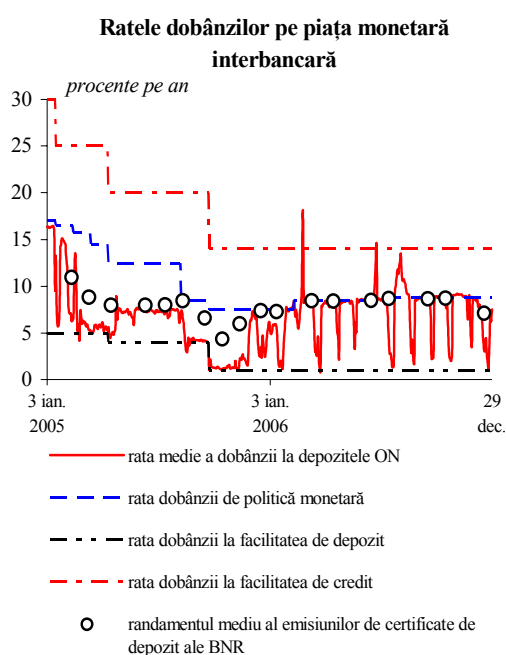
Pentru a potența impactul restrictiv exercitat asupra condițiilor monetare de creșterea marjei reale a ratei dobânzii de politică monetară, BNR a menținut în primele două luni ale trimestrului fermitatea controlului monetar; banca centrală a drenat substanțial în acest interval excedentul de lichiditate de pe piața monetară, acceptând integral sumele oferite de instituțiile de credit în cadrul licitațiilor de depozite și păstrând volumul anunțat în cadrul licitațiilor lunare de CD-uri la niveluri similare celor din lunile anterioare.

Spre deosebire de trimestrul precedent, înăsprirea condițiilor monetare a fost și rezultanta evoluției cursului de schimb leu/euro, moneda națională consemnând în ultimele 3 luni ale anului cea mai ridicată apreciere reală din ultimele 5 trimestre (3,1 la sută). Scăderea raportului leu/euro a fost mai lină în prima parte a trimestrului, ea reflectând: (i) sentimentul favorabil al investitorilor față de piețele financiare din regiune; (ii) ameliorarea finanțării deficitului de cont curent prin investiții directe și transferuri de capital, dar și (iii) sporirea împrumuturilor financiare externe. Aprecierea leului s-a accelerat însă în a doua parte a lunii noiembrie, în condițiile în care, pe fondul anticipațiilor induse de apropierea momentului aderării României la UE, a avut loc o creștere puternică a intrărilor de capital speculativ; ele au amplificat presiunile asupra cursului leu/euro și implicit riscul producerii unei corecții ulterioare bruște a acestuia, de natură să pericliteze sustenabilitatea dezinflației. Necesitatea contracarării acestui risc a determinat banca centrală să reia practica sterilizării parțiale a excedentului de lichiditate prin intermediul operațiunilor de piață. Ca urmare, începând din luna decembrie, BNR a redus treptat volumul de lichiditate astfel drenat, acceptând doar parțial ofertele prezentate de instituțiile de credit în cadrul licitațiilor săptămânale de depozite.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Media lunară a ratelor dobânzilor pieței interbancare s-a situat în trimestrul IV la un nivel ușor inferior ratei dobânzii de politică monetară, cu excepția lunii decembrie, când aceasta s-a redus sensibil, ca efect al relaxării controlului exercitat de BNR asupra lichidității. Cursul de schimb al leului și-a accentuat traiectoria descendentă, moneda națională amplificându-și substanțial aprecierea acumulată în acest an atât în raport cu euro, cât și față de dolar. În același timp, expansiunea monetară s-a încetinit, inclusiv ca urmare a întreruperii trendului ascendent al ritmului anual de creștere a creditului guvernamental.

2.1. Ratele dobânzilor



Ratele dobânzilor pieței interbancare s-au caracterizat printr-o relativă stabilitate în primele două luni ale trimestrului IV, valorile medii zilnice ale acestora plasându-se – exceptând ultimele zile ale perioadelor de constituire a RMO – în proximitatea ratei dobânzii de politică monetară. Acest tipar s-a modificat însă în luna decembrie, când adoptarea de către banca centrală a unei tactici de sterilizare parțială a excedentului de lichiditate din sistem prin intermediul operațiunilor de piață a avut ca efect o coborâre rapidă a randamentelor depozitelor interbancă; ca urmare, media trimestrială a acestora (6,9 la sută) s-a redus cu 0,7 puncte procentuale comparativ cu perioada anterioară.

Debutul intervalului analizat nu a adus modificări semnificative ale traiectoriei randamentelor pieței interbancare. Astfel, în prima parte a lunii octombrie, și respectiv în noiembrie, acestea s-au poziționat de regulă în apropierea ratei dobânzii principale instrument de politică monetară – depozitele BNR cu scadența de o lună. O relativă decuplare a celor două categorii de randamente s-a produs doar în săptămânile aflate la finele perioadelor de constituire a RMO, când ratele medii zilnice ale dobânzilor ON au coborât la valori aflate în proximitatea randamentului atașat facilității de depozit. Această scădere temporară a fost mai amplă în luna octombrie, ca urmare a amplificării injecțiilor de lichiditate efectuate de Trezorerie, dar și a accentuării prudenței instituțiilor de credit, concretizată în creșterea anticipată a deținerilor de rezerve destinate efectuării plăților bugetare trimestriale. Scăderea ratelor dobânzilor ON nu a mai fost însă la fel de pronunțată în intervalul 16-23 al lunii noiembrie; în plus, ea s-a întrerupt temporar, în condițiile în care, pe de o parte, s-a produs o creștere abruptă, atipică, a cererii de rezerve a unor instituții de credit, în timp ce, pe de altă parte, operatorii care dispuneau de un surplus de lichiditate au preferat fie să efectueze plasamente în depozite pe o lună la BNR, fie să mențină rezerve excedentare. Pe acest fond, media lunară din luna noiembrie a randamentelor interbancare s-a majorat cu 0,3 puncte procentuale, ajungând la 7,8 la sută.

În decembrie însă, nivelul mediu al ratelor dobânzilor depozitelor interbancă s-a comprimat cu 2 puncte procentuale, randamentele medii zilnice reflectând impactul relaxării progresive a condițiilor lichidității ca urmare a parțialei acceptări de către BNR a sumelor oferite de bănci în cadrul licitațiilor de depozite. Efectul acestei măsuri a fost amplificat de injecțiile masive de lichiditate realizate de Trezorerie în această perioadă, reprezentând peste 2 la sută din PIB proiectat, rezultanta fiind intensificarea puternică a apelului instituțiilor de credit la facilitatea de depozit (volumul sumelor astfel plasate a atins cel mai înalt nivel din noiembrie 2005).

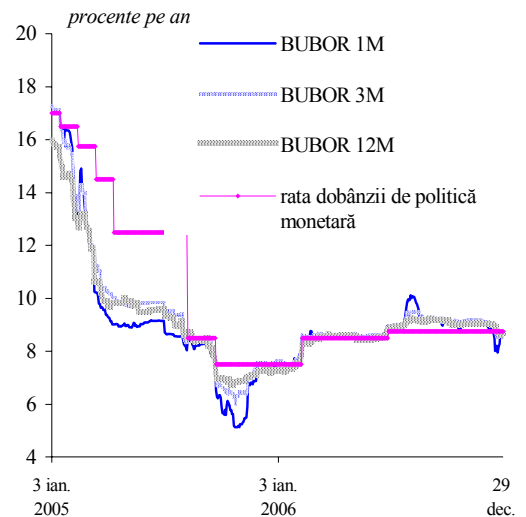
Cu toate acestea, pe ansamblul trimestrului IV, randamentele ON au fost mai puțin volatile comparativ cu perioada anterioară, fiind consemnată totodată o restrângere a plajei de variație a valorilor lor medii zilnice (de la 1,3-13,4 la sută la 1,2-9,2 la sută). În același timp, *spread*-ul mediu dintre cotațiile *bid* și *ask* pe această scadență s-a îngustat cu 0,2 puncte procentuale comparativ cu trimestrul precedent (în pofida dilatării sale în ultima parte a intervalului).

Relaxarea în luna decembrie a controlului asupra lichidității s-a repercutat asupra curbei randamentelor BUBOR (1M-12M), determinând translatarea acesteia pe un palier inferior în raport cu septembrie; astfel, după trei trimestre consecutive de creștere, nivelul mediu al cotațiilor a scăzut cu 0,4 puncte procentuale în ultimele trei luni ale anului 2006. Ajustarea descendentă a cotațiilor zilnice a fost mai rapidă comparativ cu cea înregistrată în faza incipientă a relaxării controlului lichidității la care a recurs BNR în trimestrul III 2005; în schimb, în prima etapă coborârea a fost mai alertă în cazul randamentelor aferente scadențelor scurte, ceea ce sugerează faptul că operatorii pieței au considerat (cel puțin inițial) condițiile lax de lichiditate ca fiind temporare. În aceste condiții, panta curbei randamentelor a devenit pozitivă pentru prima dată din noiembrie 2005 (*spread*-ul dintre mediile lunare ale ratelor BUBOR 12M și BUBOR 1M fiind de 0,3 puncte procentuale).

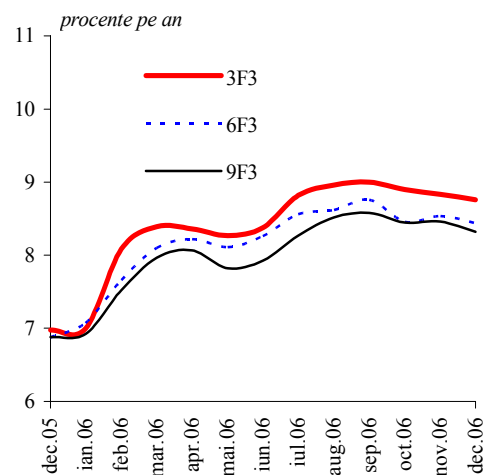
Aceleași anticipații sunt ilustrate și de evoluția ratelor *forward* calculate pe baza cotațiilor medii din luna decembrie. Astfel, pentru luna martie 2007 se aștepta un nivel al ratei BUBOR 3M de 8,8 la sută, similar celui curent, dar și celui anticipat în urmă cu un trimestru; aceasta urma să coboare la 8,4 la sută în iunie 2007 (cu 0,2 puncte procentuale sub nivelul calculat pe baza cotațiilor din septembrie 2006) și respectiv la 8,3 la sută la finele trimestrului III.

Similar precedentelor patru trimestre, Ministerul Finanțelor Publice nu a efectuat operațiuni pe piața primară a titlurilor de stat, anulând licitațiile pentru emiterea de certificate de trezorerie și obligațiuni programate a se derula în trimestrul IV, în condițiile în care volumul titlurilor de stat ajunse la scadență a fost unul redus (150 milioane RON), iar execuția bugetară sugera generarea unui volum suficient de disponibilități în contul Trezoreriei. Totuși, în ultima parte a lunii decembrie, pe fondul majorării deosebit de rapide a cheltuielilor bugetare, MFP a fost nevoit să recurgă – pentru prima oară în ultimele 11 luni – la atragerea de depozite de pe piața monetară³⁰.

Rata dobânzii de politică monetară și ratele BUBOR

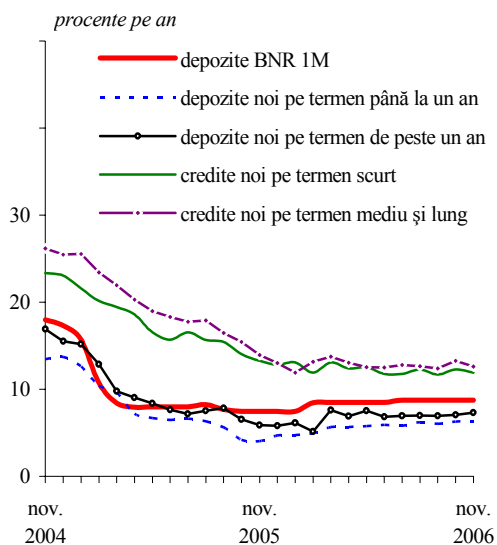


Rate forward implicite

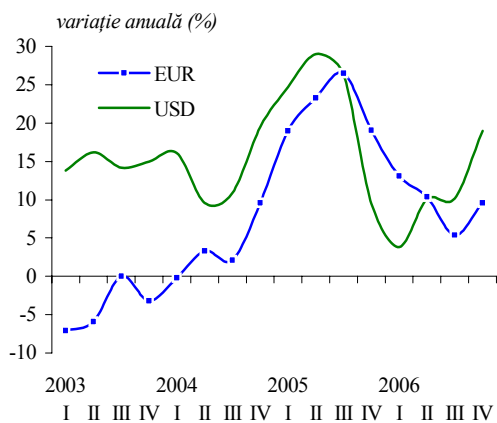


³⁰ Pe 29 decembrie, Ministerul Finanțelor Publice a atras depozite în valoare de 950 milioane RON, pe scadența de două săptămâni, la o rată medie de dobânzii de 8,38 la sută.

Ratele dobânzilor în sistemul bancar



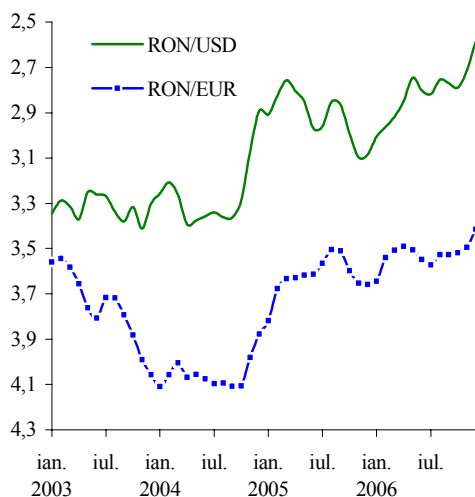
Evoluția în termeni reali a cursului de schimb al leului*



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

Sursa: INS, BNR

Cursul de schimb nominal



În perioada septembrie-noiembrie, ratele medii ale dobânzilor practicate de bănci pentru creditele/depozitele noi și-au menținut în general traiectoriile din intervalul precedent, valorile medii lunare înregistrând însă frecvent fluctuații de sensuri opuse (mai ample pe segmentul creditelor). Astfel, randamentele depozitelor noi la termen și-au prelungit mișcarea ascendentă, însă ajustarea cumulată pe parcursul intervalului analizat a fost inferioară celei din lunile iunie-august, în special ca urmare a creșterii mult mai lente a ratelor dobânzilor oferite pentru plasamentele companiilor (cu 0,07 puncte procentuale, până la 6,41 la sută); randamentul mediu al plasamentelor noi la termen ale populației a sporit cu 0,13 puncte procentuale în noiembrie comparativ cu luna august, ajungând astfel la 6,25 la sută. Rata medie a dobânzii aferente împrumuturilor noi și-a accelerat însă scăderea, exclusiv pe seama relaxării condițiilor de creditare a companiilor; în schimb, rata medie a dobânzii atașate creditelor noi acordate persoanelor fizice a devansat-o în noiembrie cu 0,19 puncte procentuale pe cea din luna august, în special ca urmare a ajustării ascendente semnificative (cu 0,73 puncte procentuale, până la nivelul de 14,91 la sută) a costului cu dobânda asociat împrumuturilor noi pe termen mediu acordate acestui segment.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

În trimestrul IV aprecierea leului față de euro s-a accelerat. Presiunile în direcția întăririi monedei naționale au fost relativ moderate în prima jumătate a intervalului, pentru ca, ulterior, acestea să crească pe fondul sporirii diferitelor categorii de intrări de capital, antrenate de condițiile favorabile ale pieței interne și de anticiparea unei accentuări a trendului descendent al ratei de schimb leu – euro; consecința a fost poziționarea cursului de schimb leu/euro pe o pantă abruptă de scădere, evoluția acestuia decuplându-se astfel de cea a majorității monedelor din regiune.

În acest context, aprecierea acumulată de moneda națională față de euro pe ansamblul ultimelor douăsprezece luni (față de aceeași perioadă a anului trecut) s-a dublat comparativ cu cea înregistrată pe parcursul primelor nouă luni ale anului (7,2 la sută în termeni nominali și 12,4 la sută în termeni reali). O evoluție relativ similară a înregistrat leul și în raport cu dolarul (apreciere de 19,4 la sută în termeni nominali și de 25,2 la sută în termeni reali). Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb la nivelul celor trei luni analizate, moneda națională și-a reluat trendul de apreciere în termeni nominali față de euro (4,6 la sută), consolidându-și implicit avansul în termeni reali față de acesta; în raport cu dolarul, leul și-a accelerat ritmul de întărire atât în termeni nominali (13,6 la

sută), cât și în termeni reali (19 la sută).

Tendința de apreciere a leului față de euro care a caracterizat ultima parte a lunii septembrie s-a prelungit și în octombrie (leul câștigând în această lună 0,2 la sută *vis-à-vis* de moneda europeană), în condițiile în care, în pofida adâncirii substanțiale în raport cu luna precedentă a deficitului contului curent (în principal ca efect al nivelului record consemnat de soldul negativ al balanței comerciale³¹), gradul de acoperire a acestuia prin investiții directe și transferuri de capital³² a crescut substanțial. Evoluția cursului de schimb al leului a fost susținută și de intrările de capital de natura împrumuturilor financiare (în special ale sectorului bancar) și a investițiilor de portofoliu³³ care s-au amplificat ca urmare a atractivității crescute conferite pieței financiare autohtone de menținerea la un nivel relativ înalt a ratelor dobânzilor, de apropierea aderării României la Uniunea Europeană, dar și de îmbunătățirea de către agențiile de evaluare financiară a ratingului României³⁴.

Pe fondul accentuării trendului ascendent al acestor intrări de capital³⁵, leul și-a accelerat aprecierea în raport cu euro în cursul lunii noiembrie (+0,7 la sută în termeni nominali); influența exercitată asupra cursului de schimb de emiterea și în această lună a unor obligațiuni în monedă națională pe piețele internaționale a continuat să fie nesemnificativă în condițiile în care majoritatea titlurilor au fost achiziționate de rezidenți. În primele decade ale intervalului, întărirea monedei naționale a fost însă temperată într-o anumită măsură de presiunile exercitate de nivelul ridicat al deficitului balanței comerciale, ritmul de apreciere a leului în raport cu euro atingând astfel valori inferioare celor consemnate de celelalte monede din regiune. Scăderea cursului de schimb leu/euro a devenit mult mai alertă ulterior, în condițiile creșterii substanțiale a intrărilor de capital cu caracter speculativ³⁶ datorată, pe de o parte, evidentei refaceri a interesului investitorilor pentru plasamente

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2005 11 luni	2006 11 luni
Contul financiar	4 777	9 354
Investiții directe	4 502	8 273
rezidenți în străinătate	-21	-30
nerezidenți în România	4 523	8 303
Investiții de portofoliu	228	0
rezidenți în străinătate	-247	-157
nerezidenți în România	475	157
Alte investiții de capital	5 338	6 210
<i>din care:</i>		
pe termen mediu și lung	3 000	1 755
pe termen scurt	916	3 173
numerar și depozite pe termen scurt	439	1 410

³¹ Acesta a crescut cu 44,7 la sută în raport cu luna anterioară și cu 48 la sută în raport cu luna octombrie 2005.

³² Pe ansamblul primelor zece luni ale anului, investițiile directe (inclusiv sumele aferente privatizării BCR decontate în octombrie 2006) și transferurile curente au acoperit deficitul contului curent în proporție de 100 la sută, comparativ cu 67,9 la sută în primele nouă luni ale acestui an și respectiv cu 88 la sută în primele zece luni ale anului precedent.

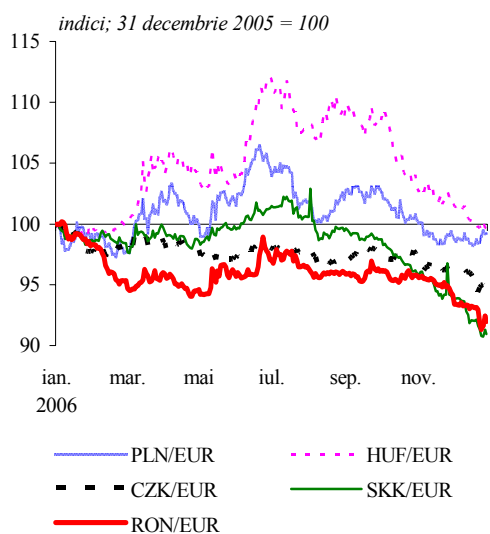
³³ Conform datelor publicate de BVB, în luna octombrie cumpărările nete de înregistrări ale nerezidenților au fost de aproape 20 de ori mai mari decât în luna septembrie.

³⁴ În data de 6 octombrie Agenția Moody's a anunțat îmbunătățirea ratingului acordat României la categoria investițional.

³⁵ Împrumuturile sectorului bancar este posibil să fi fost stimulate de decizia CA al BNR din 10 noiembrie privind eliminarea începând cu data de 1 ianuarie 2007 a limitei impuse instituțiilor de credit privind gradul de concentrare a expunerilor din creditele în valută.

³⁶ În luna noiembrie ponderea tranzacțiilor *swap* în rulajul total al pieței valutare interbancare a atins un maxim de 50,2 la sută.

Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Sursa: BNR, BCE

pe piețele financiare din regiune³⁷ și, pe de altă parte, formării anticipațiilor privind accentuarea trendului descrescător al ratei de schimb leu/euro, în perspectiva aderării României la Uniunea Europeană la 1 ianuarie 2007. Drept consecință, cursul leu/euro a coborât rapid – atingând în ultima zi a lunii noiembrie cea mai mică valoare înregistrată din decembrie 2002 –, traiectoria sa decuplându-se astfel de cea a majorității monedelor din regiune.

Așteptările investitorilor privind continuarea pe termen scurt a trendului descendent al ratei de schimb leu/euro s-au amplificat în decembrie, astfel încât, în pofida diminuării relativ abrupte a randamentelor pieței monetare interne³⁸, componenta preponderent speculativă a rulajului pieței valutare interbancare s-a majorat, volumul operațiunilor valutare derulate de nerezidenți atingând un maxim istoric³⁹. Presiunile astfel exercitate asupra monedei naționale au fost potențate de cele generate de sporirea sezonieră a remiterilor din străinătate și, posibil, de cele asociate creșterii intrărilor de capital de natura investițiilor directe și a împrumuturilor financiare. Sporadic, influența acestor factori a fost amplificată de tentativele unor operatori valutari de a determina banca centrală să reia intervențiile pe piața valutară interbancară. Acțiunea concertată a acestor determinanți a împins cursul de schimb leu/euro pe un trend alert descendent, acesta atingând în data de 22 decembrie valoarea minimă a ultimilor patru ani. Deși, ulterior, aceste presiuni s-au temperat ușor, moneda națională a înregistrat pe ansamblul ultimei luni a anului o apreciere substanțială, a cărei amplitudine (2,4 la sută) a fost devansată în această regiune a Europei doar de cea consemnată de coroana slovacă⁴⁰.

Avându-se în vedere experiența țărilor care au aderat anterior la Uniunea Europeană, este posibil ca intensitatea și persistența așteptărilor de apreciere a leului în raport cu euro să se estompeze în perioada următoare. În aceste condiții, crește probabilitatea ca pe termen scurt cursul de schimb al leului să reflecte cu mai mare acuratețe influența fundamentelor economice și a așteptărilor induse de evoluția lor. Impactul acestor factori asupra ratei de schimb ar putea fi însă în continuare atenuat de eventuala schimbare a percepției investitorilor asupra riscului presupus de plasamentele pe piețele emergente din regiune.

³⁷ Determinată de evoluțiile pozitive recente din aceste țări și de așteptările privind inițierea de către FED a unei scăderi a ratei dobânzii începând cu anul 2007.

³⁸ În special ca urmare a sterilizării parțiale de către BNR a excesului de lichiditate al pieței monetare prin intermediul operațiunilor de piață.

³⁹ Este posibil ca interesul sporit al nerezidenților pentru plasamente pe piața financiară locală să fi fost influențat și de deprecierea abruptă a monedei americane și de așteptările privind menținerea dobânzii de politică monetară de către băncile centrale din regiune.

⁴⁰ Comparativ cu euro, în luna decembrie coroana slovacă s-a apreciat cu 2,8 la sută, forintul maghiar cu 1,9 la sută, coroana cehă cu 0,9 la sută, în timp ce zlotul polonez s-a depreciat cu 2,1 la sută.

2.3. Moneda și creditul

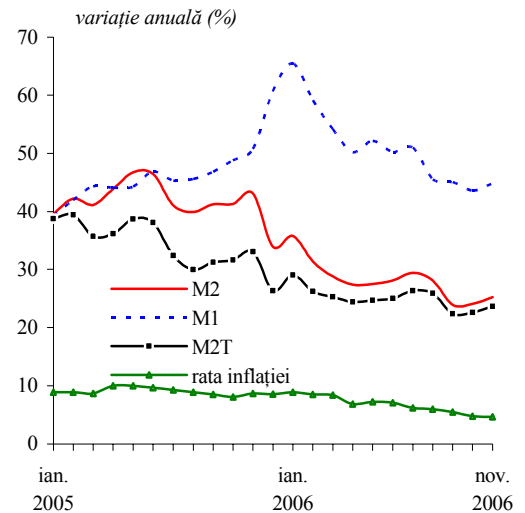
Moneda

În perioada septembrie-noiembrie 2006, dinamica⁴¹ masei monetare (M2) a consemnat un relativ declin (18,5 la sută, față de 20,8 procente – media lunilor anterioare din acest an), această evoluție reflectând în principal: (i) adâncirea record a deficitului comercial (în octombrie și noiembrie) și creșterea plăților în contul datoriei externe, (ii) menținerea caracterului auster al politicii fiscale, (iii) impactul monetar al realocărilor de portofolii ale sectorului nebanca, precum și al aprecierii nominale a leului. Din perspectiva contrapartidelor M2⁴², scăderea în această perioadă a dinamicii lichidității din economie a fost rezultatul diminuării efectului expansionist al activelor externe nete și, într-o măsură mult mai mică, al celui exercitat de creditul neguvernamental (în condițiile în care creșterea anuală a primeia s-a redus, iar a celei de a doua a stagnat), dar și a amplificării impactului monetar contracționist al creditului guvernamental net.

Evoluția ambelor componente principale ale masei monetare – M1 și cvasibanii – a contribuit la temperarea vitezei de expansiune a acesteia. În cazul masei monetare în sens restrâns, declinul de ritm a caracterizat atât numerarul în circulație (posibil în contextul procesului de retragere din circulație a bancnotelor și a monedelor din vechea emisiune), cât și depozitele la vedere, comportamentul celor din urmă sugerând o posibilă încetinire temporară a creșterii economice⁴³; totuși, variația procentuală a M1 a continuat să fie de circa trei ori mai mare decât cea a cvasibanilor, astfel încât ponderea masei monetare în sens restrâns în M2 a continuat să se majoreze (30,3 la sută, cea mai mare valoare medie din ultimii zece ani). În același timp, aprecierea nominală mai puternică a leului a avut ca efect o relativă îmbunătățire a structurii pe monede a masei monetare, ponderea depozitelor în valută în M2 menținându-și traseul descendent (29,1 la sută, cea mai scăzută valoare medie din ultimii opt ani).

În contrast cu evoluția M2, viteza de creștere a depozitelor totale ale populației s-a amplificat pentru al doilea interval consecutiv, toate categoriile de plasamente ale acestui segment consemnând o creștere a dinamicii. Determinanții majori ai acestei evoluții i-au constituit: (i) majorarea veniturilor populației

Masa monetară și rata inflației



Sursa: INS, BNR

Ritmurile de creștere anuală a M2 și a componentelor sale

	variație procentuală în termeni reali					
	2005	2006				
	IV	I	II	III	oct.	nov.
	<i>medii lunare</i>					
M2	28,6	21,5	19,2	20,1	18,4	19,7
M1	41,4	46,9	40,8	39,0	37,0	38,4
Numerar în circulație	30,9	36,5	33,5	32,7	29,8	28,6
Depozite la vedere	53,0	57,8	48,8	45,3	43,8	47,8
Economii ale populației	15,6	9,2	8,9	11,1	13,2	16,9
Depozite la termen	50,1	35,4	28,2	21,1	17,0	17,9
Depozite în valută	37,4	19,5	15,3	16,1	16,7	19,6

⁴¹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor anuale de creștere din perioada septembrie-noiembrie 2006, exprimată în termeni reali.

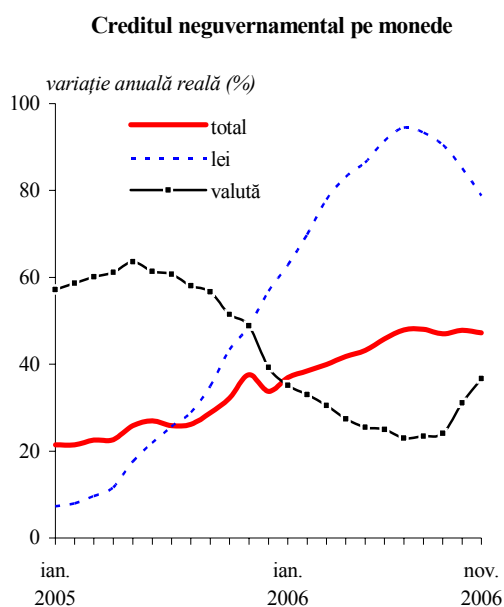
⁴² A fost eliminat impactul decontării sumei încasate din privatizarea BCR asupra activelor externe nete și respectiv a creditului guvernamental net (2,2 miliarde euro, virați în contul MFP la BNR în luna octombrie 2006).

⁴³ În perioada septembrie-noiembrie 2006, media indicelui anual al producției industriale a consemnat o scădere.

(atât a celor salariale⁴⁴, cât și a celor din remiteri); (ii) plasarea ratelor dobânzilor la termen la un nivel superior celui din perioada anterioară, (iii) demararea procesului de retragere din circulație a bancnotelor vechi, (iv) restrângerea constantă a plasamentelor persoanelor fizice la Trezoreria Statului, dar și (v) scăderea ritmului de acumulare a datoriilor bancare de către populație. Cererea de monedă națională destinată economisirii a continuat să se revigoreze, viteza de creștere anuală a economiilor în lei ale populației atingând în luna noiembrie maxima ultimilor treisprezece luni. O accelerare mult mai semnificativă de ritm au înregistrat însă depozitele în valută ale acestui segment, dinamica lor anuală consemnând în luna octombrie recordul ultimilor patru ani și jumătate.

În schimb, toate categoriile de depozite bancare ale agenților economici au înregistrat o încetinire a creșterii, determinată în principal de: (i) majorarea volumului de plăți efectuate către bugetul de stat⁴⁵, (ii) sporirea volumului plăților externe, inclusiv ca urmare a adâncirii deficitului comercial – sugerată atât de scăderea dinamicii depozitelor în valută ale agenților economici până la cea mai mică valoare consemnată din trimestrul I 2004 până în prezent, cât și de menținerea la un nivel ridicat a volumului cumpărărilor nete de valută ale companiilor, precum și de (iii) realocarea portofoliilor companiilor, în sensul achiziționării de titluri în lei emise de nerezidenți.

Creditul neguvernamental



În intervalul septembrie – noiembrie 2006, variația⁴⁶ creditului neguvernamental și-a stopat trendul ascendent care a caracterizat-o în ultimul an și jumătate, aceasta înregistrând o relativă stagnare în jurul uneia din cele mai înalte valori istorice (47,3 la sută), în condițiile consemnării unor puncte de inflexiune în evoluția principalelor componente ale acestui credit. Astfel, după șase trimestre de creștere continuă, dinamica împrumuturilor în lei a înregistrat în această perioadă o scădere, în timp ce variația procentuală a creditelor în valută și-a întrerupt declinul pe care l-a consemnat începând cu trimestrul III 2005, replasându-se pe

⁴⁴ Ritmul mediu de creștere anuală a câștigurilor salariale reale nete a ajuns în perioada septembrie-noiembrie 2006 la cea mai mare valoare din acest an (11,4 la sută), îndeosebi datorită sporurilor acordate unor categorii de personal bugetar (tranșa a doua de majorare a salariilor funcționarilor publici, ale personalului din învățământ ș.a.).

⁴⁵ În perioada septembrie-noiembrie 2006, volumul impozitului pe profit a fost superior cu 42,1 la sută celui colectat în aceeași perioadă a anului 2005 (comparativ cu o creștere anuală de 26,2 la sută în intervalul iunie-august 2006).

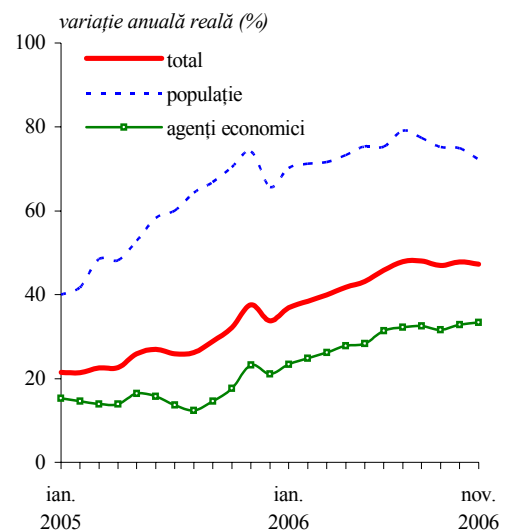
⁴⁶ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor anuale de creștere din perioada septembrie-noiembrie 2006, exprimate în termeni reali.

un trend ascendent. La baza acestor schimbări, ale cărei semne au apărut în luna august 2006, s-au aflat, printre altele: (i) majorarea ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei⁴⁷; (ii) disiparea efectului de bază indus de Norma BNR nr. 11/2005 privind limitarea gradului de concentrare a expunerilor din credite în valută, precum și (iii) aprecierea nominală a monedei naționale. O altă consecință a celei din urmă a constituit-o prelungirea tendinței de scădere a ponderii componentei în valută în total credite neguvernamentale (valoarea sa medie ajungând la 47,0 la sută – minima ultimilor nouă ani și jumătate), în pofida reaccelerării creșterii valorii exprimate în euro a creditului neguvernamental în valută.

Oferta de credite a resimțit, pe de o parte, influența stimulative a factorilor specifici ultimelor perioade – concurența puternică din sistemul bancar, costul relativ mai scăzut al finanțării externe a instituțiilor de credit și respectiv reducerea riscului de selecție adversă – și, pe de altă parte, efectul inhibitor exercitat (cel puțin temporar) de îndeosebi condițiilor de creditare a persoanelor fizice prin intrarea în vigoare a noilor norme BNR privind acordarea creditelor pentru populație⁴⁸. La rândul ei, cererea de credite a fost temperată în special de: (i) majorarea ratelor dobânzilor aferente creditelor noi în lei pe termen mediu acordate populației, dar și de (ii) posibila scădere a capacității de îndatorare a persoanelor cu venituri relativ reduse; o influență de sens opus au avut: (i) ajustarea descendentă a altor categorii de rate de dobândă (respectiv a celor aferente creditelor în valută ale populației și, îndeosebi spre finele intervalului, a celor practicate la creditele în lei acordate companiilor), (ii) aprecierea nominală a leului și așteptările de continuare a acesteia și, probabil, (iii) menținerea expectațiilor favorabile ale clienților băncilor privind situația lor financiară viitoare.

În aceste condiții, după șase trimestre de creștere consecutivă, variația creditelor populației a fost marcată de o scădere; ea s-a menținut însă la o valoare relativ înaltă (74,1 la sută), soldul total al împrumuturilor persoanelor fizice ajungând în luna noiembrie (în premieră) aproape egal cu cel al depozitelor totale ale acestui segment. Schimbarea sensului de evoluție a dinamicii creditelor acordate populației s-a datorat exclusiv temperării creșterii componentei în lei – survenită pentru prima dată din trimestrul I 2005 –, în timp ce relativa diminuare a costu-

Creditul neguvernamental pe tipuri de clienți



⁴⁷ Rata rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei s-a majorat de la 16 la sută la 20 la sută, începând cu perioada de aplicare 24 iulie-23 august 2006.

⁴⁸ Norma nr. 20/2006 din luna octombrie 2006, pentru modificarea și completarea Normei BNR nr. 10/2005 privind limitarea riscului de credit la creditele destinate persoanelor fizice, care au stipulat, printre altele, și includerea în calculul angajamentelor de plată lunară a tuturor costurilor aferente unui contract de credit.

rilor aferente creditelor în valută ale populației a avut ca efect re poziționarea dinamicii acestora pe o traiectorie ascendentă (după cinci trimestre consecutive de reducere). Cu toate că relativa scădere de ritm a afectat împrumuturile persoanelor fizice pe toate scadențele, datele statistice disponibile⁴⁹ au relevat o prelungire a trendului ascendent al ritmului de creștere a creditelor imobiliare și ipotecare (care a atins astfel cea mai mare valoare din seria de date existentă) și, respectiv, o continuare a declinului ratei similare aferente creditelor de consum. Ca urmare, creditele pe termen lung ale populației au ajuns să reprezinte peste două treimi din totalul creditelor cu scadența de peste cinci ani acordate sectorului neguvernamental.

În schimb, dinamica împrumuturilor acordate agenților economici a crescut marginal (atingând astfel o nouă valoare record), evoluția principalelor componente (în lei și valută) fiind similară celei înregistrate în cazul populației. Structura pe maturități a evoluat însă diferit, ritmul de creștere a împrumuturilor pe termen lung ale companiilor continuând să se reducă, îndeosebi în favoarea celor pe termen scurt, care au consemnat o nouă accelerare a vitezei de creștere.

⁴⁹ Conform datelor din „Situția comportamentului financiar al populației și agenților economici în profil teritorial”, elaborată de BNR pe baza informațiilor primite de la instituțiile de credit, exclusiv Creditcoop.

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției curente plasează rata anuală a inflației pe o traiectorie foarte apropiată, pe întregul interval de prognoză, de cea din proiecția precedentă. Nivelul prognozat pentru sfârșitul anului 2007 este de 4,6 la sută, iar pentru sfârșitul anului 2008 de 4,1 la sută.

Menținerea ratei inflației pe o traiectorie similară celei proiectate în luna noiembrie 2006 este rezultatul compensării reciproce a efectelor unor factori de influență cu evoluții proiectate diferite de cele din scenariul precedent. Efecte adverse asupra inflației proiectate sunt anticipate din partea unor creșteri mai mari ale prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare și ale unui exces de cerere mai persistent, comparativ cu proiecția anterioară. Aceste efecte vor fi contrabalansate de influențele comparativ mai favorabile generate de evoluția cursului de schimb al leului, a prețurilor combustibililor și celorlalte mărfuri importate, precum și a prețurilor administrate. Scenariul de bază prevede modificări puțin semnificative ale proiecției anterioare în cazul anticipațiilor privind inflația.

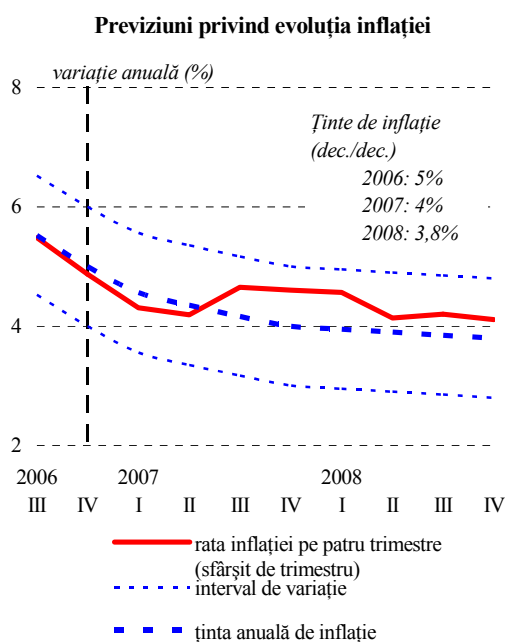
Perspectiva unei creșteri economice mai alerte decât cea prevăzută anterior pe întregul interval de prognoză implică persistența comparativ mai mare a excesului de cerere în proiecția curentă. Menținerea inflației pe traiectoria proiectată presupune eliminarea treptată a acestui exces de cerere și inducerea unui deficit de cerere de la începutul anului 2008. Aceasta implică menținerea unei conduite restrictive a politicii monetare pe întreaga perioadă de referință. Adecvarea condițiilor monetare în sens larg la obiectivul continuării dezinflației va fi dată atât de restrictivitatea în raport cu excesul de cerere a nivelurilor ratelor reale ale dobânzilor, cât și de aceea, mai accentuată comparativ cu proiecția anterioară, generată de dinamica prognozată a cursului de schimb real al monedei naționale.

Principalele riscuri a căror materializare ar putea abate traiectoria inflației de la cea proiectată sunt generate de incertitudini referitoare la: ritmul de creștere a salariilor comparativ cu cel al productivității muncii, conduita viitoare a politicii fiscale, condițiile climatice care pot afecta nivelul producției agricole și implicit evoluția prețurilor mărfurilor alimentare, evoluția deficitului de cont curent al balanței de plăți externe și sustenabilitatea finanțării acestuia, calendarul și efectele directe și propagate ale ajustărilor de prețuri administrate, variația prețurilor internaționale ale țițeiului și gazelor naturale și modul de reflectare a acestora în prețurile combustibililor și energiei, eventuale abateri semnificative ale dinamicii cursului de schimb al leului de la coordonatele incluse în scenariul de bază.

1. Scenariul de bază al proiecției

1.1. Proiecția inflației

Potrivit scenariului de bază al proiecției, inflația anuală a prețurilor de consum se va menține în intervalul de variație al țintei pe întregul orizont de proiecție, înregistrând niveluri estimate la 4,6 la sută la sfârșitul anului 2007 și respectiv 4,1 la sută la finele anului 2008. Traectoria proiectată a ratei anuale a IPC este în linii generale similară celei prognozate în raportul din luna noiembrie 2006, ritmul dezinflației anticipându-se a fi unul atenuat în raport cu cel înregistrat în anul trecut.



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

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

Perioada	procente							
	T1 2007	T2 2007	T3 2007	T4 2007	T1 2008	T2 2008	T3 2008	T4 2008
Țintă				4,0				3,8
Proiectată	4,3	4,2	4,7	4,6	4,6	4,1	4,2	4,1

În condițiile unei producții agricole neafectate de șocuri majore pe parcursul intervalului de prognoză, este de așteptat ca divergența manifestată în anul 2006 între dinamica anuală a prețurilor mărfurilor alimentare (1,15 la sută) și rata comparabilă aferentă indicelui total al prețurilor de consum (4,87 la sută) să se reducă în anii următori. Pentru anul curent însă, aceasta presupune ca baza de comparație redusă reprezentată de prețurile mărfurilor alimentare din anul 2006 să implice o accelerare temporară a ratei anuale de creștere a prețurilor de consum, manifestată cu precădere în a doua jumătate a anului și la nivelul grupei mărfurilor alimentare cu prețuri volatile (legume, fructe și ouă).

În prima jumătate a anului 2007, o presiune suplimentară ar putea proveni în cazul bunurilor alimentare din prognoza unui impact net inflaționist al aplicării Politicii Agricole Comune și a Politicii Vamale Comune în cadrul Uniunii Europene (a se vedea Caseta explicativă). Acest impact va afecta în special prețurile produselor alimentare cuprinse în indicii CORE2, contribuind, alături de creșterea prețurilor la produsele din tutun în anticiparea majorării de accize din luna iulie, la o ușoară accelerare temporară a inflației de bază în trimestrul I a.c. Începând cu a doua jumătate a anului 2007, rata anuală de creștere a CORE2 va coborî din nou sub rata anuală a IPC, ajungând la sfârșitul anului 2008 la un nivel comparabil cu cel prognozat anterior (3,7 față de 3,6 la sută).

În ciuda unei traiectorii similare a proiecției CORE2 în scenariul de bază actual, comparativ cu scenariul de bază din

raportul aferent lunii noiembrie 2006, contribuțiile relative ale diverșilor săi factori determinanți sunt diferite (excepție fac anticipațiile inflaționiste care au contribuții similare în cele două proiecții):

- în scenariul actual deviația PIB este prognozată să înregistreze niveluri superioare celor din proiecția precedentă începând cu trimestrul I 2007, implicând *ceteris paribus* o traiectorie superioară a inflației CORE2;
- ritmurile de variație ale prețurilor de import sunt inferioare în proiecția actuală față de cea precedentă, rezultând o traiectorie inferioară a inflației CORE2 (*ceteris paribus*);
- majorările de accize la produsele din tutun, preconizate a fi superioare celor anticipate anterior pentru anul 2007 și inferioare acelor pentru anul 2008, induc diferențe de același sens între cele două proiecții succesive ale CORE2.

Prognoza deviației PIB se situează deasupra celei anticipate în precedentul *Raport asupra inflației*, aceasta datorându-se revizuirii în sens ascendent a prognozei creșterii economice pe întregul interval de prognoză. Această revizuire este explicată prin reconsiderarea impactului stimulativ al dinamicii alerte a investițiilor nu doar pe termen mediu, asupra evoluției PIB potențial (realizată cu ocazia runde anterioare de prognoză), ci și pe termen scurt asupra evoluției deviației PIB. Traectoria preconizată pentru excesul de cerere rămâne una descendentă pe întregul interval (așadar rolul său rămâne unul dezinflaționist), însă atingerea unor valori negative (deficit de cerere) se produce în trimestrul I 2008, față de trimestrul III 2007 în proiecția precedentă.

Cele mai recente modificări aduse Codului fiscal implică un nou calendar de aliniere a accizelor la produsele din tutun. Deși cele mai importante majorări de accize sunt programate în continuare pentru 2008 și 2009, noul calendar diferă de cel anterior prin modificări superioare în anul curent și inferioare în anul viitor.

Având în vedere evoluțiile cursului de schimb din perioadele recente, se prevăd influențe favorabile la nivelul inflației anuale a prețurilor bunurilor de import. Astfel, aprecierea reală medie a monedei naționale se anticipează a fi superioară celei preconizate în proiecția precedentă, în special în prima parte a intervalului de prognoză. Impactul acesteia este considerat mai important în comparație cu efectul de sens opus al amplificării relative a inflației prețurilor din zona euro.

Evoluția descendentă a cursului de schimb din trimestrul IV 2006 afectează și proiecția inflației combustibililor din anul curent, impactul aprecierii leului fiind potențat în acest caz și de scăderea pe plan internațional a prețului la țiței. Dinamica prețurilor la combustibili este prognozată să exercite efecte favorabile dezinflației prețurilor de consum pe întreg orizontul vizat.

Ca urmare a unei majorări de mai mică amploare programate pentru ansamblul acestui an la prețul reglementat al gazelor naturale, prognoza pentru 2007 a inflației prețurilor administrate a fost revizuită în sens descendent, valoarea revizuirii fiind însă una relativ redusă, de circa 0,7 puncte procentuale. Pentru anul 2008 scenariul de bază rămâne neschimbat față de cel prezentat în raportul anterior.

Caseta 2

Aspecte generale privind impactul aderării României la Uniunea Europeană asupra prețurilor de consum ale bunurilor alimentare

Aderarea României la Uniunea Europeană este posibil să determine pe termen scurt variații ale prețurilor de consum induse de adoptarea unor mecanisme și politici specifice Uniunii Europene (Politica Agricolă Comună, Politica Valamă Comună), precum și de influențe provenind din integrarea într-o piață comună.

Conform estimărilor BNR, modificările de prețuri în cazul mărfurilor alimentare, antrenate de adoptarea Politicii Agricole Comune și a Politicii Valamale Comune începând cu 1 ianuarie 2007, vor contribui la rata inflației cu aproximativ 0,3 puncte procentuale; se anticipează că efectul acestora se va resimți doar în prima jumătate a anului 2007. În același sens, un studiu realizat de Banca Mondială în 2005 („Sectorul agroalimentar din România într-o perspectivă europeană”) apreciază că impactul pe care majorarea prețurilor bunurilor agricole în urma adoptării Politicii Agricole Comune îl va exercita asupra prețurilor de consum ale mărfurilor alimentare va fi relativ redus.

1. Adoptarea Politicii Agricole Comune

Politica Agricolă Comună (PAC) reprezintă un sistem complex de reguli și mecanisme cu caracter economic, financiar, legislativ și instituțional care reglementează producția, procesarea și comerțul cu produse agricole la nivelul țărilor membre ale Uniunii Europene. Aproximativ 90 la sută din produsele agricole și alimentare intră sub incidența acestui cadru de reglementare, una dintre principalele excepții fiind alcoolul etilic.

Portofoliul de instrumente destinate sprijinirii sectorului agricol este foarte complex, iar influențele directe sau indirecte asupra prețurilor de consum ale bunurilor alimentare pot fi foarte diverse. Experiența altor țări a relevat faptul că cel mai puternic impact a venit din adoptarea sistemului UE de reglementare a prețurilor de producție ale bunurilor alimentare, cu deosebire din alinierea la prețul de intervenție (prețul minim garantat pe care agricultorii din statele membre îl pot obține pentru producția comercializată pe piața internă).

Pentru majoritatea produselor agroalimentare pentru care UE stabilește prețuri de intervenție (grâu, porumb, orz, unele sortimente de carne), nivelul prețului de producție din România este deja superior celui de intervenție, astfel încât nu se anticipează presiuni inflaționiste substanțiale pe această filieră. Unele scumpiri sunt posibile în cazul zahărului, însă ponderea acestuia în coșul de consum este modestă.

Ca o consecință a adoptării PAC, dar fără a fi asociate direct sistemului prețurilor de intervenție, majorări de prețuri s-ar putea produce și în cazul laptelui de consum. Astfel, începând cu luna aprilie 2007, acesta nu mai poate fi livrat către unitățile de procesare sau vândut direct consumatorilor fără ca producătorul respectiv să aibă o cotă de lapte atribuită. Întrucât cota de producție negociată cu UE este inferioară potențialului de care dispune țara noastră, este posibilă o anumită restrângere a ofertei interne. Chiar dacă deficitul de ofertă ar putea fi acoperit prin importuri din țările UE, efectul benefic asupra IPC este discutabil, cel puțin din două considerente: (i) competitivitatea laptelui importat* din punct de vedere al prețului este incertă, chiar în condițiile eliminării taxelor vamale; (ii) laptele UHT deține o pondere nesemnificativă în structura coșului de consum, cu atât mai mult cu cât calculul IPC în anul 2007 se va baza pe rezultatele anchetei asupra bugetelor de familie din anul 2005.

2. Integrarea într-o piață comună

Aderarea unei țări la Uniunea Europeană și integrarea într-o piață comună conferă producătorilor și consumatorilor o flexibilitate sporită în accesarea acelor piețe de desfacere/aprovizionare (dincolo de cea autohtonă) care le asigură prețuri mai convenabile și/sau volume mai mari ale vânzărilor.

Atrași de potențialul pieței interne, producătorii externi ar putea opta pentru o majorare a livrărilor către România, ceea ce ar putea conduce la un surplus important de ofertă și, implicit, la scăderea prețurilor de consum pe piața internă (similar Cehiei, Slovaciei și Sloveniei). Fenomenul este facilitat de faptul că un procent semnificativ din piața internă de consum** este controlat de mari lanțuri comerciale europene, aflate într-o concurență în intensificare și care și-au anunțat intenția de a-și extinde gama de produse pe seama importurilor, mizând pe un nivel competitiv de preț ca urmare a anulării taxelor vamale și a puterii de negociere de care dispun. Totuși, bunurile respective nu sunt, de regulă, produse de bază (de exemplu, ciocolată, sucuri naturale, vinuri, brânzeturi, bere), astfel încât structura coșului de consum le conferă o influență limitată asupra evoluției IPC.

3. Adoptarea Politicii Valamale Comune

Din momentul aderării, România va aplica politica vamală a Uniunii Europene, ceea ce presupune eliminarea taxelor vamale la comerțul cu celelalte țări membre și adoptarea regimului comercial comun, precum și retragerea României din acordurile de comerț liber din care face parte și includerea în cele preferențiale ale UE.

În acest context, vom asista la ieftinirea unor importuri din Uniunea Europeană ca urmare a eliminării taxelor vamale (unele conserve din fructe, anumite preparate și conserve din carne, conserve din pește, ape minerale, sucuri naturale, băuturi alcoolice). O evoluție similară se va consemna și în cazul importurilor din țări nemembre UE, în condițiile în care nivelul mediu al taxelor vamale aplicate produselor agricole prin Tariful Vamal al României este de 29,5 la sută, iar cel din Tariful Vamal Comun de 16,2 la sută. Punctual însă, în acest ultim caz ar putea apărea influențe de sens contrar pentru un număr restrâns de bunuri (unele sortimente de carne), care provin din țări ce aveau anterior aderării acorduri preferențiale cu România. Cu toate acestea, este de așteptat ca în cazul acestor bunuri să asistăm în timp la o restructurare a portofoliului pe furnizori.

* În general de tip UHT, mai scump decât cel proaspăt.

** 27 la sută în 2005, cu perspective de extindere la 50 la sută până în anul 2010 (conform unui studiu publicat de GfK România în septembrie 2006).

1.2. Presiuni exogene asupra inflației

Pe ansamblu și în comparație cu scenariul de bază din raportul precedent, proiecția curentă indică pentru anul 2007 o contribuție absolută în scădere a componentelor exogene ale inflației prețurilor de consum (prețuri administrate, prețuri ale combustibililor, prețuri volatile ale unor produse alimentare); pentru anul 2008 contribuțiile celor două proiecții succesive sunt relativ similare.

Față de proiecția anterioară, scenariul privind evoluția prețurilor administrate a fost actualizat prin diminuarea creșterilor preconizate pentru anul 2007. Inflația inferioară a prețurilor administrate provine din reducerea neanticipată a prețurilor la gazele naturale în luna ianuarie 2007⁵⁰. Pentru anul 2008, dinamica așteptată a prețurilor administrate este similară celei din proiecția din noiembrie 2006. Tabelul 5.2. sintetizează scenariul actual privind evoluția prețurilor produselor energetice, principala componentă a prețurilor administrate.

Tabelul nr. 5.2. Scenariul privind evoluția principalelor prețuri administrate (procente)

	Energie electrică		Energie termică		Gaze naturale	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Proiecția curentă	7,1	7,1	10,0	8,0	7,5	17,9
Proiecția anterioară	7,1	7,1	10,0	8,0	10,3	17,9

Scenariul privind dinamica prețurilor volatile ale unor produse alimentare (legume și fructe, ouă – LFO) prevede ritmuri superioare celor din proiecția anterioară în special pentru anul curent. În condițiile înregistrării unei producții obișnuite de legume și fructe, modificările de preț așteptate pentru 2007 sunt mai ample în special ca urmare a unui efect de bază (prețurile din anul curent se raportează la prețurile reduse din anul trecut, când producția de legume și fructe a fost foarte bună); în plus, pentru acest exercițiu au fost reevaluate ipotezele privind evoluția prețului ouălor, ca urmare a observării unor indicii care sugerează tendința producătorilor de a recupera pierderile generate în 2006 de gripa aviară. Așadar, în 2007 este preconizată o creștere mai rapidă a prețurilor LFO în comparație cu celelalte prețuri ce intră în coșul de consum. În anul

⁵⁰ Conform comunicatului Autorității Naționale de Reglementare în Domeniul Gazelor Naturale (ANRGN) din 15 decembrie 2006, reducerea cu 2,5 la sută a tarifului pentru consumatorii captivi este determinată de eliminarea impozitului pentru gazele naturale din producția internă, de diminuarea cu circa 12 USD/1 000 de metri cubi a prețului la import, de evoluția favorabilă a cursului de schimb leu/USD și de aplicarea noilor tarife de distribuție pentru anul 2007.

2008, creșterea anticipată a acestei grupe de prețuri este una moderată și se plasează la un nivel comparabil cu cel proiectat pentru indicele total al prețurilor de consum. La fel ca în proiecțiile anterioare, modificarea prețurilor LFO are un caracter sezonier puternic, fiind anticipate valori pozitive ridicate în trimestrele I și IV și valori negative (deflație) în trimestrul III al fiecărui an.

Scenariul referitor la prețurile interne ale combustibililor pornește de la ipoteza menținerii constante a prețului internațional al petrolului la nivelul său mediu anticipat pentru trimestrul I 2007. Incertitudinile referitoare la nivelul și evoluția producției și cererii mondiale de petrol au determinat, ca și în cazul proiecțiilor anterioare, adoptarea unui scenariu neutru la acest capitol. Ca urmare a scăderii prețului internațional al petrolului și a aprecierii substanțiale a leului din ultimele luni, precum și a unei aprecieri reale a leului preconizate pentru întreg intervalul de proiecție, inflația prețurilor combustibililor este prognozată să fie inferioară creșterii prețurilor de consum pe întreg orizontul vizat.

În ceea ce privește modificarea prețurilor la țigarete și produse din tutun, factorul principal luat în calcul este, în continuare, punerea în aplicare a calendarului de aliniere a nivelului accizelor la cel prevăzut de Directiva CE nr. 59/1995, completată ulterior cu Directiva CE nr. 10/2002. Față de proiecția anterioară, nivelul final al acestor accize – ce trebuie atins până în 2010 – a fost majorat la 74 de euro/1 000 de țigarete de la 64 de euro/1 000 de țigarete prin adăugarea la acciză a taxei pe viciu în valoare de 10 euro/1 000 de țigarete. Conform Articolului 1 din Legea nr. 343 din 17/07/2006 care aduce modificări Codului fiscal, acciza totală este prevăzută să crească la 41,5 euro/1 000 de țigarete în 2007, la 50 de euro/1 000 de țigarete în 2008 și la 61,2 euro/1 000 de țigarete în 2009. Pentru anul curent, creșterea de preț cauzată de modificarea accizei totale a fost eșalonată în primele trei trimestre ale anului, având în vedere evitarea de către producătorii de țigarete a unor creșteri importante și bruște de preț. Modificarea calendarului oficial de aliniere a nivelului accizelor determină, față de proiecția anterioară, presiuni inflaționiste mai mari în anul 2007 și mai reduse în 2008. La fel ca în *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2006, cele mai importante majorări de preț sunt așteptate în anii 2008 și 2009.

Conform prognozei publicate în luna ianuarie de *Consensus Forecasts*, rata anticipată a inflației pentru zona euro este superioară celei din proiecția anterioară atât pentru anul curent (cu aproximativ 0,1 puncte procentuale), cât și pentru anul viitor (cu aproximativ 0,3 puncte procentuale). În Buletinul Lunar aferent lunii ianuarie 2007, Banca Centrală Europeană oferă

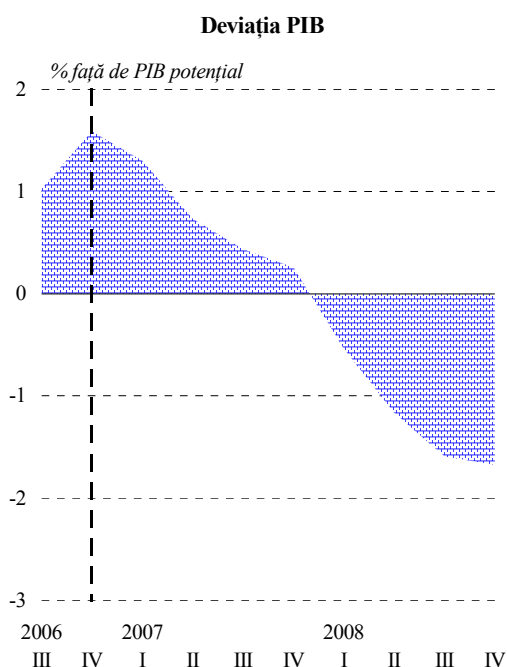
drept motive principale pentru previziuni inflaționiste mai pesimiste posibilitatea creșterii prețurilor produselor energetice și a influenței lor asupra inflației prețurilor de consum, creșteri anticipate de prețuri administrate și impozite indirecte (îndeosebi creșterea TVA în Germania), precum și presiuni salariale mai mari determinate de evoluția favorabilă a economiei și de reducerea ratei șomajului.

Este de așteptat însă ca aprecierea reală a leului, superioară celei din precedentul *Raport asupra inflației*, să compenseze impactul anticipațiilor inflaționiste mai pesimiste din zona euro asupra inflației prețurilor de import.

1.3. Presiuni din partea cererii agregate

1.3.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

Pentru trimestrul IV 2006 se estimează menținerea ritmului de creștere a PIB real la valori înalte, similare celor înregistrate în trimestrele anterioare. Presiunile inflaționiste pe termen scurt continuă să se manifeste sub forma persistenței deviației pozitive a PIB față de nivelul său potențial.



Datorită perioadei de timp necesare pentru transmiterea impulsurilor politicii monetare, excesul de cerere din trimestrul IV reflectă efectul cumulat al evoluțiilor înregistrate la nivelul cursului de schimb și al ratelor dobânzilor băncilor comerciale din trimestrele anterioare. În trimestrul III, ratele dobânzilor bancare, deși în curs de ajustare la majorarea ratei dobânzii de politică monetară din prima parte a anului, exercită asupra excesului de cerere din perioada curentă o influență neutră. În schimb, cursul de schimb real al monedei naționale s-a aflat și în trimestrul anterior la un nivel restrictiv pentru deviația PIB din prezent. Totuși, în trimestrul III, impactul a fost mai redus decât în primul semestru ca urmare a deprecierei nominale înregistrate de moneda națională la jumătatea anului.

Datele statistice publicate pentru trimestrul III indică menținerea unui ritm ridicat de creștere trimestrială a PIB real⁵¹, dar inferior celui anticipat în runda precedentă de prognoză. În condițiile menținerii estimării anterioare privind ritmul de creștere a PIB potențial, nivelul excesului de cerere pentru perioada anterioară a fost revizuit în sens descendent. Nivelul deviației PIB pentru trimestrul IV se află la o valoare apropiată de cea estimată pentru trimestrul III în precedentul *Raport asupra inflației*.

⁵¹ Datele privind PIB real sunt ajustate sezonier.

Din perspectiva componentelor PIB real, pentru trimestrul analizat se anticipează menținerea consumului final la valori ridicate comparativ cu tendința înregistrată în ultimii ani. Nivelul respectiv este susținut de dinamica ascendentă a venitului real disponibil al populației, favorizată de condițiile existente pe piața muncii. Astfel, presiunile de pe piața muncii generează salarii reale nete peste valorile medii înregistrate în perioadele anterioare, în vreme ce numărul de salariați continuă să evolueze corespunzător tendinței pe termen mediu. În plus, evoluția agregatului monetar M1 real suplimentat cu disponibilitățile la vedere în valută, indicator al intensității tranzacțiilor, susține impactul stimulatив al consumului final asupra cererii agregate. Efectul restrictiv al balanței bugetului general consolidat asupra presiunilor inflaționiste provenite din partea cererii agregate, datorat surplusului bugetar din primele trimestre, a fost urmat de un puternic efect stimulatив în trimestrul IV al anului 2006. Astfel, la sfârșitul anului 2006 s-a înregistrat un deficit bugetar de 1,68 la sută din PIB⁵².

Formarea brută a capitalului fix se situează și în trimestrul IV peste tendința pe termen mediu, coroborată și de condițiile favorabile de creditare pentru agenții economici. Astfel, ritmul de creștere a creditului pe termen mediu și lung destinat agenților economici se menține la valori ridicate, contribuind la evoluția formării brute a capitalului fix. Pe măsura manifestării efectelor noilor investiții asupra ofertei agregate, acestea vor contribui la creșterea PIB potențial pe termen mediu și lung.

Importurile își mențin ratele ridicate de creștere, situându-se peste ritmurile medii anterioare, susținute fiind de situarea veniturilor reale ale populației peste tendința pe termen mediu și de creșterea rapidă a creditului neguvernamental. În același timp, creșterea exporturilor continuă cu un ritm apropiat de ratele medii precedente, în condițiile unor evoluții favorabile ale producției industriale și productivității muncii în industrie. Pe ansamblu, exportul net continuă să acționeze în sensul reducerii excesului de cerere și, implicit, al diminuării presiunilor inflaționiste.

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

În trimestrul IV 2006 moneda națională s-a apreciat față de trimestrul anterior, în termeni reali și nominali, într-un ritm comparabil cu evoluțiile corespunzătoare din primele două trimestre ale anului. Media trimestrială a cursului de schimb al monedei naționale nu a fost puternic influențată de scăderea nominală relativ accelerată de la finele lunii decembrie.

⁵² Conform datelor publicate de Ministerul Finanțelor Publice.

Aprecierea în termeni reali a monedei naționale duce la amplificarea impactului restrictiv transmis de cursul de schimb prin intermediul canalului exportului net asupra excesului de cerere din trimestrele viitoare. Pe de altă parte, datorită efectului de avuție și bilanț⁵³, aprecierea leului are și un efect compensator de stimulare a cererii agregate. Efectul net al influențelor exercitate prin cele două canale este restrictiv și se manifestă în sensul comprimării presiunilor inflaționiste provenite din partea cererii din perioadele următoare. De asemenea, dinamica prețurilor interne suportă o influență directă importantă din partea aprecierii leului, care determină scăderea prețurilor de import și, implicit, reducerea inflației.

Evoluția pe termen mediu a cursului real de schimb este determinată de factori fundamentali (diferențialul de productivitate față de principalii parteneri externi, intrările de capital pe termen mediu și lung). În condițiile convergenței reale a României către economia zonei euro, cursul de schimb manifestă o tendință normală de apreciere, îndeosebi în termeni reali. Sub influența unor factori relevanți pe termen scurt, cursul de schimb se poate abate temporar de la traiectoria determinată de factorii fundamentali, spre care tinde însă să revină după epuizarea efectelor conjuncturale. O astfel de abatere temporară apare a fi avut loc la sfârșitul trimestrului IV 2006, când o accelerare a aprecierii leului dincolo de tendința indusă de factorii fundamentali a fost declanșată de amplificarea fluxurilor de capital speculativ atrase de apropierea trecerii României de la statutul de țară candidată la statutul de membru al Uniunii Europene.

În cel de-al patrulea trimestru, BNR a menținut rata nominală a dobânzii de politică monetară la nivelul de 8,75 la sută și în lunile octombrie și noiembrie a continuat să sterilizeze substanțial excesul de lichiditate din sistem. În luna decembrie s-a recurs la sterilizarea parțială a excesului de lichiditate ca reacție la aprecierea nominală rapidă menționată mai sus. Această relaxare a controlului lichidității nu se reflectă semnificativ în media aferentă trimestrului IV a ratei nominale a dobânzii plasamentelor băncilor comerciale la banca centrală⁵⁴. Pe de altă parte, rata dobânzii BNR a înregistrat o creștere în termeni reali ca urmare a continuării tendinței de scădere a ratei inflației. În aceste condiții, s-a produs o întărire, *ceteris paribus*, a restrictivității ratei dobânzii BNR asupra cererii agregate și, implicit, asupra inflației.

⁵³ Vezi Caseta explicativă privind efectul de avuție și de bilanț din *Raportul asupra inflației, noiembrie 2005*.

⁵⁴ Vezi și Capitolul IV.1. *Politica monetară*.

Transmisia influenței ratei de politică monetară asupra economiei reale se realizează în mod indirect, prin efectul asupra ratelor dobânzilor practicate de băncile comerciale. Întrucât procesul normal de ajustare a dobânzilor bancare la rata dobânzii BNR este gradual, transmisia prin canalul dobânzilor băncilor comerciale are loc cu întârziere. Astfel, rata nominală a dobânzii la depozite a continuat să se majoreze și în trimestrul IV, ca răspuns la creșterile ratei de politică monetară din trimestrele anterioare, în timp ce rata dobânzii la credite s-a oprit din scădere, înregistrând un nivel nominal apropiat de cel din trimestrul anterior. Aceste evoluții le corespunde reducerea *spread*-ului dintre ratele dobânzilor pasive și active, ceea ce indică un grad ridicat al concurenței din sistemul bancar. În același timp, ratele dobânzilor la depozite și la credite au crescut în termeni reali. Impactul acestora asupra activității economice și a inflației devine restrictiv din trimestrul IV, efect ce reflectă parțial influența nivelului anterior al ratei de politică monetară.

Pe ansamblu, în trimestrul IV, creșterea ratelor reale ale dobânzilor la depozite și la credite, contrabalansată parțial de reducerea costului în lei al creditelor în valută, a dus la înăsprirea impactului ratelor dobânzilor asupra excesului de cerere din trimestrele următoare. De asemenea, aprecierea mai rapidă în termeni reali a leului acționează în aceeași direcție, prin întărirea restrictivității pe care acesta o are asupra activității economice prin intermediul canalului exportului net. Ca urmare, pe parcursul trimestrului IV s-a intensificat presiunea cumulată restrictivă a cursului de schimb și a ratelor reale ale dobânzilor asupra excesului de cerere și, implicit, asupra inflației din trimestrele viitoare.

1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

Scenariul de bază al proiecției curente prevede o evoluție descendentă a deviației PIB pe întreg intervalul considerat. Resortul principal al eliminării excesului de cerere până la începutul anului 2008 este reprezentat de efectul restrictiv al ansamblului condițiilor monetare reale.

Față de scenariul de bază aferent *Raportului asupra inflației* din luna noiembrie, se are în vedere totuși o scădere mai lentă și de amplitudine mai redusă a excesului de cerere. Aceasta se datorează anticipării unei creșteri economice superioare celei prevăzute anterior, în principal datorită reevaluării impactului stimulativ al dinamicii alerte a investițiilor (inclusiv a celei a investițiilor străine directe), care afectează în primă instanță cererea agregată, în timp ce efectele asupra PIB potențial se

manifestă cu întârziere⁵⁵. În aceste condiții, momentul închiderii excesului de cerere și al deschiderii unei deviații negative a PIB este amânat, comparativ cu proiecția anterioară, cu două trimestre.

În cadrul proiecției macroeconomice curente, contribuția comparativă a canalului cursului real față de cea a canalului ratelor reale ale dobânzilor prezintă anumite modificări față de proiecția precedentă. Astfel, contribuția deviației cursului real crește, în special ca urmare a evoluției recente a monedei naționale, caracterizată printr-o apreciere reală mai substanțială decât se anticipa în proiecția anterioară. În același timp, caracterul restrictiv al ratelor reale ale dobânzilor proiectate se atenuază față de cel preconizat în raportul din noiembrie. Un motiv în acest sens îl reprezintă revizuirea în sens descendent a ratelor nominale medii ale dobânzilor proiectate atât la depozite, cât și la credite. În cazul celor dintâi, având în vedere și reducerea din lunile decembrie și ianuarie a randamentului mediu al plasamentelor băncilor la BNR, se anticipează menținerea ratelor medii ale dobânzilor în apropierea nivelului actual pe o perioadă relativ mai îndelungată (față de prognoza unor creșteri în runda anterioară de proiecție). În cazul celor din urmă, ratele medii proiectate ale dobânzilor își vor continua cel mai probabil evoluția descendentă pe întreg orizontul proiecției, pe măsura scăderii inflației, dar și a continuării manifestării unor presiuni concurențiale ridicate. Aceste presiuni vor fi potențate de altfel și de efectul adoptării în legislația națională a *acquis*-ului comunitar, ceea ce conduce la posibilitatea intrării mai facile pe piața bancară a instituțiilor financiare europene, în virtutea principiului privind libera circulație a serviciilor în cadrul Uniunii⁵⁶.

Este de așteptat ca efectul restrictiv de ansamblu al condițiilor monetare reale să compenseze evoluția prociclică preconizată a politicii fiscale. În scenariul de bază, evaluarea impactului politicii fiscale pornește de la premise asemănătoare celor incluse în proiecția anterioară. Conform datelor preliminare

⁵⁵ Creșterea investițiilor, atunci când nu este susținută de un spor comparabil al economisirii interne, ci mai degrabă de intrări de capital străin, generează o amplificare a cererii agregate din economie. Pe termen mediu, în general această amplificare a cererii este însoțită de o ameliorare a productivității muncii, fiind circumscrisă unei creșteri a PIB potențial. Aceasta a fost și una din motivațiile principale pentru revizuirea în sens ascendent a ipotezei privind creșterea PIB potențial cu ocazia proiecției anterioare. Pe de altă parte, pe termen scurt, creșterea rapidă a investițiilor antrenează aproape întotdeauna sporirea mai accentuată a cererii agregate decât a potențialului productiv intern (datorită rigidității pe termen scurt a producției, dar și a creșterii salariilor și a cheltuielilor pentru bunuri și servicii conexe investițiilor). Această situație este de natură să sporească, *ceteris paribus*, presiunile inflaționiste la orizonturile mai apropiate ale proiecției.

⁵⁶ A se vedea OUG nr. 99 din 06/12/2006 privind instituțiile de credit și adecvarea capitalului, Capitolul IV.

privind execuția bugetară pe anul 2006, soldul anual al bugetului general consolidat s-a situat la -1,68 la sută din PIB, nivel apropiat celui prognozat de BNR în *Raportul asupra inflației* din noiembrie; pentru anii 2007 și 2008, deficitul sunt cele prezentate Parlamentului de către Guvern – de 2,8 la sută și respectiv 2,7 la sută din PIB⁵⁷. Având la bază aceste coordonate anuale, distribuirea trimestrială prognozată a efectelor politicii fiscale s-a realizat pornind de la tiparul obișnuit al execuției bugetare din ultimii ani, care prezintă o anumită concentrare a cheltuielilor guvernamentale în ultimul trimestru al anului. Repartizarea intraanuală din proiecția curentă este însă una mai echilibrată decât în proiecțiile anterioare, ținând astfel cont de programarea unor cheltuieli bugetare mai însemnate în prima parte a anului, precum și de incidența uniformă a plăților legate de contribuția României la bugetul UE.

Impactul politicii fiscale a fost corectat cu implicațiile generate de relațiile financiare pe care le presupune calitatea României de membru al UE. În evaluarea acestor implicații s-a pornit de la sumele prevăzute la capitolul „Fonduri externe nerambursabile” din cadrul programelor bugetare pe anii 2007-2008, precum și de la ipoteza unui nivel al absorbției de fonduri europene similar țărilor din Centrul și Estul Europei⁵⁸, dar și de la experiența recentă cu privire la absorbția de către România a fondurilor de preaderare. În același timp, volumul de fonduri europene atrase, cu efect de amplificare a cererii agregate, este compensat de contribuția României la bugetul UE (de aproximativ 1 la sută din PIB pentru următorii 2 ani), cu efect contracționist. Soldul estimat al acestor fluxuri financiare este negativ în primul an al proiecției, corespunzător unei poziții de contributor net a României (cu efect net de restrângere a cererii), poziție ce se inversează, pe măsura sporirii capacității de atragere a fondurilor europene⁵⁹ dar și creșterii sumelor disponibile pentru a fi absorbite.

Scenariul de bază al proiecției actuale prevede creșteri economice superioare pentru anii 2007 și 2008 celor din proiecția anterioară, realizate pe fondul unei traiectorii a deviației PIB plasate peste nivelul celei din *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2006. Traectoria prognozată a unei dinamici alerte a PIB este susținută, dintre componentele cererii agregate, în

⁵⁷ Ministerul Finanțelor Publice – „Raportul privind situația macroeconomică pe anul 2007 și proiecția acesteia pe 2008-2010”.

⁵⁸ Datele statistice ce privesc absorbția fondurilor structurale pot fi regăsite în anexa la raportul Comisiei Europene pentru implementarea fondurilor structurale din anul 2004 („16th Annual Report on Implementation of Structural Funds 2004”, Commission of the European Communities).

⁵⁹ În special datorită faptului că în anul 2007, fondurile structurale vor putea fi absorbite efectiv abia din a doua jumătate a anului, după ce Programele Operaționale privind implementarea acestor fonduri vor fi aprobate de către experții europeni.

principal de evoluția formării brute a capitalului fix și a consumului privat. Componenta investițiilor se preconizează a fi cea mai dinamică din economie, ascensiunea acesteia fiind determinată de:

- evoluția pozitivă anticipată a investițiilor străine directe, precum și a investițiilor finanțate din fonduri structurale europene;
- realizarea, conform planificării bugetare din acest an, a unor investiții publice semnificative;
- investiții interne private în sectoare dinamice ale economiei, precum cel al construcțiilor, al unor ramuri din industria prelucrătoare (cum ar fi producția de mașini, aparate și echipamente, producția de mijloace de transport etc.) sau al serviciilor (ex. comunicații, servicii financiare, comerț cu amănuntul etc.), acestea urmând a fi impulsionate și de creșterea creditului pe termen mediu și lung.

Dinamica estimată a consumului privat se va menține la rândul său ridicată, susținută de creșterea în continuare a venitului disponibil – ca urmare a creșterii productivității și a majorărilor salariale din sectorul bunurilor *non-tradables*, inclusiv cel public –, precum și de evoluția ascendentă a volumului creditului acordat populației. Se anticipează însă o atenuare treptată a ritmurilor de creștere a acestui indicator macroeconomic, în special în a doua parte a orizontului de proiecție, ca urmare a încetinirii dinamicii celor doi factori amintiți. Astfel, temperarea dinamicii venitului disponibil poate proveni dintr-o corelare mai bună cu creșterea productivității, în vreme ce ascensiunea creditului acordat populației ar putea încetini pe măsura începerii manifestării unui efect de saturație, corelat și cu creșterea ponderii sumelor destinate serviciului și amortizării datoriei contractate în totalul venitului disponibil al menajelor.

Este de așteptat ca sectorul extern să aibă în continuare o contribuție netă negativă semnificativă la creșterea economică, în special pe seama unui spor important al importurilor. Importurile vor continua să fie impulsionate de cererea robustă de investiții, de nivelul stimulat al cursului real efectiv al leului, iar în prima parte a orizontului proiecției și de menținerea unei cereri de consum superioare capacității de creștere a producției interne. Se preconizează că în a doua parte a intervalului de proiecție ultimii doi factori își vor atenua influența, contribuind la plafonarea deficitului contului curent al balanței de plăți externe.

1.4. Riscuri și incertitudini asociate proiecției

Scenariul de bază al proiecției reprezintă varianta cea mai plauzibilă – date fiind informațiile disponibile în prezent – dintre scenariile posibile ce vizează evoluția inflației în cadrul orizontului de prognoză. Pentru completarea evaluării ansamblului condițiilor macroeconomice, cu ocazia fiecărei proiecții se ia în considerare o serie de factori de risc cu potențial de a modifica semnificativ prognoza inflației. În cadrul ciclului curent de proiecție, factorii considerați mai importanți din acest punct de vedere sunt următorii:

- creșterile salariale raportate la creșterile de productivitate;
- condițiile climaterice care pot afecta nivelul producției agricole și implicit evoluția prețurilor mărfurilor alimentare;
- configurarea și implementarea politicii fiscale, prin implicațiile acestora asupra cererii agregate;
- magnitudinea și dinamica deficitului de cont curent;
- ajustările neanticipate ale prețurilor administrate;
- variații bruște și ample ale prețurilor internaționale ale țigărilor și ale gazelor naturale;
- abateri semnificative ale dinamicii cursului de schimb al leului de la coordonatele incluse în scenariul de bază.

Salariile reprezintă pentru agenții economici o componentă importantă a costurilor de producție, mai ales în sectoare care folosesc în mod intensiv acest factor de producție, cum sunt serviciile sau industria ușoară, ramuri cu pondere importantă în PIB al României. Creșterile salariale care ar depăși în mod semnificativ dinamica productivității muncii ar duce din acest motiv la o amplificare a costurilor, de natură să genereze presiuni și la nivelul prețurilor finale. Istoria unor creșteri salariale importante⁶⁰, ca și oportunitatea oferită de locuri de muncă mai bine plătite în străinătate pot induce formarea unor anticipații și, drept consecință, a unor presiuni exercitate de angajați pentru majorări salariale substanțiale. Condițiile actuale de pe piața forței de muncă, reflectate printr-un nivel relativ scăzut al șomajului, ca și imboldul dat în acest an de majorările salariale consistente din sectorul public reprezintă factori de risc suplimentari pentru o eventuală creștere nesustenabilă a veniturilor reale ale populației.

⁶⁰ În ultimii patru ani, salariul mediu brut real pe economie a crescut în medie cu circa 8,5 la sută pe an.

Incertitudini importante privesc și execuția bugetară din anul curent și cel următor, existând posibilitatea abaterii inflației de la nivelurile proiectate în ambele sensuri. Astfel, pe de o parte, ritmul ridicat de cheltuire a fondurilor publice manifestat către finalul anului 2006 și prevăzut prin programul bugetar din anul 2007 ar putea fi o sursă de dezechilibru în cazul în care în acest an creșterea ca pondere în PIB a veniturilor bugetare nu s-ar realiza la nivelul parametrilor programați, precum și în cazul în care incapacitatea realizării cheltuielilor destinate dezvoltării infrastructurii⁶¹ ar oferi oportunitatea reorientării acestora către destinații cu potențial inflaționist mai ridicat. Pe de altă parte, experiența ultimilor ani arată că deficitul execuției bugetare s-au situat în general sub cele programate inițial, indicând o politică fiscală mai austeră *de facto* decât cea anticipată.

Dinamica ascendentă a deficitului contului curent al balanței de plăți, însoțită de creșterea economică accentuată indică amplificarea dezechilibrului dintre economisire și investiții. Pentru o economie deschisă aflată în tranziție, acest fenomen este în general compatibil cu procesul de convergență reală, reflectând sporirea fluxurilor de investiții străine, însoțită de creșteri importante ale stocului de capital și ale productivității muncii. Din acest punct de vedere, în scenariul de bază se presupune că, pe termen mediu, deficitul de cont curent se va ajusta în mod natural la cote mai reduse, pe măsura apropierei nivelului productivității muncii și al consumului din economia românească de nivelurile medii din economiile Uniunii Europene. Dinamica investițiilor străine nu este însă una liniară, putând fi influențată de o serie de factori exogeni potențialului de creștere pe termen lung al economiei românești (de ex. evoluția climatului financiar internațional, competiția dintre oportunitățile prezente pe diverse piețe emergente, perspectivele pe termen scurt ale stabilității în plan politic și social etc.). Deoarece viteza de adaptare a veniturilor din economie și a cererii interne este în general mai redusă decât cea a fluxurilor internaționale de capital, caracterul relativ volatil al factorilor exogeni menționați reprezintă un element de risc pentru derularea procesului de convergență reală în condiții de stabilitate macroeconomică.

Conjunctura de pe piețele financiare internaționale, evoluția prețurilor mărfurilor alimentare și în special a legumelor, fructelor și ouălor, ca și cea a prețurilor internaționale ale țigărilor și gazelor naturale reprezintă surse permanente de volatilitate pentru proiecția inflației. În condițiile în care evoluțiile relativ

⁶¹ Inclusiv cheltuielile de cofinanțare a unor proiecte alături de fondurile structurale ale UE, în măsura în care aceste cheltuieli sunt trecute în buget dar nu pot fi realizate datorită lipsei capacității de absorbție totală a acestor fonduri.

favorabile ale acestor factori de pe parcursul anului trecut nu ar avea un caracter mai durabil, de tendință, riscul unor variații neanticipate ar înclina mai probabil în sensul amplificării presiunilor inflaționiste în termeni relativi față de scenariul de bază. Spre exemplu, în eventualitatea unui an agricol mai slab comparativ cu unul mediu, prețurile volatile ale mărfurilor alimentare ar înregistra creșteri anuale mult superioare în anul curent, fără ca eventualitatea unui an agricol mai bun ca media să aibă un impact simetric (fiindcă prețurile cu care se face comparația, cele din anul trecut, erau oricum scăzute).

În cazul prețurilor administrate, lipsa unui program ferm stabilit în prealabil de către autoritățile de reglementare sau a unor reguli transparente de ajustare a acestor prețuri bazate pe evoluția unor factori exogeni (cum ar fi prețurile internaționale la energie, cursul de schimb al leului etc.) face dificilă realizarea unor prognoze precise. Un plus de volatilitate este generat în cazul acestora și de posibilitatea realizării unor ajustări în alte scopuri decât cele economice (e.g. sociale).

Într-o economie deschisă precum cea a României, cursul de schimb al leului are o influență semnificativă asupra inflației, atât prin canalul exportului net, cât și prin intermediul prețurilor de import. Ca urmare, abateri semnificative, în evoluția viitoare a cursului de schimb, de la coordonatele scenariului de bază pot genera devieri de la traiectoria proiectată a inflației. O eventuală încetinire substanțială a fluxurilor de capital care finanțează deficitul de cont curent, spre exemplu ca urmare a unei slăbiri a interesului investitorilor străini față de piețele emergente, ar putea determina o apreciere reală semnificativ mai lentă decât cea implicată de scenariul de bază. În acest caz, accelerarea dinamicii prețurilor de import și reducerea restrictivității cursului de schimb asupra excesului de cerere, comparativ cu scenariul de bază, ar conduce la o inflație mai mare decât cea proiectată. Simetric, o apreciere reală mai accentuată a leului ar acționa în sens contrar, favorabil unei inflații mai scăzute. Acest efect favorabil ar avea o persistență mai mare în cazul unei aprecieri reale suplimentare determinate de factori fundamentali (ritm alert de creștere a productivității, intrări de capital sustenabile pe termen mediu și lung).

2. Evaluarea de politică monetară

Proгноza BNR privind coborârea ratei anuale a inflației sub punctul central al țintei stabilite pentru anul 2006 (5 la sută ± 1 punct procentual), publicată în *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie, a fost confirmată de recentele date statistice, aceasta atingând în decembrie nivelul de 4,87 la sută. La scăderea cu 3,7 puncte procentuale a ritmului anual de creștere a prețurilor de consum de-a lungul anului 2006, căreia i-a corespuns o reducere cu 2,4 puncte procentuale a ratei medii anuale a inflației (de la 9 la sută la 6,6 la sută) au contribuit în principal componenta volatilă și cea a prețurilor administrate ale inflației, dar și inflația de bază CORE2. Deflația consemnată de prima componentă și decelerarea celei de-a doua s-au datorat, mai cu seamă, șocului pozitiv al ofertei de legume și fructe din acest an, ameliorării evoluției prețului internațional al petrolului, precum și aprecierii consistente acumulate de leu în raport cu principalele valute. Aceasta din urmă a susținut și dezinflația componentei de bază CORE2 a indicelui prețurilor de consum, care a reflectat, totodată, mai pregnant, impactul favorabil exercitat, inclusiv prin intermediul anticipațiilor inflaționiste, de creșterea restrictivității politicii monetare și de menținerea în cea mai mare parte a anului a austerității politicii fiscale.

Actualizarea prognozei trimestriale a evoluțiilor indicatorilor macroeconomici relevă o ușoară ameliorare, comparativ cu exercițiul anterior, a perspectivelor inflației pe orizontul de transmisie a politicii monetare. Premisele și determinanții majori ai acestei schimbări pozitive sunt: (i) restrângerea substanțială față de proiecția anterioară a excedentului de cerere înregistrat în trimestrul III 2006 și implicit a nivelului estimat al acestuia pentru trimestrul IV; (ii) îndeplinirea condițiilor monetare produsă în ultimele luni ca urmare a creșterii marjei reale a ratei dobânzii de politică monetară, dar mai ales a accelerării peste așteptări a aprecierii leului în raport cu euro și dolarul SUA; (iii) relativa scădere a dinamicii prognozate a prețurilor bunurilor de import, dar și celei a prețului combustibililor; (iv) îmbunătățirea față de perioada anterioară a anticipațiilor inflaționiste pe fondul accelerării dezinflației în a doua jumătate a anului 2006 și al obținerii unei performanțe mai bune decât cea prevăzută de ținta de inflație a acestui an.

Acest context pledează în favoarea operării unei reduceri asupra ratei dobânzii de politică monetară, prin această reconfigurare a structurii condițiilor monetare – susținută de ipoteza continuării trendului de întărire a monedei naționale – ele rămânând adecvate menținerii dezinflației pe traiectoria compatibilă cu atingerea țintelor de inflație pe termen mediu, în condițiile

evitării producerii unor fluctuații excesive la nivelul activității economice.

Persistența acțiunii unor factori de risc la adresa ritmului și trendului dezinflației pe termen mediu, precum și a unor incertitudini privind ipotezele actualei prognoze trimestriale reclamă, însă, adoptarea unei maxime prudente în dimensionarea pasului de reducere a ratei dobânzii de politică monetară. Un aspect relevant în acest context îl constituie riscul indus de perspectiva prelungirii în următoarele trimestre a robusteții creșterii economice și a deviației pozitive a PIB față de nivelul potențial, în principal datorită continuării creșterii alerte a cererii interne; chiar dacă nivelul estimat al excedentului de cerere din trimestrul IV 2006 este sensibil inferior celui din proiecția anterioară, scăderea ulterioară a acestei deviații pozitive a PIB este mai lentă, ea persistând până în trimestrul IV 2007. Stimulii majori ai componentei interne ai cererii agregate se prefigurează a-i constitui relaxarea la finalul anului 2006 și pe parcursul următoarelor trimestre a politicii fiscale, precum și majorarea previzibilă a câștigurilor salariale; potențialul creșterii pe scară extinsă a salariilor în sectorul privat este amplificat de consistentele majorări de salarii acordate prin programul bugetar angajaților din domeniile specifice de activitate, dar și de posibila sporire a gradului de încordare a pieței muncii, inclusiv ca efect al persistenței fenomenului migrației.

Majorarea substanțială a câștigurilor salariale ar putea antrena efecte inflaționiste și prin intermediul costurilor, manifestarea acestora fiind, însă, condiționată de evoluția dinamicii productivității muncii – care s-a amplificat sensibil în industrie începând cu luna mai 2006 – precum și de calitatea situațiilor financiare ale companiilor. Un grad ridicat de profitabilitate a întreprinderilor – cum e posibil să se fi înregistrat în numeroase sectoare ale economiei – ar permite întreprinzătorilor să nu repercuteze asupra prețurilor creșterile de salarii pe care le vor practica; în schimb, adoptarea unui asemenea comportament ar putea acționa în detrimentul potențialului de creștere a investițiilor și implicit a economiei. Date fiind numeroasele incertitudini privind formarea salariilor în actualul context economic efervescent și potențialele riscuri pe care aceasta le incumbă este necesară monitorizarea atentă a tuturor acestor evoluții.

Riscul ca împrumuturile bancare să contribuie în continuare semnificativ la alimentarea excedentului de cerere, dar mai ales a potențialului său inflaționist, pare a se fi diminuat, cel puțin temporar, în condițiile în care dinamica anuală reală a creditului neguvernamental a consemnat începând cu septembrie 2006 o cvasistagnare, urmată chiar de un declin în decembrie, datorate exclusiv reculului vitezei de creștere a componentei în lei a acestui credit. Pe deasupra, relevantă din perspectiva potenția-

lului de creștere a consumului privat și implicit a presiunilor inflaționiste ale cererii este contribuția decisivă adusă de creditul acordat populației la temperarea creșterii creditului neguvernamental; exceptând luna decembrie, când a înregistrat o ușoară majorare, probabil sezonieră, ritmul anual de creștere a creditului acordat populației s-a plasat pe o pantă descendentă începând cu luna august 2006. Inclusiv ca reflecție a încetării acumulării de datorii bancare de către populație, începând cu luna octombrie au apărut semne de revitalizare a economiilor bancare ale acestui segment, dinamizarea lor fiind impulsionată probabil și de marjele reale confortabile ale ratelor dobânzilor bonificate de instituțiile de credit.

Data fiind natura factorilor care au determinat temperarea expansiunii creditului acordat populației, este de așteptat ca, cel puțin o parte dintre ei⁶² să continue să genereze efecte și în perioada următoare, existând, totuși, incertitudini privind intensitatea și durabilitatea acțiunii exercitate de aceștia; în plus, este posibil ca populația să-și reintensifice apelul la credite și să-și slăbească din nou economisirea, în ipoteza în care efectuarea anumitor cheltuieli de consum a fost deliberat amânată după momentul aderării României la UE, iar accesul la creditul imobiliar a fost restricționat de anumite condiții impuse prin măsuri prudențiale implementate de BNR ce vor fi eliminate în următoarele luni. Un alt risc potențial identificat în acest context îl constituie posibila revigorare a componentei în valută a creditului neguvernamental, în principal ca urmare a eliminării începând cu 1 ianuarie 2007 a limitei impuse instituțiilor de credit privind gradul de concentrare a expunerilor din creditele în valută; din această perspectivă, reducerea ratei dobânzii de politică monetară și implicit a diferențialului de costuri aferente celor două componente majore ale creditului neguvernamental ar putea scădea probabilitatea producerii unui efect de substituție a creditului în lei cu cel denumit în valută.

O altă rațiune a reducerii ratei dobânzii de politică monetară o constituie necesitatea scăderii relative a unuia dintre stimulentele intrărilor de capital volatil și ale influxurilor de natura împrumuturilor financiare, și anume a diferențialului randamentelor interne față de piețele internaționale. În contextul creșterii rapide a gradului de integrare financiară a economiei românești și al persistenței abundenței lichidității globale, ecartul înalt al ratelor dobânzilor pieței interne poate induce riscuri considerabile atât din perspectiva stabilității macroeconomice, cât și din perspectiva stabilității financiare.

⁶² Cum ar fi: scăderea capacității de îndatorare a persoanelor cu venituri relativ reduse, relativa satisfacere a cererii de locuințe finanțate prin credite, efectul implementării la 22 octombrie 2006 a măsurilor suplimentare adoptate de BNR în vederea limitării riscului de credit pentru populație.

În ceea ce privește stabilitatea macroeconomică, pericolele majore ale creșterii, pe acest fond, a celor două categorii de intrări de capital le constituie posibila abatere substanțială a evoluției ratei de schimb de la fundamentele economice, cu consecința nesustenabilității potențiale a aprecierii induse de fluxurile de natură speculativă și, în plus, în cazul împrumuturilor financiare, potențiala exacerbare a cererii interne, cu impact advers asupra echilibrului intern și a celui extern ale economiei. Preocuparea pentru prevenirea materializării acestor riscuri este justificată de accelerarea creșterii în ultimele luni a împrumuturilor financiare externe, în special a celor pe termen scurt, și implicit a datoriei externe private, precum și de posibilitatea continuării amplificării acestor influxuri.

Prudența scăderii ratei dobânzii de politică monetară este motivată și de persistența unui potențial inflaționist considerabil al factorilor pe partea ofertei. Cel mai ridicat potențial continuă să-l dețină prețurile administrate, chiar dacă amplitudinea ajustărilor prevăzute a fi efectuate în 2007 este ușor inferioară celei incluse în scenariul de prognoză din noiembrie. În schimb, inflația proiectată a prețurilor volatile ale produselor alimentare a fost majorată față de nivelul presupus în exercițiul anterior, atât pentru 2007, cât și pentru 2008. Aceștia li se alătură creșterea graduală – potrivit calendarului de armonizare cu legislația fiscală în domeniul UE – a accizelor la țigarete și produse din tutun; în comparație cu proiecția anterioară, dimensiunea majorărilor anticipate ale acestor taxe este sensibil superioară pentru 2007, dar inferioară pentru 2008. În același timp, având în vedere experiența țărilor care au aderat anterior la UE, există unele riscuri și incertitudini legate de influența netă exercitată de aderarea României la UE asupra evoluției pe termen scurt a prețurilor de consum. Este de așteptat, totuși, ca această influență să fie restrânsă, în condițiile în care: (i) impactul inflaționist estimat al adoptării Politicii Agricole Comune, al aplicării Politicii Vamale Comune, precum și al integrării într-o piață comună în domeniul produselor alimentare este relativ minor; (ii) efectul anticipat al aplicării Politicii Vamale Comune în alte domenii relevante pentru consumul populației este cel de scădere a prețurilor unor importuri; (iii) intensificarea concurenței generată de noul context ar putea frâna creșterea anumitor prețuri de pe piața internă.

Evaluarea de către CA al BNR a contextului macroeconomic actual și a proiecției pe termen mediu a acestuia a pus în evidență o ușoară ameliorare, comparativ cu prognoza anterioară, a perspectivei inflației pe orizontul de transmisie a politicii monetare. În același timp, a fost relevată, însă, și persistența, cel puțin în prima parte a perioadei vizate de proiecție, a acțiunii unor factori ce pot exercita efecte adverse

asupra echilibrului intern și a celui extern ale economiei și implicit pot genera riscuri la adresa sustenabilității dezinflației. Evaluând direcțiile posibile de evoluție și impactul agregat al acestor factori, în ședința sa din 9 februarie, Consiliul de administrație al BNR a decis să reducă cu 0,75 puncte procentuale rata dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 8 la sută, să mențină nivelurile actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii și să exercite prin intermediul operațiunilor de piață un control al lichidității adecvat condițiilor de pe piețele financiare, această recalibrare a condițiilor monetare în sens larg – incluzând ipoteza continuării trendului de întărire în termeni reali a monedei naționale – fiind menită să asigure menținerea ratei inflației pe traiectoria compatibilă cu atingerea țintelor de inflație pe termen mediu. Totodată, CA al BNR a apreciat ca fiind necesară continuarea monitorizării atente a evoluției creditului neguvernamental și a prețurilor principalelor categorii de active, astfel încât să poată fi sesizate și contracarate prompt prin acțiuni de politică monetară potențialele evoluții nefavorabile din perspectiva dezinflației.