



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

Noiembrie 2008

anul IV, nr. 14

Serie nouă

ISSN 1582-2923

NOTĂ

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

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

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

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

Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București

Cuvânt înainte

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost finalizat în data de 28 octombrie 2008 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 30 octombrie 2008.

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

Lista abrevierilor

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

Cuprins

I. SINTEZĂ	7
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI	12
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	26
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE.....	29
1. Politica monetară.....	29
2. Piețe financiare și evoluții monetare	32
2.1. Ratele dobânzilor	32
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	34
2.3. Moneda și creditul.....	36
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI.....	40
1. Scenariul de bază al proiecției.....	42
1.1. Perspectivele inflației	42
1.2. Presiuni exogene asupra inflației	45
1.3. Presiuni din partea cererii agregate	47
1.4. Riscuri asociate proiecției	56
2. Evaluarea de politică monetară.....	62

I. SINTEZĂ

Evoluția inflației și cauzele acesteia

În luna septembrie a anului curent, rata anuală a inflației a atins nivelul de 7,30 la sută, în scădere cu 1,31 puncte procentuale față de luna iunie (8,61 la sută). Această evoluție confirmă previziunile anterioare ale BNR privind reluarea procesului dezinflaționist cu începere din trimestrul III 2008.

În rândul factorilor de natura ofertei, influența determinantă asupra decelerării inflației a fost exercitată de redresarea producției agricole după șocul advers suferit pe parcursul anului 2007. Această influență s-a resimțit cel mai puternic la nivelul componentei prețurilor volatile ale unor mărfuri alimentare, scăderea prețurilor legumelor și fructelor dominând efectele de sens contrar asupra dinamicii inflației provenite din partea evoluției prețurilor administrate și ale combustibililor.

Majorările mai rapide ale salariilor și mai lente ale productivității muncii, în perioada iunie-august 2008 comparativ cu dinamica din primele cinci luni ale anului, au condus la creșterea în continuare a costului unitar cu forța de muncă. Aceste evoluții generează efecte inflaționiste atât prin presiunea salariilor asupra excesului de cerere, cât și prin cea a costurilor forței de muncă asupra prețurilor stabilite de producători.

Trimestrul III 2008 marchează și întreruperea tendinței ascendente a inflației anuale CORE2, începută în august 2007. Efectele unor presiuni sporite ale cererii agregate asupra inflației de bază au fost contracarate de decelerarea semnificativă a creșterii prețurilor produselor alimentare procesate incluse în indicele CORE2, de influența favorabilă a aprecierii leului față de euro asupra prețurilor importurilor, precum și de atenuarea relativă a anticipațiilor inflaționiste. În aceste condiții, pe parcursul trimestrului III, dinamica inflației CORE2 a fost inferioară celei a inflației întregului coș al bunurilor de consum, contribuind astfel la decelerarea acesteia din urmă.

Amplificarea presiunilor inflaționiste din partea excesului de cerere a fost alimentată de continuarea accelerării creșterii economice în trimestrul II 2008 (până la 9,3 la sută). La aceasta a contribuit expansiunea rapidă, deși în ușoară decelerare, a investițiilor și a consumului final al populației, finanțată de creșterea susținută a veniturilor agenților economici și a creditului acordat sectorului privat, precum și de creșterea cheltuielilor bugetare. Atenuarea dinamicii cererii interne a fost mai mult decât compensată de reducerea substanțială a contribuției negative a cererii externe nete. Diminuarea treptată și semnificativă a diferenței dintre ritmurile de creștere a exporturilor și a importurilor a avut loc cu începere încă din ultima parte a anului trecut. Consolidarea acestei tendințe a condus la consemnarea în trimestrele II și III (până în august), pentru prima dată după trimestrul IV 2002, a unei creșteri mai rapide a exporturilor față de cea a importurilor.

Politica monetară în perioada parcursă de la data raportului precedent

La data de 31 iulie 2008, Consiliul de administrație al BNR a decis majorarea ratei dobânzii de politică monetară la 10,25 la sută pe an. În perioada următoare acestei decizii, evoluțiile macroeconomice pe plan intern și internațional au transmis semnale divergente referitoare la perspectivele pe termen mediu ale inflației. Confirmând previziunile BNR, rata anuală a inflației a reintrat pe un trend descendent după vârful atins în luna iulie. Ritmul de creștere a creditului

acordat sectorului privat a început să încetinească treptat, în timp ce cursul de schimb al leului a înregistrat o volatilitate sporită și o inversare a dinamicii, de la apreciere la depreciere, în ultima parte a trimestrului III. Presiunile inflaționiste ale cererii agregate s-au amplificat ca urmare a accelerării creșterii economice în trimestrul II, iar salariile reale au continuat să crească mai rapid decât productivitatea muncii. În plus, a sporit relevanța riscului relaxării politicii fiscale și a celei de venituri, pe măsura apropierii perioadei electorale.

Accentuarea crizei financiare pe piețele internaționale (cu precădere începând cu luna septembrie) a condus la o creștere substanțială a incertitudinilor privind perspectivele economiei mondiale și ale implicațiilor acestora pentru economia națională. Manifestarea unui amplu proces de dezintermediere financiară la nivel global, ce a avut drept consecință o redirectionare a capitalurilor agenților economici nerezidenți către active cu un grad redus al riscului, a început să afecteze treptat, însă tot mai semnificativ economiile emergente, atrăgând după sine o volatilitate substanțială a monedelor naționale. Până în prezent, presiunile asupra acestora au acționat cu precădere în direcția deprecierii.

Pe acest fond global, probabilitatea unui impact direct semnificativ al dezintermedierii financiare asupra economiei României pare, date fiind informațiile disponibile până în prezent, deocamdată redusă. La aceasta contribuie nivelul încă relativ scăzut al intermedierei financiare din România¹ și lipsa unei expuneri semnificative a sistemului financiar-bancar la instrumentele financiare care au stat la originea crizei (obligațiuni ipotecare *subprime*)². În aceste condiții, este de așteptat ca intensificarea crizei financiare internaționale să exercite o influență predominant indirectă asupra activității economice interne, prin efectele decelerării preconizate a cererii agregate din zona euro asupra dinamicii exporturilor românești. Surse potențiale de amplificare a acestei influențe sunt înăsprirea condițiilor interne de creditare în paralel cu majorarea costului finanțărilor externe și creșterea serviciului datoriei în cazul agenților economici cu expunere față de instrumente financiare denominate în valută. Pe fondul incertitudinilor sporite, sunt dificil de anticipat atât intensitatea, cât și durata fiecăruia dintre aceste procese.

Răspunsul Consiliului de administrație al BNR la contextul creat de evoluțiile macroeconomice interne și de climatul incert de pe piețele internaționale a fost decizia de menținere a ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 10,25 la sută pe an, în ședința din 25 septembrie. Decizia a avut drept scop asigurarea unui echilibru între creșterea progresivă a restrictivității condițiilor monetare reale odată cu reînscirerea inflației pe un trend descendent, în vederea atingerii obiectivelor de dezinflație pe termen mediu, și prudența necesară în condițiile apariției unor noi surse de risc pe plan macroeconomic.

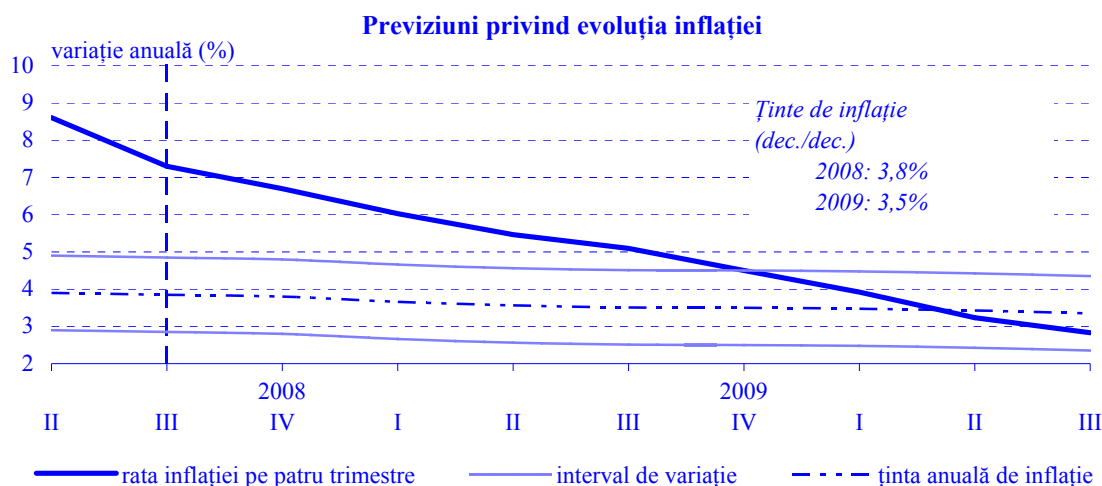
Perspectivile inflației

Intensificarea recentă a crizei de pe piețele financiare internaționale a accentuat puternic volatilitatea manifestată pe aceste piețe, creând dificultăți majore de previzionare a naturii, intensității și duratei efectelor crizei asupra economiei naționale. Ca urmare, evaluărilor cantitative descrise în scenariul de bază al proiecției curente le este asociat un grad de incertitudine neobișnuit de ridicat. În aceste condiții, scenariul de bază reprezintă, într-o măsură

¹ Pondere anuală a creditului neguvernamental în PIB a atins în trimestrul II a.c. 38,9 la sută, comparativ cu o medie a aceluiași indicator de 48 la sută în Polonia, Ungaria și Republica Cehă.

² Un impact direct limitat al crizei financiare se datorează și măsurilor prudențiale, de politică monetară și de întărire a stabilității financiare, adoptate de-a lungul timpului de către Banca Națională. Dintre acestea, se remarcă menținerea la un nivel relativ ridicat a rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în valută ale băncilor comerciale, dar și recente măsurile prudențiale ce vizează temperarea creșterii creditării din economie.

mult mai mare decât în cazul proiecțiilor anterioare, o traiectorie posibilă a inflației condiționată strict de ipotezele adoptate și informațiile disponibile la data elaborării prognozei. Ca atare, abaterile în ambele sensuri de la traiectoria prognozată a inflației sunt apreciate ca având o probabilitate sporită în exercițiul curent de prognoză, riscurile decelate fiind mai echilibrate în ceea ce privește sensurile de influențare a inflației decât în cazul exercițiilor de prognoză anterioare.



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

Sursa: INS, calcule BNR

În scenariul de bază al proiecției rata anuală a inflației la sfârșitul anului 2008 se situează la nivelul de 6,7 la sută, cu 0,1 puncte procentuale peste cel prognozat în *Raportul asupra inflației* din luna august. Pentru 2009, inflația proiectată la finele anului este cu 0,3 puncte procentuale peste cea prognozată anterior (4,5 la sută față de 4,2 la sută), fiind poziționată la limita superioară a intervalului de variație asociat țintei stabilite pentru sfârșitul aceluși an.

Noua prognoză plasează traiectoria ratei inflației deasupra celei prezentate în Raportul din august, până la sfârșitul anului 2009. Factorii care acționează în sensul creșterii inflației prognozate, comparativ cu proiecția anterioară, includ: presiuni mai accentuate din partea inflației CORE2, evoluție ce poate fi coroborată unor presiuni mai ample din partea cererii agregate, reflectate de creșterea economică mai rapidă înregistrată în trimestrul II și, respectiv, proiectată pentru trimestrul III 2008, iar ulterior, pe parcursul intervalului de proiecție, de anticiparea unor politici fiscale și de venituri mai stimulative; o dinamică mai puțin favorabilă a prețurilor importurilor și ipoteza unei scăderi ceva mai lente a anticipațiilor inflaționiste, în prima parte a intervalului de prognoză; un scenariu de creștere mai rapidă a prețurilor administrate. Aceste influențe nefavorabile sunt atenuate de un scenariu mai favorabil, pe întregul interval de prognoză, privind inflația combustibililor. Acestora li se adaugă efectul, dificil de cuantificat cu exactitate, al crizei financiare globale asupra activității economice din zona euro, cu potențial de a se propaga cu rapiditate asupra decelerării dinamicii activității economice interne.

Pe baza informațiilor disponibile în acest moment și sub rezerva nivelului neobișnuit de ridicat al incertitudinii, scenariul de bază al proiecției anticipează că pe parcursul anului 2009 cererea agregată își va încetini semnificativ ritmul de creștere, sub presiunea combinată a majorărilor succesive de până acum ale ratei dobânzii de politică monetară, a măsurilor prudențiale adoptate recent de către BNR în scopul temperării creșterii creditării, a sporirii temporare a costurilor împrumuturilor și serviciului datoriei contractate de agenții economici în valută, precum și a constrângerilor generate de criza financiară globală asupra dinamicii creditului. Decelerarea

preconizată a ritmului de creștere a cererii externe din zona euro pentru produsele românești de export urmează să acționeze restrictiv asupra dinamicii activității economice interne și, astfel, asupra excesului de cerere. Se anticipează de asemenea încetinirea creșterii componentelor cererii agregate interne, cu precădere a consumului, având drept efect scăderea ritmului de creștere a importurilor. Aceasta va crea condițiile pentru reducerea controlată a excesului de cerere, proiecția prevăzând eliminarea temporară a acestuia în trimestrele II-III 2009, cu efecte favorabile dezinflației. Ulterior, ritmul activității economice este de așteptat să revină la valori ușor mai ridicate, pe măsura atenuării treptate a constrângerilor generate de criza financiară internațională.

BNR va continua să-și concentreze eforturile asupra direcționării ratei inflației către țintele stabilite, pe fondul unor preocupări sporite pentru asigurarea, în contextul efectelor adverse ale crizei financiare internaționale, a bunei funcționări și a stabilității sistemului financiar. În acest scop, politica monetară își va menține conduita fermă pe întregul interval de prognoză. Aceasta va permite, cu condiția unei cooperări adecvate din partea celorlalte politici macroeconomice și în lipsa unor abateri substanțiale de la coordonatele scenariului de bază, reintrarea inflației în intervalul de variație din jurul țintei în ultima parte a intervalului de prognoză.

Incertitudinile majore referitoare la efectele crizei financiare globale asupra economiei mondiale și a celei naționale au consecințe importante atât asupra configurării scenariului de bază al proiecției, cât și asupra identificării și cuantificării efectelor factorilor de risc considerați ca având cea mai ridicată probabilitate de manifestare în exercițiul curent. Comparativ cu rundele anterioare, intensificarea recentă a crizei financiare internaționale, precum și anticiparea unei persistențe mai ample a efectelor acesteia asupra evoluțiilor economice interne pe un orizont de timp mediu, cresc în proiecția curentă relevanța factorilor de risc asociați evoluțiilor de pe piețele internaționale. O particularitate a rundeii curente de proiecție este identificarea unei balanțe relativ echilibrate a riscurilor de abatere a inflației în sus sau în jos față de traiectoria din scenariul de bază, în timp ce în rundele anterioare contextul macroeconomic specific înclinase balanța cu precădere în favoarea scenariilor ce indicau abateri în sens ascendent de la traiectoria proiectată. Astfel, riscurile asociate evoluțiilor prețurilor petrolului și ale altor materii prime, ale prețurilor administrate și ale celor volatile ale mărfurilor alimentare, precum și riscurile asociate dinamicii cursului de schimb sunt relativ simetric distribuite față de traiectoriile proiectate. O relevanță deosebită este asociată de asemenea unor riscuri asimetrice: pe de o parte, riscurile unei inflații mai mari datorate creșterii semnificativ mai rapide a salariilor reale comparativ cu productivitatea muncii și ale unei politici fiscale mai stimulative; pe de altă parte, riscul unei inflații mai reduse, posibilă în cazul unei scăderi mai rapide decât în scenariul de bază a creșterii economice sub impactul crizei financiare globale.

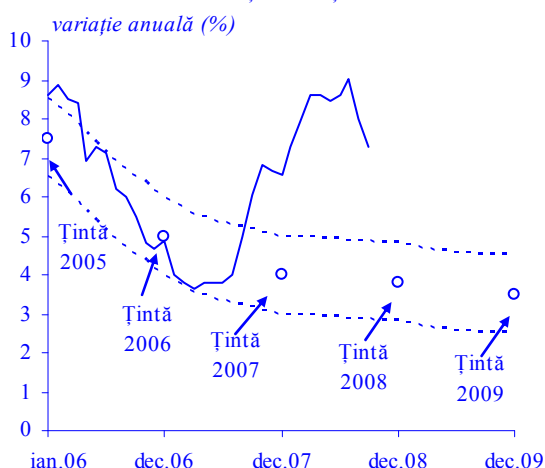
Decizia de politică monetară

Având în vedere noile coordonate ale prognozei pe termen mediu a inflației, precum și multitudinea și natura complexă a incertitudinilor asociate acesteia, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 30 octombrie 2008 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 10,25 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât să reducă rata rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei de la 20 la sută la 18 la sută începând cu perioada de aplicare 24 noiembrie – 23 decembrie 2008. Măsura este menită să contribuie la îmbunătățirea gestionării lichidității în condițiile în care tendința de restrângere progresivă a excedentului de lichiditate din sistemul bancar și, implicit, a poziției de debitor net a băncii centrale – semnalată de BNR începând cu luna aprilie a acestui an – s-a accentuat puternic în ultima perioadă. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea la

nivelul de 40 la sută a ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută ale instituțiilor de credit. Prin aceste măsuri, BNR acționează în mod proactiv pentru consolidarea canalelor tradiționale de transmisie a politicii monetare în scopul asigurării unei finanțări sustenabile a economiei, în condițiile anticipării reducerii ritmului creditării în valută pe măsura extinderii efectelor crizei financiare internaționale. BNR urmărește atingerea obiectivelor pe termen mediu prin realizarea de reduceri sustenabile ale inflației, care pot fi asigurate numai prin evitarea agravării dezechilibrelor macroeconomice și prin menținerea stabilității financiare. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reafirmat necesitatea ca eforturile continue și susținute ale politicii monetare, îndreptate spre temperarea presiunilor inflaționiste ale cererii și ancorarea anticipațiilor inflaționiste, să fie sprijinite printr-o întărire a celorlalte componente ale *mix*-ului de politici macroeconomice, precum și prin accelerarea reformelor structurale.

II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

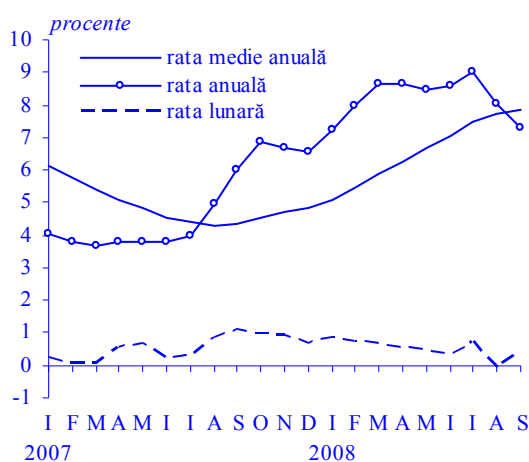
Evoluția inflației



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

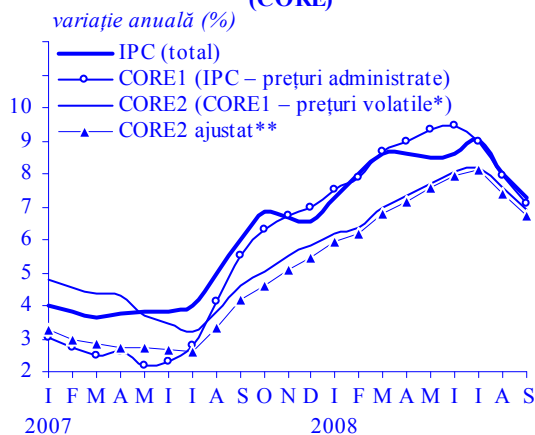
Sursa: INS, calcule BNR

Rata inflației



Sursa: INS

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

După vârful generat în luna iulie de ajustarea prețurilor la energie, rata anuală a inflației s-a plasat pe o traiectorie descendentă pe parcursul trimestrului III 2008; nivelul atins la finele intervalului (7,30 la sută) s-a situat cu 1,31 puncte procentuale sub cel înregistrat în luna iunie, dar a rămas în afara intervalului de variație de ± 1 punct procentual corespunzător țintei de 3,8 la sută stabilite pentru anul curent. Contribuția dominantă a revenit disipării șocului de ofertă care a marcat piața agroalimentară începând cu a doua jumătate a anului 2007, la care s-a adăugat la sfârșitul perioadei efectul de bază favorabil asociat aceluiași fenomen. Mișcări similare s-au produs și la nivelul inflației de bază, variația anuală coborând în luna septembrie la 6,9 la sută. În condițiile menținerii excesului de cerere, influența exercitată asupra prețurilor mărfurilor alimentare de nivelul satisfăcător al producției agricole a reprezentat și în acest caz principalul factor explicativ.

Ajustarea unor prețuri administrate și detensionarea pieței agroalimentare au constituit principalele elemente care au marcat evoluția inflației în trimestrul III 2008. Astfel, ca urmare a majorării prețului energiei electrice cu 4,51 la sută și a prețului gazelor naturale cu 12,53 la sută, dinamica anuală a prețurilor administrate a înregistrat în iulie un salt de 3,8 puncte procentuale comparativ cu luna iunie, ajungând la 9,2 la sută. Presiunile exercitate de această componentă a prețurilor de consum s-au atenuat însă în lunile următoare, impactul creșterii tarifelor pentru serviciile de apă, canal, salubritate și transport urban (exclusiv metroul) fiind anulat de influența benefică exercitată asupra tarifelor telefonice de aprecierea monedei naționale în raport cu euro și de reducerea de către Romtelecom a tarifelor pentru convorbiri interurbane la nivelul celor locale. Cu toate acestea, ritmul anual atins de prețurile administrate în luna septembrie (7,7 la sută) a rămas superior celui din luna iunie (5,4 la sută).

Mișcări de amploare s-au observat în perioada analizată și la nivelul prețurilor volatile, a căror variație anuală s-a redus cu 8,4 puncte procentuale față de luna iunie, până la 7,9 la sută. Contribuția esențială a revenit coborârii prețurilor legumelor și fructelor spre nivelurile din septembrie 2007, în condițiile în care la finele trimestrului II creșterile anuale atingeau 16, respectiv 22 la sută. Menținerea ritmului anual al prețurilor volatile la valori consistent pozitive și chiar superioare mediei s-a datorat grupei combustibililor: +15,1 la sută în termeni anuali în luna septembrie, în ușoară creștere față de luna iunie. De remarcat totuși că, spre deosebire de trimestrele anterioare, intensificarea de ritm nu s-a datorat produselor petroliere, tendința de relaxare vizibilă pe piața

internațională a petrolului începând cu mijlocul lunii iulie fiind preluată rapid de prețurile interne ale carburanților.

Trimestrul III 2008 a marcat întreruperea trendului ascendent descris de inflația de bază CORE2 în intervalul august 2007 – iulie 2008, iar explicațiile se regăsesc și de această dată în evoluția producției agricole vegetale. Fără a avea amplitudinea înregistrată în cazul legumelor și fructelor, decelerări ale ritmurilor de creștere a prețurilor (-1,9 puncte procentuale comparativ cu luna iunie) au intervenit și în cazul alimentelor procesate, fiind localizate totuși la nivelul unui număr restrâns de produse (în principal produse de morărit și panificație și ulei comestibil). Presiuni în creștere s-au conturat însă pe segmentul cărnii și al produselor din carne, producătorii de carne de porc acuzând acumularea de pierderi ca urmare a majorării constante a costurilor de producție (furaje, salarii, utilități) și a concurenței importurilor.

Temperări ale ritmurilor anuale, dar mai puțin pronunțate, au avut loc și în cazul serviciilor libere (-0,5 puncte procentuale, până la 7 la sută), efectul inhibitor al aprecierii monedei naționale față de euro în primele două luni ale intervalului analizat și al apariției unor semnale de slăbire a cererii fiind parțial contracarat de majorarea tarifelor pentru utilități.

Mărfurile nealimentare componente ale inflației de bază CORE2 nu au avut aceeași tendință descrescătoare a dinamicii anuale, nivelul atins în septembrie 2008 (5,1 la sută) fiind similar celui de la sfârșitul trimestrului precedent. Mai mult, variația trimestrială sugerează chiar accelerarea vitezei de creștere a prețurilor pe acest segment, valoarea curentă (1,5 la sută) fiind superioară celei anterioare cu 0,6 puncte procentuale. Deși cea mai mare parte a diferenței este explicată de majorarea accizelor pentru produsele din tutun în luna iulie, nu poate fi ignorată acțiunea altor factori de presiune – cerere în exces, efecte secundare generate de corecția recentă a prețurilor pentru energie electrică și gaze naturale, prețuri externe și costuri unitare cu forța de muncă în creștere. Influențe favorabile asupra CORE2 aferent bunurilor nealimentare au exercitat întărirea leului în raport cu euro și o relativă ameliorare a anticipațiilor inflaționiste, sesizabilă atât în sondajele adresate operatorilor industriali și comerciali, cât și în sondajul destinat analiștilor financiari. De asemenea, au continuat să fie prezente presiunile concurențiale generate de expansiunea formelor moderne de comerț, analizele de profil indicând deschiderea unui număr mai mare de unități în anul curent comparativ cu anul 2007, îndeosebi pe segmentul centrelor comerciale (focalizate pe produse nealimentare).

Similar trimestrelor anterioare, *pattern*-ul de evoluție a prețurilor bunurilor comercializabile a fost imprimat de produsele agroalimentare și de cele petroliere, detensionarea piețelor

Prețuri administrate versus prețuri libere

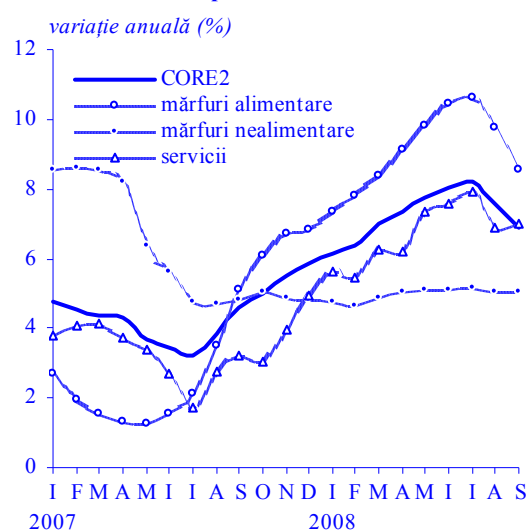
variație anuală (%); sfârșitul perioadei

	2007		2008		
	III	IV	I	II	III
Rata inflației	6,0	6,6	8,6	8,6	7,3
Prețuri administrate*	7,3	5,0	8,5	5,4	7,7
1. Mărfuri nealimentare*:	5,7	0,5	4,2	2,8	8,3
energie electrică	9,0	4,2	4,2	0,0	4,5
energie termică	20,8	5,8	5,9	6,0	6,0
gaze naturale	4,7	0,0	12,4	12,4	26,5
medicamente	-5,7	-6,7	-4,2	-3,5	-1,5
2. Servicii*, din care:	10,2	13,2	16,7	10,4	5,8
apă, canal, salubritate	14,1	12,0	12,0	11,1	12,6
telefonie fixă	-5,1	3,4	10,4	13,3	-0,3
transport de călători					
pe calea ferată	37,2	27,4	16,5	8,1	0,0
transport urban					
(de călători)	6,8	7,5	11,1	9,1	9,1
Prețuri libere (CORE1)	5,5	7,0	8,6	9,5	7,1
CORE2**	4,6	5,8	7,0	8,1	6,9
CORE2 exclusiv tutun					
și băuturi alcoolice	4,2	5,5	6,8	8,0	6,7
tutun și băuturi alcoolice	9,3	10,0	9,0	9,2	8,7

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

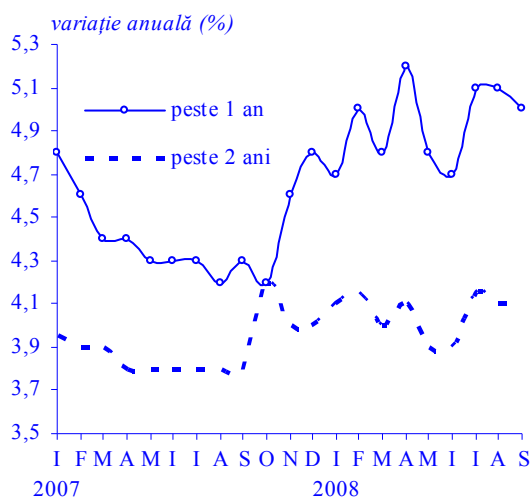
Sursa: INS, calcule BNR

Componentele CORE2

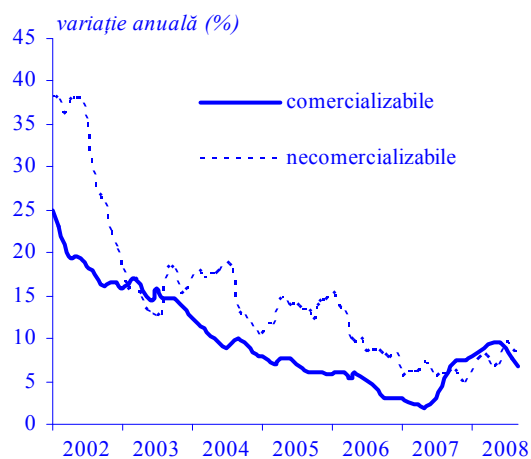


Sursa: INS, calcule BNR

Așteptările inflaționiste ale analiștilor financiari



Prețurile bunurilor comercializabile și necomercializabile



Sursa: EUROSTAT, calcule BNR

respective antrenând reducerea dinamicii anuale cu 2,8 puncte procentuale (până la 6,7 la sută în luna septembrie). La nivelul bunurilor necomercializabile, traiectoria ritmurilor anuale de creștere a prețurilor a continuat să reflecte impactul dominant al prețurilor administrate, vârful atins în luna iulie fiind urmat de decelerări consecutive (până la 8,4 la sută în septembrie).

În pofida efectului asimetric generat de diferențe semnificative în structura coșului de consum, disiparea șocurilor de ofertă care au marcat până la mijlocul anului curent evoluția prețurilor produselor agroalimentare și a celor energetice nu a determinat o restrângere a decalajului dintre media anuală a IAPC din România și cea înregistrată de cele mai performante trei state membre ale UE. Dimpotrivă, persistența evoluțiilor negative la nivelul unora dintre principalii determinanți ai inflației (cerere, salarii, prețuri administrate) a contribuit la lărgirea decalajului cu 0,4 puncte procentuale comparativ cu luna iunie (5,2 puncte procentuale în luna septembrie). La fel de nefavorabilă României rămâne comparația cu media UE27, chiar dacă amplitudinea decalajului și tendința de majorare sunt ușor atenuate (+0,2 puncte procentuale față de iunie, până la 4,2 la sută).

În septembrie 2008, rata anuală efectivă a inflației s-a situat cu 0,4 puncte procentuale sub proiecția prezentată în *Raportul asupra inflației* din luna august. Deviația a fost generată de: (i) inversarea neanticipată a tendinței pronunțat crescătoare a prețului internațional al petrolului, (ii) aprecierea cursului de schimb dincolo de nivelul luat în calcul la realizarea proiecției, dar și de (iii) ușoara subestimare a influenței pozitive a noii recolte agricole asupra prețurilor unor mărfuri alimentare.

III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

În trimestrul II 2008, PIB real s-a majorat cu 9,3 la sută³ – unul dintre cele mai ridicate ritmuri anuale de creștere începând din anul 1999⁴. Rezultatul este superior cu 1,1 puncte procentuale dinamicii consemnate în trimestrul I 2008 și cu numai 0,2 puncte procentuale proiecției benchmark formulate în luna iunie. Creșterea economică a fost susținută în continuare de absorbția internă, însă merită remarcată și estomparea influenței nefavorabile a cererii externe nete. Pe partea ofertei, contribuții la intensificarea dinamicii PIB au revenit tuturor sectoarelor economice.

1.1. Cererea

Similar intervalelor anterioare, în trimestrul II 2008 componenta cea mai dinamică a cererii a fost formarea brută de capital fix, însă atât aceasta, cât și consumul final au înregistrat ușoare încetiniri de ritm. Aceste rezultate, dublate de scăderea puternică a stocurilor de materii prime și produse finite, au condus la decelerarea cu peste 5 puncte procentuale a dinamicii cererii interne (până la 10,7 la sută). În schimb, segmentul extern a înregistrat un aport negativ la creșterea economică de intensitate sensibil inferioară celei din trimestrul I (-3,2 puncte procentuale, față de -10,4 puncte procentuale).

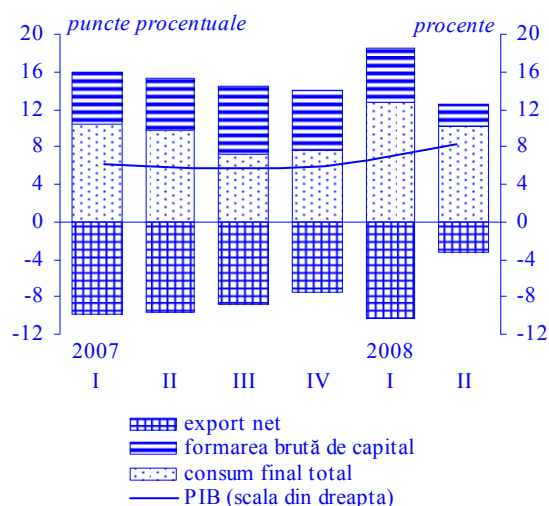
1.1.1. Cererea de consum

Consumul final a continuat să se extindă rapid (11,5 la sută), viteza de creștere micșorându-se însă cu 2 puncte procentuale comparativ cu intervalul precedent – evoluția s-a datorat segmentului privat, în timp ce consumul final guvernamental și-a menținut dinamica anuală la 4,1 la sută.

Cererea de consum a populației

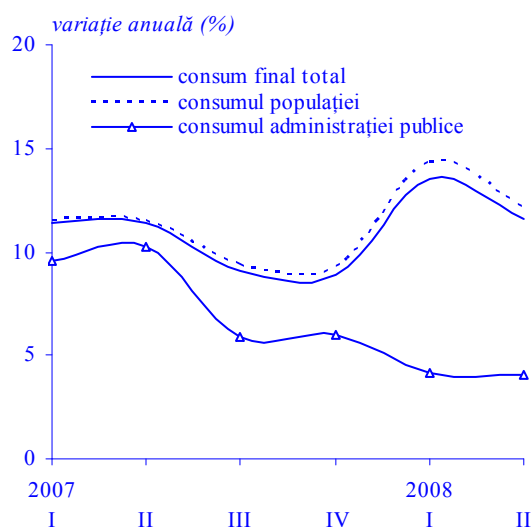
Rata anuală de creștere a consumului final efectiv al populației s-a atenuat cu 2,1 puncte procentuale în comparație cu trimestrul precedent, dar continuă să se situeze pe un palier înalt (12,2 la sută). Analiza pe elemente de cheltuieli relevă faptul că încetinirea de ritm este atribuită în exclusivitate restrângerii cu aproape 20 la sută a volumului cheltuielilor din categoria „alte consumuri”, în timp ce pe celelalte segmente s-au consemnat

Contribuția componentelor cererii la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

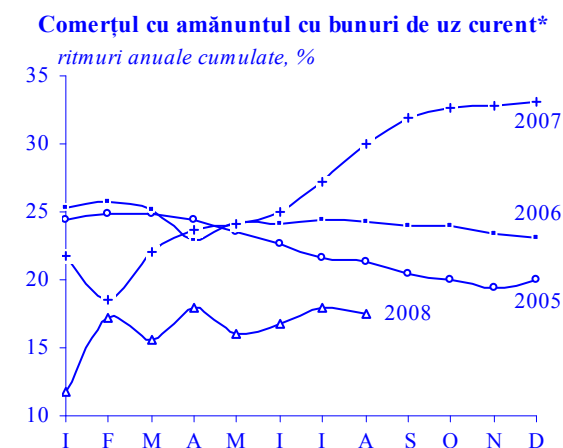
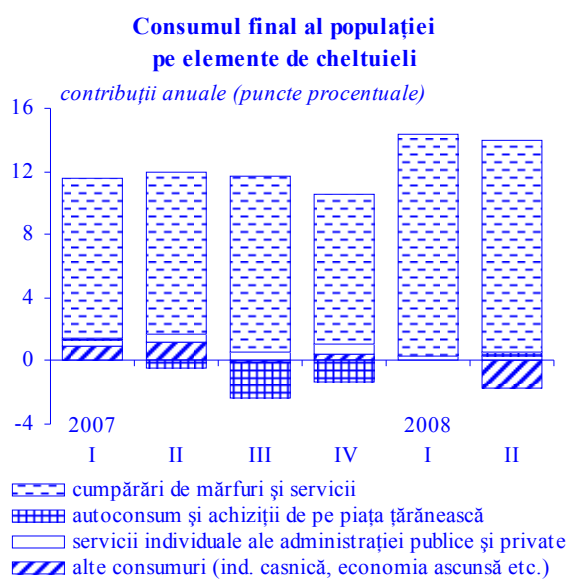
Consumul final efectiv



Sursa: INS

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

⁴ Primul an al seriei de indici anuali de volum ai PIB, cu frecvență trimestrială.



*) volumul cifrei de afaceri pentru comerțul cu amănuntul cu alimente, băuturi, tutun, medicamente și cosmetice, confecții și încălțăminte, carburanți, comerț prin corespondență, automate, standuri în piețe

Sursa: INS, calcule BNR

ușoare accelerări – până la 18,9 la sută pentru „cumpărări de bunuri și servicii”, 3,6 la sută pentru „autoconsum și cumpărări de pe piața țărănească”, în principal pe seama rezultatelor bune obținute la producția agricolă vegetală și 2,4 la sută în cazul cheltuielilor pentru consum individual ale administrației publice și private. Explicații ale contracției suferite de poziția „alte consumuri” sunt dificil de formulat în absența oricăror informații publice cu privire la principalele componente – industria casnică, economia subterană, chiria imputată pentru serviciile de locuință, corecția teritorială⁵. Cu toate acestea, merită menționată posibilitatea majorării considerabile a fluxului negativ aferent „corecției teritoriale” în contextul organizării Summit-ului NATO la București în luna aprilie 2008.

În ceea ce privește potențialul inflaționist al cererii de consum, intensificarea cu 0,9 puncte procentuale a ritmului de creștere a cheltuielilor populației pentru achiziționarea de bunuri și servicii din rețeaua comercială pare să fie însoțită de o sporire a presiunii asupra indicelui prețurilor de consum – analiza pe grupe de mărfuri a volumului cifrei de afaceri înregistrate de operatorii comerciali în trimestrul II relevă faptul că determinante pentru această evoluție au fost vânzările de bunuri de uz curent (dinamica aferentă a câștigat circa 2 puncte procentuale), în condițiile în care această categorie este mai bine reprezentată în coșul de consum al populației comparativ cu bunurile de folosință îndelungată.

Principalele canale de finanțare a consumului final al gospodăriilor populației au continuat să fie reprezentate de:

- (i) venitul disponibil⁶, a cărui dinamică reală a acumulat încă 3 puncte procentuale (apropiindu-se astfel de 20 la sută), influența acestuia asupra cererii de consum fiind accentuată de temperarea înclinației către economisire, așa cum sugerează încetinirea de ritm observată la nivelul depozitelor bancare constituite de populație, îndeosebi pe scadență mai mică de doi ani (+10,8 la sută în trimestrul II, față de +14 la sută în primele trei luni ale anului);
- (ii) resursele împrumutate, având în vedere faptul că, în pofida decelerării cu aproape 8 puncte procentuale față de trimestrul I, rata anuală de creștere a creditului de consum acordat

⁵ Se calculează ca diferență între cheltuielile de consum ale rezidenților în străinătate și cele corespunzătoare consumului nerezidenților în România – potrivit metodologiei ESA95, cele două poziții completează datele din balanța de plăți, asigurând o mai bună estimare a importurilor și respectiv a exporturilor de bunuri și servicii.

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

populației de băncile comerciale s-a menținut deosebit de alertă (58 la sută în termeni reali).

Analiza pe piețe de proveniență relevă plasarea pe trend ascendent a înclinației către bunurile de consum din import⁷, însă nu poate fi ignorată nici revigorarea ofertei interne de bunuri de uz curent și de produse de folosință îndelungată (cu excepția autovehiculelor)⁸. Pe piața auto, componenta autohtonă pare să se confrunte cu o scădere de cotă, o posibilă explicație constând în concurența puternică a mașinilor *second hand*, pe segmentul produselor cu preț moderat⁹.

Cererea de consum guvernamental

Consumul final guvernamental nu și-a modificat rata anuală de creștere față de trimestrul precedent (4,1 la sută), evoluție asociată unor modificări minore ale dinamicii numărului de salariați în sectorul administrației publice.

Evoluții bugetare

Bugetul general consolidat a înregistrat după șase luni de execuție un sold negativ de circa 5 192 milioane lei, reprezentând aproape jumătate din deficitul anual programat¹⁰ și aproximativ 1 la sută din PIB proiectat pentru acest an; valoarea din urmă constituie un record al ultimilor ani, ponderile în PIB ale soldurilor bugetare corespunzătoare primelor semestre ale anilor 2003-2007 fiind cuprinse între -0,9 și +1,1 la sută.

Soldul bugetului general consolidat a devenit negativ în trimestrul II (totalizând circa 5 270 milioane lei), în condițiile în care atât veniturile, cât și cheltuielile bugetare au consemnat reduceri ale dinamicilor anuale¹¹. Acestea au fost mai pregnante pe partea veniturilor (o diminuare până la 13 la sută, de la

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

⁸ După restrângerea semnificativă din trimestrul I, volumul cifrei de afaceri pentru producția destinată pieței interne a consemnat majorări cu 3,4 la sută în cazul bunurilor de uz curent și cu 17,1 la sută în cel al produselor durabile. Aceste ritmuri de creștere au continuat însă să se situeze pe paliere inferioare celor înregistrate de volumul fizic al importurilor – aproximativ 16 la sută pentru bunuri de uz curent și respectiv 18,1-27,5 la sută pe principalele categorii de bunuri de folosință îndelungată identificabile pe baza Nomenclatorului Combinat.

⁹ Ritmul anual de creștere a volumului cifrei de afaceri aferente industriei mijloacelor de transport rutier și-a inversat semnul (-5,7 la sută, față de +10,4 la sută în trimestrul I), în timp ce dinamica volumului fizic al importurilor a fost din nou pozitivă (11,8 la sută), deși în scădere față de prima parte a anului.

¹⁰ Acesta a fost menținut la 2,3 la sută din PIB la rectificările bugetare efectuate în lunile iulie și septembrie.

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

44 la sută în trimestrul precedent¹²), unde s-au înregistrat scăderi de ritm în cazul încasărilor din taxa pe valoarea adăugată, accize, impozite și taxe pe proprietate; excepție au făcut veniturile din impozitul pe profit, al căror ritm de creștere a sporit de la 12 la sută în primul trimestru la 21 la sută. La rândul ei, scăderea dinamicii anuale a cheltuielilor bugetare (cu 14 puncte procentuale, până la 27 la sută) a reflectat ritmurile negative de creștere consemnate de plățile de dobânzi aferente datoriei publice și de subvenții, precum și reducerea dinamicii majorității categoriilor de cheltuieli; excepție au făcut doar transferurile pentru asistență socială și cele care includ plata contribuției României la UE, ale căror dinamici anuale au sporit până la 33, respectiv 50 la sută (de la 26, respectiv 36 la sută în trimestrul I).

Similar anilor precedenți, în iulie bugetul general consolidat a înregistrat un excedent lunar (0,5 la sută din PIB), a cărui magnitudine a fost însă inferioară celei din perioada corespunzătoare a anului 2007 (0,7 la sută din PIB); astfel, deficitul bugetului general consolidat cumulat pe primele șapte luni s-a restrâns la 0,6 la sută din PIB proiectat pentru acest an. Datele preliminare referitoare la execuția bugetară din luna august sugerează o posibilă reaccentuare în acest interval a relaxării fiscale, deficitul bugetului general consolidat cumulat pe primele opt luni ale anului revenind în proximitatea valorii de 1 la sută din PIB.

În lunile iulie și septembrie au avut loc a doua, respectiv a treia rectificare bugetară din acest an; în ambele cazuri, a fost majorat atât volumul veniturilor, cât și cel al cheltuielilor publice, nivelul programat al deficitului bugetului general consolidat rămânând însă la nivelul de 2,3 la sută din PIB. Concomitent, valoarea proiectată a PIB a fost crescută succesiv de la 440 miliarde lei la 475 miliarde lei, respectiv 505 miliarde lei. Dacă în cazul primei rectificări, cea mai mare parte a fondurilor suplimentare a fost îndreptată către investiții în infrastructura de transport, la cea de-a doua, acestea au fost destinate cu predilecție finanțării unor cheltuieli curente (pensii majorate, drepturi salariale câștigate prin sentințe judecătorești și alte prestații sociale).

1.1.2. Cererea de investiții

Datele statistice provizorii pentru perioada analizată semnaleză menținerea traiectoriei puternic ascendente a formării brute de capital fix, avansul de 30 la sută conducând la cea mai ridicată contribuție la dinamica PIB înregistrată de componenta investițională la nivelul trimestrului II (8,6 puncte procentuale), începând din anul 1999.

¹² Nivelul ridicat din trimestrul I încorporează efectul de bază favorabil manifestat la nivelul încasărilor din taxa pe valoarea adăugată, produs ca urmare a schimbării modului de colectare în prima parte a anului 2007.

Expansiunea acestui segment a fost din nou atribuită ambelor grupe principale de cheltuieli: (i) volumul lucrărilor de construcții s-a majorat cu 34,8 la sută în cazul obiectivelor noi și cu 29,1 la sută în cel al reparațiilor capitale, iar (ii) achizițiile de utilaje (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții) au înregistrat în continuare un ritm de creștere considerabil (23,8 la sută), chiar dacă în scădere cu aproape 11 puncte procentuale față de intervalul anterior.

Amplificarea acumulărilor de capital a fost în continuare finanțată de veniturile proprii ale companiilor și ale populației, la care s-au adăugat fonduri substanțiale alocate de la bugetul public în vederea realizării unor proiecte de investiții. Pe o traiectorie ascendentă s-au plasat și resursele împrumutate: (i) creditele imobiliare acordate de băncile comerciale din țară și-au continuat expansiunea (rată anuală de creștere de peste 70 la sută¹³), iar creditele pentru echipamente s-au majorat cu 16,7 la sută – ritm inferior celui din trimestrul I; (ii) la nivelul semestrului I, piața locală de leasing a depășit cu 36 la sută dimensiunea înregistrată în aceeași perioadă a anului anterior, acest tip de finanțare fiind destinat în principal achizițiilor de autovehicule (în structură, vehiculele comerciale reprezintă aproape jumătate din valoarea totală a contractelor pe sectorul „leasing auto”) și de echipamente (mai ales pentru construcții).

În ceea ce privește resursele financiare din exterior¹⁴, contribuția acestora la finanțarea proiectelor de investiții a continuat să se atenueze, traiectoria fiind sugerată, pe de o parte, de scăderea de 2,7 ori a dinamicii anuale aferente creditelor nete pe termen mediu și lung acordate sectorului neguvernamental nebanca (până la +49,7 la sută în trimestrul II), iar pe de altă parte de menținerea trendului descendent al fluxurilor nete sub forma investițiilor străine directe efectuate de nerezidenți, chiar dacă în trimestrul II se observă o temperare a acestuia comparativ cu intervalul precedent (de la -21,8 la sută la -8,5 la sută), atribuită în esență încasării veniturilor din privatizarea companiei S.C. Electrica S.A. Muntenia Sud.

Din perspectiva piețelor de proveniență, intensificări de ritm au fost înregistrate atât în cazul importurilor (grupa de mașini și aparate mecanice și electrice)⁵, cât mai ales în cel al ofertei autohtone de bunuri de capital (dinamica aferentă volumului cifrei de afaceri corespunzătoare producției acestui subsector industrial s-a majorat de circa 9 ori), astfel încât cele două segmente de piață s-au extins cu viteză similară (11-12 la sută).

¹³ Variații în termeni reali, calculate pe baza datelor furnizate de Centrala Riscurilor Bancare.

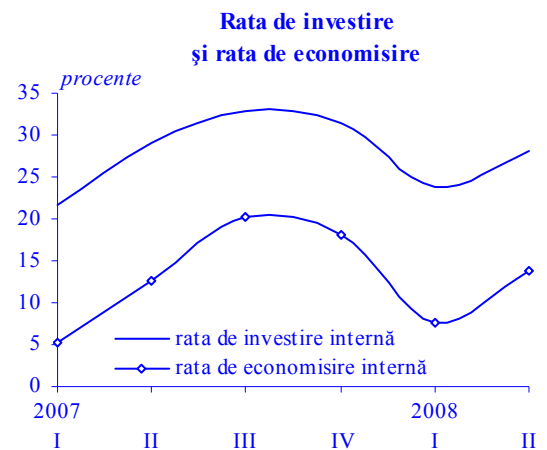
¹⁴ Calcule pe baza datelor din bilanța de plăți; ritmuri medii pe ultimele patru trimestre (*rolling basis*).

Investiții realizate

	Anii	variație anuală (%)			
		I	II	III	IV
Total	2007	22,8	28,3	31,9	29,5
	2008	34,9	30,0		
- lucrări de construcții noi	2007	27,9	32,8	38,9	26,4
	2008	32,5	34,8		
- utilaje	2007	19,0	22,7	25,3	32,1
	2008	35,5	23,8		
- alte cheltuieli*	2007	20,3	48,5	24,3	29,8
	2008	49,1	45,2		

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

Sursa: INS

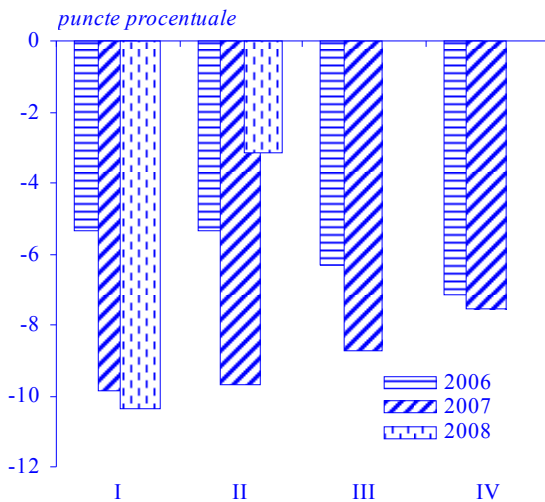


Notă: Rata de investire internă este calculată ca raport între formarea brută de capital și PIB, iar rata de economisire internă este calculată ca diferență între PIB și consum final, raportată la PIB.

Sursa: INS, calcule BNR

În pofida menținerii ridicate a dinamicii investițiilor, formarea brută de capital a marcat o reducere severă a ratei anuale de creștere, până la 8,2 la sută, nivelul reprezentând mai puțin de o treime din cel înregistrat în intervalul precedent, dar și din media perioadei 2006-2007. Rezultatul s-a datorat variației puternic negative a stocurilor – o posibilă explicație constă în restrângerea rezervelor de materii prime și produse alimentare, ca urmare a producției agricole slabe înregistrate în anul 2007, însă nu trebuie ignorat faptul că această poziție se determină în mod rezidual.

Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB



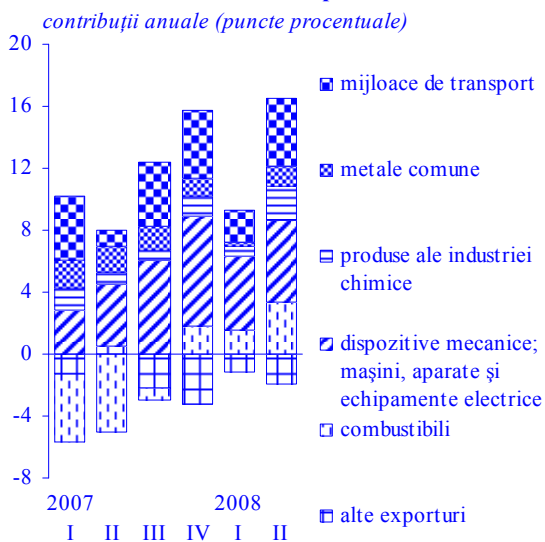
Sursa: INS, calcule BNR

1.1.3. Cererea externă netă

În ceea ce privește evoluția cererii externe de bunuri și servicii, datele preliminare de conturi naționale pentru trimestrul II indică un ecart pozitiv între ritmul exporturilor și cel al importurilor. Un asemenea rezultat nu s-a mai înregistrat din trimestrul IV 2002 și este atribuit atât dinamizării volumului livrărilor externe (până la 26,9 la sută), cât mai ales frânării ratei de creștere a importurilor (de la 35,2 la sută la 24,4 la sută).

De precizat însă că decelerarea de ritm observată în acest din urmă caz ar putea fi supradimensionată, variația de volum din trimestrul I fiind majorată artificial de ipoteza scăderii cu peste 6 la sută a prețurilor la importurile de bunuri și servicii pentru trimestrul I, infirmată de indicii valorii unitare în comerțul internațional (publicații ulterioare) și de traiectoria cursului de schimb (deprecieri nominală a monedei naționale)¹⁵.

Volumul fizic al exporturilor



Sursa: INS, calcule BNR

În urma deflatației cu IVU a celor două componente ale balanței comerciale, ecartul de ritm rămâne favorabil exporturilor, însă nivelurile sunt sensibil inferioare celor estimate în cadrul conturilor naționale (14,6 la sută, respectiv 12,6 la sută).

Comparativ cu trimestrul I, volumul fizic al exporturilor de bunuri și-a accelerat cu 6,5 puncte procentuale dinamica anuală, principalele contribuții revenind grupelor „mașini și echipamente mecanice și electrice”, „mijloace de transport” și „produse minerale” (ritmuri cuprinse între 23,7 la sută și 56,3 la sută). La extremitatea opusă s-au plasat din nou exporturile de produse ale industriei ușoare, al căror volum s-a diminuat cu peste 10 la sută, în condițiile în care efectul benefic indus de întreruperea creșterii costului unitar cu forța de muncă asupra prețurilor de producție din industria confecțiilor, a pielăriei și încălțăminteii nu poate încă asigura un nivel satisfăcător al competitivității externe.

¹⁵ Întrucât indicii valorii unitare în comerțul internațional (IVU) nu sunt disponibili la data publicării versiunii preliminare de conturi naționale trimestriale, calculul variațiilor de volum aferente exporturilor și importurilor de bunuri și servicii se bazează pe estimări ale deflatorilor.

O intensificare de ritm, dar de mai mică amplitudine, a consemnat și volumul fizic al importurilor, pe fondul presiunii exercitate de cererea de consum și de investiții, dar și al amplificării consumurilor intermediare destinate producției de export. Viteza de creștere continuă însă să se situeze la mai puțin de jumătate din nivelul mediu al anului 2007, în principal pe seama efectului de bază asociat momentului 1 ianuarie 2007, constând în simplificarea formalităților vamale și modificarea tehnicii de înregistrare a importurilor din UE – la trecerea frontierei, și nu la punerea în liberă circulație (cum se proceda anterior aderării).

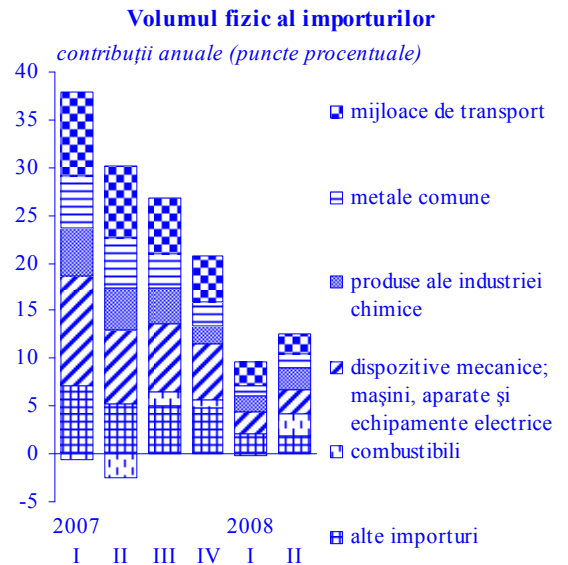
1.2. Oferta

În trimestrul II, accelerarea dinamicii PIB a fost susținută de toate sectoarele economice.

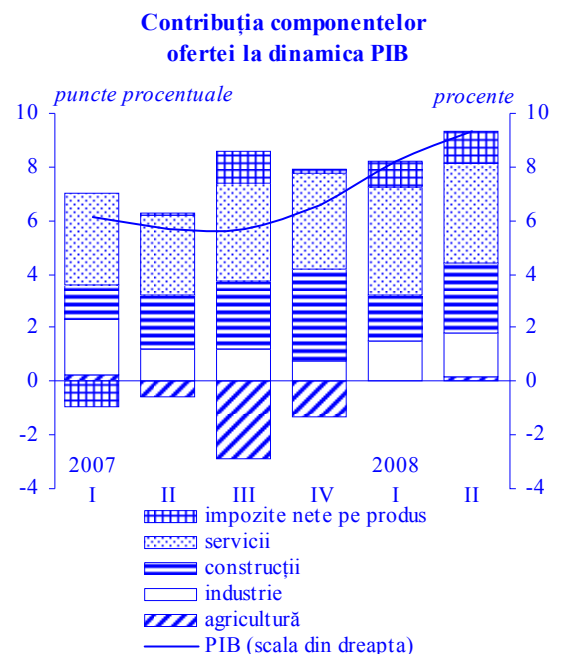
În industrie, valoarea adăugată brută s-a majorat cu 6,1 la sută (+0,7 puncte procentuale față de trimestrul I). Rezultatul s-a datorat dinamizării producției din industria prelucrătoare și cea energetică, în timp ce activitatea extractivă și-a restrâns din nou volumul, ca urmare a scăderii resurselor naturale și a întreruperilor tehnologice asociate programului de modernizare. Pe segmentul prelucrător, cele mai alerte rate de creștere au fost înregistrate în: (i) industria alimentară, pe fondul consolidării capacităților de producție; (ii) industria chimică, majorarea de aproape 4 ori a dinamicii anuale față de intervalul anterior datorându-se atât unei cauze interne (trimestrul II a constituit ultima perioadă în care producătorii de îngrășăminte au mai beneficiat de avantajul prețului redus la gazele naturale¹⁶), cât și conjuncturii externe favorabile asociate restrângerii ofertei mondiale de îngrășăminte, ca urmare a înăsprii măsurilor protecționiste adoptate de China la export; (iii) industria de prelucrare a țiteiului, dinamica anuală ridicată a volumului producției fiind atribuită, alături de contextul internațional avantajos, unui efect de bază¹⁷.

Pentru al șaselea trimestru consecutiv, ritmul anual de creștere a valorii adăugate brute în construcții a depășit 30 la sută, performanță susținută de toate segmentele (construcții rezidențiale, nerezidențiale și ingineresti). În consecință, acest sector economic a surclasat din nou industria în privința contribuției la dinamica PIB (2,6 puncte procentuale, față de 1,6 puncte procentuale).

Valoarea adăugată brută din agricultură a crescut cu 3,7 la sută, în principal pe seama rezultatelor satisfăcătoare obținute pe segmentul vegetal și creșterii producției de lapte. Nu trebuie totuși ignorat nici efectul de bază asociat secetei prelungite din anul



Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

¹⁶ Acordul încheiat cu Romgaz prin care producătorii utilizau gaz metan la preț preferențial a expirat la finele lunii iunie 2008.

¹⁷ Revizia Arpechim din aprilie 2007.

anterior, care a determinat comprimarea cu 10 la sută a valorii adăugate brute în trimestrul II 2007.

Sectorul serviciilor s-a extins cu un ritm anual similar celui din trimestrul I 2008 (7,6 la sută¹⁸), dinamica cea mai alertă fiind înregistrată din nou de segmentul „comerț, reparații, HoReCa, transporturi și telecomunicații” (9,7 la sută). Celelalte două componente ale acestui sector, respectiv „activități financiare, imobiliare, închirieri și servicii pentru întreprinderi” și „alte servicii”, au consemnat uşoare accelerări de ritm față de intervalul precedent, până la 6,5 la sută și respectiv 4,5 la sută.

2. Piața muncii

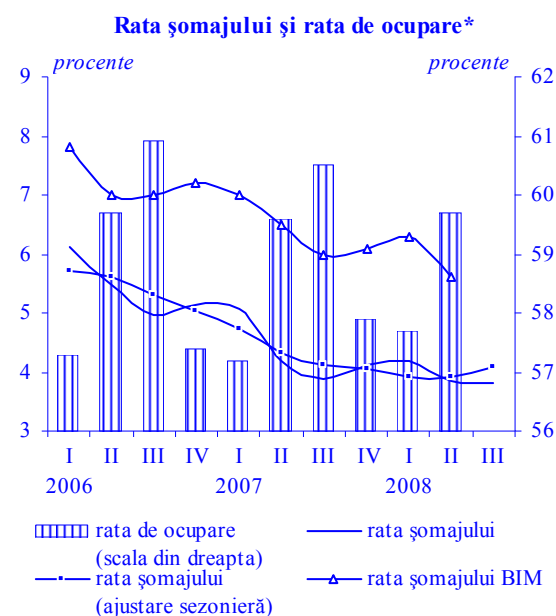
În perioada iunie-august 2008 piața muncii și-a păstrat caracterul încordat, iar relativa relaxare a ofertei de forță de muncă sugerată de dublarea numărului de absolvenți de învățământ superior nu s-a manifestat. Ritmurile de creștere a câștigurilor salariale au rămas importante, generând, prin asociere cu diminuarea dinamicii productivității muncii, o deteriorare suplimentară a costurilor unitare cu forța de muncă. Cu toate acestea, decalajul negativ dintre dinamica acestora și cea a prețurilor producției industriale sugerează că, pe ansamblul sectorului industrial, presiunile au putut fi absorbite fără diminuarea marjei de profit; analiza în structură indică totuși acumularea unor tensiuni în sectoarele producătoare de bunuri intermediare și de capital.

2.1. Forța de muncă

Rata șomajului înregistrat (ajustată sezonier) s-a majorat la 4 la sută în perioada iunie-august (față de 3,9 la sută în intervalul ianuarie-mai), mișcarea fiind însă de prea mică amplitudine pentru a fi considerată un indiciu al relaxării pieței muncii. Suplimentar, rata șomajului BIM a coborât în trimestrul II 2008 la cel mai scăzut nivel consemnat după schimbarea metodologiei în 2002 (5,6 la sută), deși ieșirea din șomaj nu pare a se fi datorat angajării, rata de ocupare a populației în vârstă de muncă fiind similară celei din trimestrul II 2007 (59,7 la sută); o posibilă explicație o reprezintă transferul de șomeri în categoria populației inactive prin pensionare, înscrierea într-o formă de învățământ sau migrația în străinătate¹⁹.

¹⁸ Calcule BNR, constând în agregarea indicilor de volum aferenți celor trei segmente ale sectorului „servicii”, și anume: (i) comerț, reparații auto și articole casnice, hoteluri și restaurante, transporturi și telecomunicații; (ii) activități financiare, imobiliare, închirieri și servicii pentru întreprinderi; (iii) alte servicii (administrație publică și apărare, învățământ, sănătate, asistență socială, alte servicii prestate populației).

¹⁹ O mișcare similară s-a consemnat și în trimestrul I, când numărul pensionarilor a crescut cu 150,8 mii persoane față de aceeași perioadă din anul anterior și cu 96 mii persoane față de trimestrul IV 2007.



*) pentru populația în vârstă de muncă (15-64 ani)

Sursa: INS, calcule BNR

O relativă îmbunătățire a ofertei de forță de muncă, asociată dublării numărului de absolvenți de învățământ superior²⁰, nu a fost surprinsă încă de datele ANOFM, posibil din cauza timpului prea scurt de la absolvire sau a recrutării realizate direct de angajator, în condițiile în care organizarea de târguri de locuri de muncă dedicate studenților sau tinerilor absolvenți a luat amploare.

Din perspectiva cererii de forță de muncă, sursele statistice continuă să ofere imagini diferite. În concordanță cu expansiunea economică din trimestrul II 2008, datele INS indică majorarea numărului de salariați din economie cu aproximativ 84 mii persoane față de perioada iunie-august 2007 (susținută cu precădere de construcții și unele categorii de servicii), în timp ce numărul de locuri de muncă vacante și cel de angajări raportate de ANOFM continuă să se reducă în comparație cu perioada similară din anul anterior. Aceste evoluții sugerează efortul tot mai intens al angajatorilor de a recruta direct forță de muncă sau de a valorifica tot mai mult resursele umane deja existente (în sensul dezvoltării profesionale a angajaților sau al recalificării lor).

2.2. Venituri

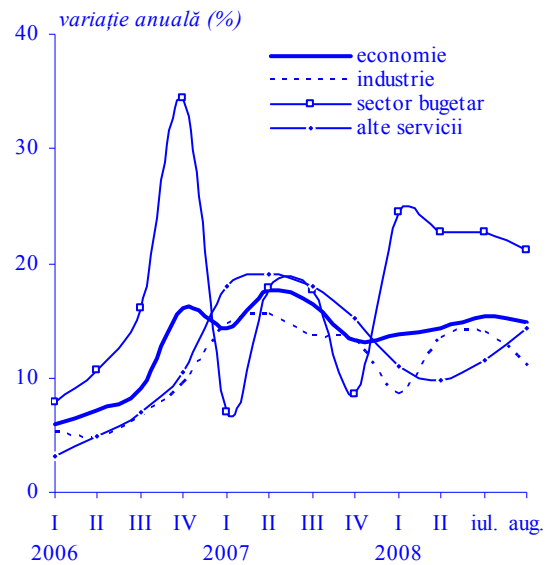
În absența oricărui indiciu de atenuare a tensiunilor acumulate în ultimii ani pe piața muncii, salariul mediu net a continuat să înregistreze și în intervalul iunie-august ritmuri de creștere semnificative: 24,7 la sută în termeni anuali, nivel superior cu 1,3 puncte procentuale mediei primelor cinci luni ale anului. În același sens au acționat reducerea contribuțiilor sociale plătite de angajat cu 1 punct procentual, dar și manifestarea mai pronunțată a unor influențe sezoniere (prime de vacanță, cerere de forță de muncă mai mare în agricultură, construcții, servicii de piață).

Similar perioadei anterioare, se remarcă diferența notabilă de dinamică (9-13 puncte procentuale) între sectorul preponderent privat (industrie, construcții, servicii nebugetare) și sectorul bugetar, care a continuat să înregistreze majorări ale salariului net de peste 30 la sută în termeni anuali; o acțiune stimulativă a avut în acest interval acordarea primelor de vacanță pentru funcționarii publici și a primelor de stabilitate pentru personalul contractual din unitățile sanitare publice.

Suprapuse unei diminuări a câștigurilor de productivitate, noile majorări salariale au condus la deteriorarea suplimentară a costului unitar cu forța de muncă în industrie (+5,6 puncte procentuale în iunie-august 2008 față de ianuarie-mai), în condițiile în care

²⁰ Reducerea duratei studiilor universitare de la 4 la 3 ani a făcut ca două promoții de studenți să își finalizeze studiile în același an. Potrivit unor estimări ale unor companii de recrutare de personal, numărul absolvenților ar putea depăși 250 mii persoane în 2008.

Salariul net real*



*) deflatat cu IPC

Sursa: INS, calcule BNR

Productivitatea muncii și salariul brut real în industrie

	variație anuală (%)						
	2007			2008			
	II	III	IV	I	II	iul.	aug.
Productivitatea muncii	8,9	9,4	8,6	8,8	10,3	8,8	2,2
Salariul mediu brut real*	12,4	13,2	12,3	4,5	7,7	5,4	0,7
Salariul mediu brut real**	16,5	17,1	12,4	-0,02	0,38	-2,9	-3,4

*) deflatat cu indicele prețurilor producției industriale pentru piața internă

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

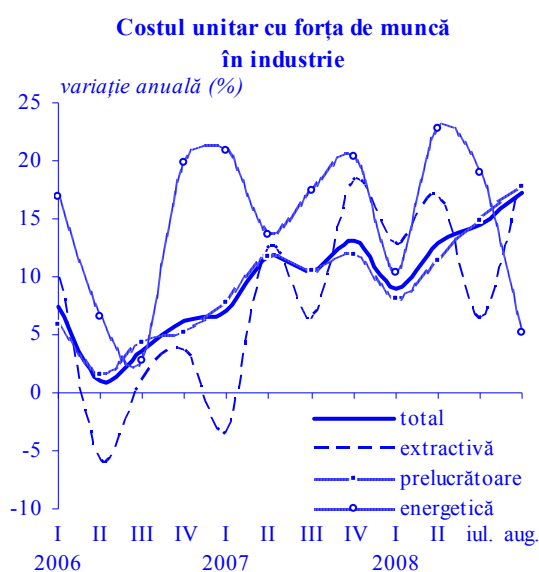
Sursa: INS, calcule BNR

ritmurile anuale de creștere a acestuia se plasau deja la valori consistent pozitive. În absența unor constrângeri concurențiale, presiunile exercitate de costurile cu forța de muncă au putut fi absorbite fără afectarea marjelor de profit, dinamica prețurilor de producție (19,9 la sută) situându-se în continuare peste cea consemnată de ULC (15,8 la sută). De remarcat menținerea ecartului dintre cei doi indicatori (4,9 puncte procentuale în primele cinci luni ale anului și, respectiv, 4,1 puncte procentuale în lunile iunie-august), amplitudinea redusă a modificării acestuia sugerând persistența presiunilor din partea prețurilor materiilor prime și preponderența acestor elemente de cost în explicarea evoluției prețurilor de producție în ultimele trei trimestre.

Înrăutățiri ale dinamicii ULC au avut loc în majoritatea ramurilor producătoare de bunuri de consum, cele mai severe modificări (20-25 puncte procentuale) înregistrându-se în industria textilă, industria tutunului și cea de prelucrare a țiteiului. În ultimele două cazuri, motivațiile sunt de natură preponderent conjuncturală – acordarea primelor de vacanță, revizia tehnologică desfășurată la una dintre principalele rafinării (cu impact asupra evoluției indicatorului de productivitate), acordarea de plăți compensatorii personalului disponibilizat. Fără a avea aceeași amplitudine, evoluții nefavorabile în variația ULC (+5,1 puncte procentuale, până la 19,1 la sută) s-au produs și în industria alimentară, preluarea acestora în prețurile de producție fiind încă facilitată de cererea robustă.

Ritmuri anuale pronunțat pozitive ale ULC – uneori chiar în creștere comparativ cu intervalul ianuarie-mai – s-au înregistrat și în ramuri producătoare de bunuri intermediare (prelucrarea lemnului, celuloză și hârtie, prelucrarea cauciucului și a maselor plastice) și de capital (mașini și aparate electrice, alte mijloace de transport). Spre deosebire de ramurile din sectorul bunurilor de consum, favorizate de persistența excesului de cerere, niciuna dintre industriile menționate nu a putut absorbi integral în prețuri majorarea costurilor cu forța de muncă, indicii ULC supraunitari sugerând acumularea unui potențial inflaționist care ar putea greva comportamentul viitor al acestora.

Pe partea cererii, datele statistice referitoare la trimestrul II 2008 reconfirmă valorile ridicate atinse de dinamica anuală a venitului disponibil în prima parte a anului (+19,5 la sută în termeni reali, aproape exclusiv pe seama veniturilor din salarii și a transferurilor sociale), relevând chiar accentuarea riscului inflaționist atașat unei asemenea evoluții. Deși a avut loc o ușoară temperare a ritmului de creștere a venitului disponibil (până la 18,7 la sută), lunile iulie-august nu modifică esențial tabloul de ansamblu.



Sursa: INS, calcule BNR

3. Prețurile de import și prețurile de producție

În trimestrul II 2008, presiunile inflaționiste exercitate de prețurile de import și de prețurile producției industriale s-au amplificat, contribuția decisivă revenind bunurilor energetice și celor de consum. În ceea ce privește prețurile agricole, s-au observat tensiuni în creștere pe segmentul produselor de origine animală, contracarate la nivel agregat de decelerarea înregistrată de componenta vegetală. Pentru trimestrul III 2008 nu se conturează inversări de tendință, deși este posibilă o aplatizare a curbei ascendente descrise în ultimele intervale de dinamica prețurilor în cazul bunurilor de import și al celor industriale autohtone.

3.1. Prețurile de import

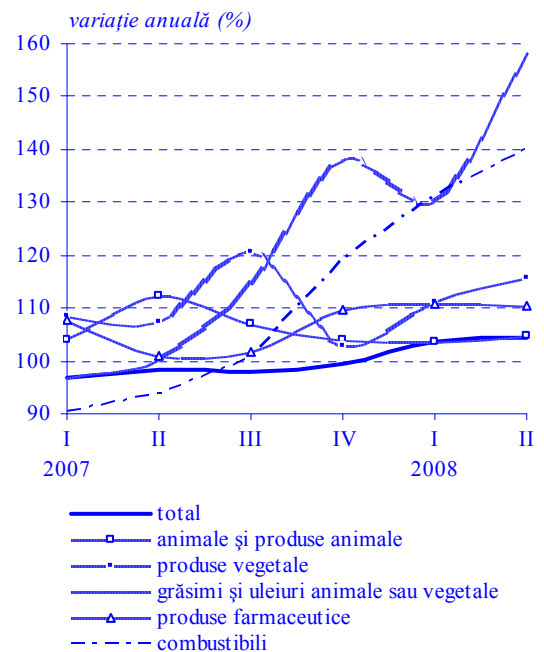
Impactul nefavorabil al inflației importate asupra dinamicii prețurilor interne s-a accentuat în trimestrul II 2008, în acest sens acționând atât accelerarea de ritm consemnată de indicele anual al valorii unitare a importurilor (104,2 la sută, față de 103,9 la sută în trimestrul I 2008), cât și deteriorarea suplimentară a poziției monedei naționale (depreciere anuală în raport cu euro de 10,1 la sută, în creștere de la 8,3 la sută în primele trei luni ale anului)²¹.

Similar intervalului anterior, presiunile au fost sensibil mai mari pe segmentul bunurilor alimentare și al celor energetice, indicii anuali corespunzători acestor grupe variind între 104,8 la sută și 157,8 la sută; suplimentar, accelerări de ritm s-au observat și în cazul altor bunuri de consum (îmbrăcăminte, detergenți). De altfel, grupele de produse importate cu variații anuale ale valorilor unitare superioare mediei aparțin în întregime acestei categorii.

În cadrul mărfurilor cu destinație industrială, un plus important în dinamica prețurilor externe (+5,7 puncte procentuale) a consemnat grupa „metale comune”, impactul asupra prețurilor de producție din ramurile de prelucrare a metalelor fiind deja vizibil în intervalul analizat²².

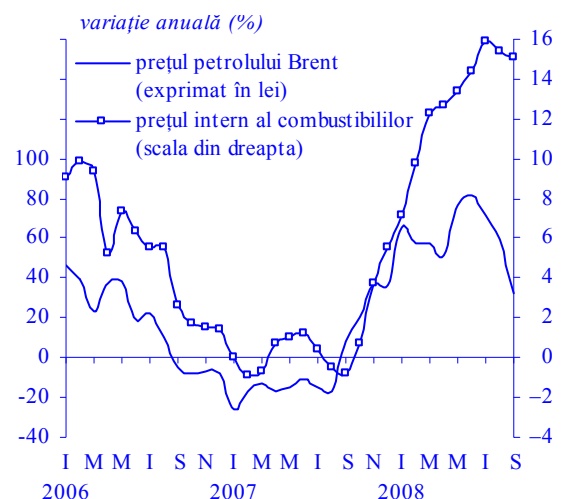
Evoluții favorabile au continuat să se înregistreze în cazul bunurilor de capital și al mijloacelor de transport, unde ritmul anual de creștere a prețurilor externe s-a menținut negativ sau s-a atenuat comparativ cu perioadele anterioare (interval de variație cuprins între -10,6 și +0,9 la sută).

Principalele surse de presiune la nivelul valorii unitare a importurilor



Sursa: INS, calcule BNR

Prețul petrolului și prețul intern al combustibililor



Sursa: INS, AIE, calcule BNR

²¹ În raport cu dolarul SUA s-a înregistrat în continuare apreciere în termeni anuali, însă amplitudinea acesteia a scăzut de la 4,9 la sută la 4,2 la sută.

²² A se vedea subsecțiunea 3.2.1. Prețurile producției industriale.

Pentru trimestrul III 2008, este previzibilă o inversare a tendințelor manifestate pe piețele externe în prima jumătate a anului (cu excepția metalelor), un aport suplimentar revenind în continuare temperării cererii de bunuri industriale, cu impact atât asupra prețurilor materiilor prime, cât și a politicilor de preț ale producătorilor. Din perspectiva cursului de schimb, influențele rămân nefavorabile, în condițiile schimbării de sens consemnate în cazul cursului de schimb leu/dolar SUA și ale atenuării marginale a deprecierei monedei naționale față de euro.

3.2. Prețurile de producție

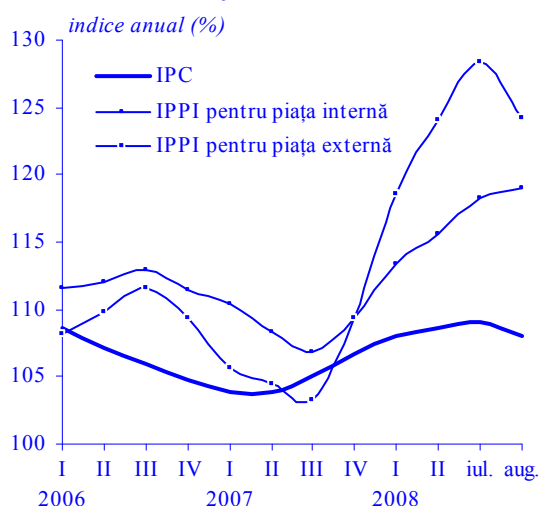
3.2.1. Prețurile producției industriale

Trimestrul II 2008 a continuat tendința pronunțat ascendentă care a marcat evoluția dinamicii anuale a prețurilor producției industriale în ultimele 2 trimestre (+2,2 puncte procentuale față de intervalul precedent, până la 15,6 la sută). Și de această dată traiectoria a fost imprimată de sectorul prelucrător, tensiunile manifeste pe acest segment (variație anuală de 18,4 la sută, superioară cu încă 4,2 puncte procentuale nivelului anterior) contracarând influența favorabilă a decelerării ritmurilor din industria extractivă și din cea energetică.

Aceste ultime evoluții – rezultat al unui efect de bază – au contribuit, de altfel, și la aplatizarea curbei ascendente descrise de rata anuală a prețurilor bunurilor energetice (17,2 la sută, în creștere cu mai puțin de 1 punct procentual), cărora le revenise anterior cea mai consistentă contribuție la accelerarea dinamicii prețurilor de producție. O relativă încetinire a ritmului de creștere a prețurilor, vizibilă de această dată la nivelul evoluțiilor curente, a intervenit și în industria de prelucrare a țiteiului (variație medie lunară în scădere de la 3,3 la 2,9 la sută); în contextul exacerbării tensiunilor pe piața internațională a petrolului, explicații posibile pentru lipsa de reacție a prețurilor de producție interne oferă apelul în creștere la resursele interne și, posibil, reducerea marjelor de profit ale producătorilor.

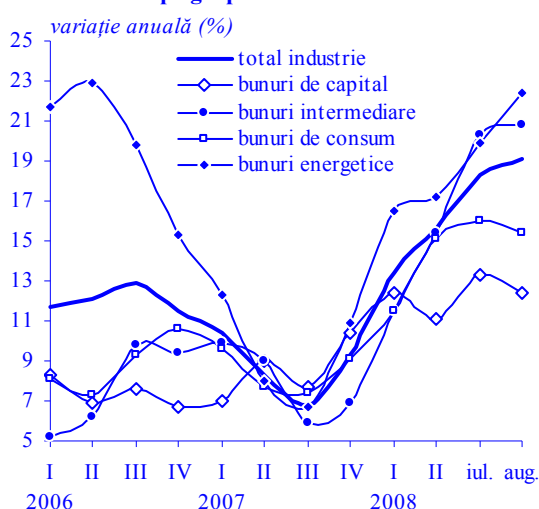
Plusuri de dinamică de aproape 4 puncte procentuale s-au consemnat pe segmentul bunurilor intermediare și al celor de uz curent (până la circa 15,5 la sută), influența dominantă revenind, în ambele cazuri, evoluțiilor negative în planul costurilor materiale. Astfel, scumpirea metalelor și escaladarea prețurilor produselor energetice au generat majorarea consistentă a ritmului de creștere a prețurilor de producție în industria metalurgică, industria construcțiilor metalice, chimie, cauciuc și mase plastice, în timp ce persistența deficitului de materii prime agricole a adăugat încă 5,4 puncte procentuale vitezei de creștere a prețurilor din industria alimentară (până la 20,7 la sută comparativ cu perioada similară din anul 2007).

Prețurile producției industriale și de consum



Sursa: INS

Prețurile producției industriale pentru piața internă pe grupe de bunuri industriale



Sursa: INS, Eurostat

Reflectând, de asemenea, evoluția prețului metalelor, dar și existența unei cereri în continuare robuste, prețurile bunurilor de folosință îndelungată și-au accelerat rata de creștere la 10,8 la sută (+2,3 puncte procentuale față de trimestrul I).

Bunurile de capital au reprezentat singura categorie pentru care s-au înregistrat scăderi ale ritmului anual de creștere a prețurilor de producție comparativ cu media primelor trei luni ale anului: -1,3 puncte procentuale, până la 11,1 la sută. Evoluția nu pare a indica însă o schimbare de tendință, decurgând mai degrabă din manifestarea unui efect de bază; de altfel, dinamica anuală din luna iulie (13,3 la sută) depășește cu mult valorile consemnate în ultimii cinci ani (în bună măsură, datorită saltului consemnat în industria mijloacelor de transport rutier, asociat îmbunătățirilor calitative aduse de Dacia Renault gamei sale de produse).

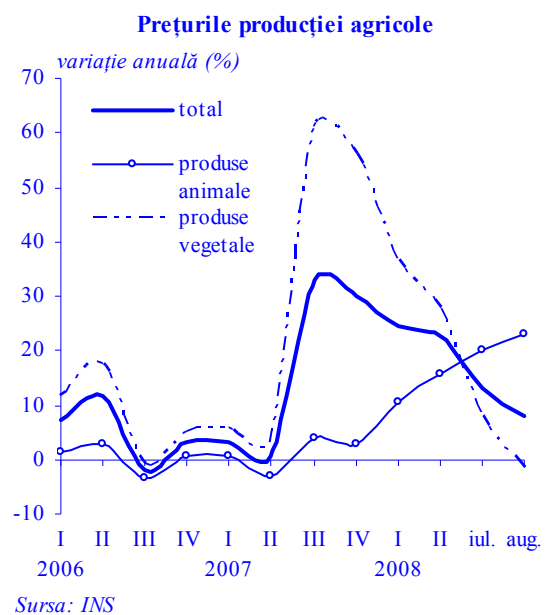
În trimestrul III 2008, costurile cu materia primă (îndeosebi din import) vor continua să aibă contribuția decisivă la dinamica prețurilor producției industriale, pe acest fond fiind previzibile atenuări de ritm în cazul bunurilor de consum și noi tensiuni pentru cele intermediare (îndeosebi sub influența scumpirii metalelor). Relativ surprinzătoare în contextul calmării pieței internaționale a petrolului este creșterea consistentă înregistrată în luna august de prețurile de producție din ramura de prelucrare a țigăiului, cocsificare a cărbunelui și preparare a combustibililor nucleari (+2,5 la sută față de luna anterioară); lipsa de corespondent în dinamica prețurilor de consum ale combustibililor sugerează totuși faptul că mișcarea nu a fost generată de produsele petroliere.

3.2.2. Prețurile producției agricole

Prețurile producției agricole au continuat să înregistreze ritmuri anuale ridicate și în trimestrul II (22,5 la sută), indiciile favorabile cu privire la noua recoltă făcând totuși posibilă o ușoară decelerare comparativ cu intervalul precedent.

Tendința a fost susținută exclusiv de componenta vegetală (-9,2 puncte procentuale față de trimestrul I), reduceri considerabile ale dinamicii fiind vizibile pentru întreaga gamă de produse monitorizate, dar mai ales pentru cereale (în medie, -22 puncte procentuale).

În schimb, în cazul produselor animale s-au consemnat accelerări de ritm, variația anuală înregistrată la nivelul întregii grupe atingând 15,4 la sută, în creștere cu 4,9 puncte procentuale față de media primelor trei luni ale anului. Cele mai mari tensiuni s-au manifestat pe piața cărnii de porc și de vită (variații trimestriale de 13-15 la sută), producătorii acuzând acumulara de pierderi ca



urmare a creșterii constante a costurilor de producție (furaje, salarii, utilități) și a concurenței importurilor.

Informațiile disponibile cu privire la trimestrul III sugerează menținerea tendințelor în evoluția prețurilor producției agricole, însă nu este exclusă accentuarea acestora. Astfel, sub efectul unui nivel confortabil al producției agricole, pe segmentul vegetal sunt posibile scăderi de prețuri mult mai pronunțate, în timp ce la nivelul produselor animaliere (în special al cărnii) presiunile inflaționiste par să se acumuleze.

IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

În luna iulie BNR a majorat cu încă 0,25 puncte procentuale rata dobânzii de politică monetară (a șaptea creștere consecutivă), menținând-o ulterior la nivelul de 10,25 la sută pe an. Totodată, banca centrală a păstrat neschimbat nivelul ratelor rezervelor minime obligatorii și a continuat să gestioneze ferm lichiditatea de pe piața monetară. Pe parcursul trimestrului III, condițiile monetare reale au consemnat o relativă înăsprire, în principal ca urmare a accentuării caracterului restrictiv al ratelor dobânzilor.

Decizia Consiliului de administrație al BNR de a opera o nouă creștere asupra ratei dobânzii de politică monetară în luna iulie a fost motivată, în principal, de continuarea glisării ascendente a traiectoriei ratei anuale prognozate a inflației de-a lungul întregului orizont de prognoză²³, având ca efect amânarea cu un trimestru a momentului revenirii acestei rate în interiorul intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație pe termen mediu. La originea acestei deteriorări a perspectivei inflației s-a aflat în principal sporirea, comparativ cu proiecția precedentă, a presiunilor inflaționiste ale cererii, alimentate de accelerarea creșterii PIB în trimestrul I 2008 și susținute pe termen scurt de menținerea dinamicii înalte a salariilor din sectorul bugetar, precum și de majorarea preconizată a pensiilor. Alți determinanți ai revizuirii ascendente a prognozei ratei inflației au fost previzibila creștere mai accentuată a prețurilor administrate și ale combustibililor, precum și relativa înrăutățire a anticipațiilor inflaționiste.

Decizia BNR a fost justificată și de prevalența riscurilor în sensul accelerării inflației peste ritmurile prognozate, cele mai importante derivând din posibile evoluții nefavorabile precum: continuarea creșterii salariilor în exces față de cea a productivității muncii, lipsa de coordonare a politicii fiscale și a celei a veniturilor cu politica monetară, reluarea deprecierei monedei naționale ca urmare a unor șocuri generate pe piețele internaționale, deteriorarea suplimentară a așteptărilor agenților economici privind inflația, efectuarea unor ajustări mai ample ale prețurilor administrate în raport cu cele anticipate la momentul realizării proiecției.

În luna septembrie, Consiliul de administrație al BNR a întrerupt seria de creșteri succesive ale ratei dobânzii de politică monetară,

²³ Comparativ cu proiecția prezentată în *Raportul asupra inflației* din mai 2008.

aceasta fiind menținută la nivelul de 10,25 la sută pe an. Decizia a avut ca argumente, pe de o parte, reluarea procesului de dezinflație și creșterea incertitudinilor provocată de reinflamarea turbulențelor de pe piața financiară internațională; pe de altă parte, argumentul principal l-a constituit continuarea accelerării creșterii economice în trimestrul II, decizia având menirea de a prelungi trendul de înăsprire a condițiilor monetare în sens larg prin majorarea marjei reale a ratelor dobânzilor. Pe deasupra, dată fiind perspectiva continuării situației în lunile următoare a ratei anuale prognozate a inflației semnificativ deasupra limitei superioare a intervalului de variație din jurul punctului central al țintei pentru 2008, Consiliul de administrație al BNR a apreciat ca fiind necesară menținerea unei conduite restrictive a politicii monetare pe o perioadă mai îndelungată.

Cel mai semnificativ risc la adresa dezinflației s-a conturat a fi în contextul dat perspectiva amplificării deviației pozitive a PIB de la nivelul său potențial și implicit a presiunilor inflaționiste ale cererii, în pofida șocului pozitiv pe partea ofertei produs în perioada curentă de creșterea considerabilă a producției agricole. Principalele premise ale continuării amplificării excedentului de cerere le constituiau creșterea la 9,3 la sută a dinamicii anuale a PIB în trimestrul II, dar și accelerarea la începutul trimestrului III, sau respectiv menținerea la o valoare înaltă a dinamicii unor indicatori relevanți pentru evoluția cererii interne, precum salariile nete reale, cifra de afaceri din sectorul comerțului de mărfuri cu amănuntul, lucrările de construcții și cheltuielile bugetare. Pe deasupra, probabilitatea relaxării politicii veniturilor și a politicii fiscale în perioada electorală a crescut, inducând riscul accelerării expansiunii absorbției interne, dar și pe cel al deteriorării anticipațiilor inflaționiste. Din această perspectivă, decizia a urmărit atât să ancoreze așteptările privind evoluția prețurilor de consum pe termen mediu, cât și să stimuleze economisirea și să consolideze recent conturata tendință de decelerare a creșterii creditelor acordate populației²⁴.

Scăderea din lunile iulie-august a dinamicii anuale reale a creditelor acordate populației (un nivel mediu de 50,2 la sută, cu 15 puncte procentuale sub media trimestrului II) a fost susținută de aproape toate categoriile majore de împrumuturi, ce par a fi început să resimtă: (i) efectul advers exercitat asupra cererii de credite de creșterea costurilor aferente și de probabila înăsprire a altor categorii de termeni asociați contractelor de creditare, precum și (ii) posibila temperare a creșterii ofertei de împrumuturi a băncilor (probabil și ca urmare a accentuării incertitudinilor pe piața imobiliară). Creditele în lei acordate persoanelor fizice și-au

²⁴ Se anticipa că aceasta va fi stimulată în perioada următoare și de efectul măsurilor prudențiale de limitare a riscului de credit la împrumuturile acordate persoanelor fizice (Regulamentul BNR nr. 11 din 22 august 2008).

diminuat variația medie anuală reală la 24,4 la sută (cu 3,7 puncte procentuale sub media intervalului aprilie-iunie), în condițiile în care ratele medii ale dobânzilor aferente creditelor noi acordate acestui segment au continuat să se majoreze (în special în luna august). O pierdere și mai importantă de ritm – vizibilă atât la componenta în euro, cât și la cea în franci elvețieni – a înregistrat segmentul împrumuturilor în devize ale populației (cu 29,6 puncte procentuale față de media trimestrului II, până la un nivel mediu de 77,9 la sută). În contrast cu lunile precedente, împrumuturile pentru locuințe au fost cele care au înregistrat o scădere de dinamică mai pregnantă (-17,9 puncte procentuale comparativ cu media lunilor aprilie-iulie, până la 55,3 la sută); la rândul lor, creditele pentru consum și-au diminuat variația anuală reală cu 14,2 puncte procentuale față de aceeași perioadă de referință (până la nivelul de 43,8 la sută).

În schimb, economisirea în lei a populației nu a dat semne de revigorare în perioada iulie-august; rata medie anuală de creștere reală a depozitelor la termen în lei cu scadența sub doi ani a continuat să se reducă, ușor mai lent însă (o scădere de ritm mediu de 1,4 puncte procentuale, până la nivelul de 0,4 la sută, față de o reducere de 3,3 puncte procentuale în trimestrul II), cu toate că ratele dobânzilor aferente noilor plasamente pe această scadență și-au prelungit mișcarea ascendentă. O evoluție comparabilă au consemnat depozitele similare în valută (o pierdere de dinamică anuală de 4,1 puncte procentuale, față de o scădere de 4,6 puncte procentuale în trimestrul II); în aceste condiții, rata medie anuală de creștere reală a depozitelor la termen pe scadența sub doi ani ale populației a consemnat un declin de 3,4 puncte procentuale, atingând nivelul de 7,4 la sută. O scădere și mai accentuată a consemnat dinamica anuală reală a depozitelor *overnight* ale persoanelor fizice (în special a celor în lei), sub influența sporirii serviciului datoriei aferente creditelor și a posibilei accelerări a creșterii cererii de bunuri și servicii. În schimb, depozitele la termen pe scadența de peste doi ani au înregistrat în perioada iulie-august o ușoară creștere a dinamicii anuale, exclusiv pe seama evoluției componente în lei.

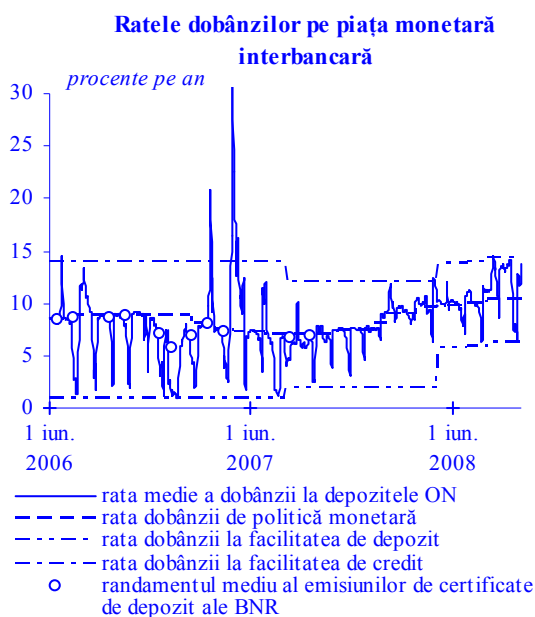
Decizia Consiliului de administrație al BNR de a nu modifica în septembrie rata dobânzii de politică monetară a mai avut ca argument important creșterea gradului de incertitudine referitoare la evoluțiile economice și financiare pe termen scurt – interne și externe – în contextul amplificării proporțiilor crizei financiare internaționale. S-a apreciat că potențialele efecte contracționiste exercitate asupra economiei românești de încetinirea creșterii economice în SUA și în zona euro vor fi resimțite cel mai probabil cu un anumit *lag*, un canal important de transmisie a acestora anticipându-se a fi cel al creșterii costurilor și al eventualei reduceri a dinamicii finanțării externe, mai ales a celei destinate sectorului bancar intern. Cel mai rapid impact al intensificării

turbulențelor de pe piața financiară internațională a fost receptat de evoluția indicatorilor bursei de valori – care au înregistrat scăderi ample – și de comportamentul cursului de schimb al leului față de euro, acest raport consemnând în septembrie o creștere puternică a volatilității, dar și o revenire pe un trend crescător.

Pe parcursul trimestrului III, sistemul bancar a continuat să se caracterizeze prin excedent operațional de lichiditate, deși acesta a continuat să se reducă. În acest context, gestionarea fermă a lichidității de pe piața monetară de către BNR s-a realizat cu precădere prin intermediul operațiunilor de absorbție monetară, constând, în principal, în atragerea de depozite pe scadența de o săptămână (în lunile iulie și septembrie). În august, banca centrală a efectuat și două operațiuni *repo* (pe scadențe de 6, respectiv 7 zile), prin care a injectat un volum de 1 874 milioane lei, urmărind astfel să reechilibreze condițiile lichidității care au consemnat o înăsprire temporară sub impactul contracționist al factorilor autonomi ai lichidității.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentele pieței interbancare și-au prelungit mișcarea ascendentă în trimestrul III, plasându-se de regulă pe un palier situat peste rata dobânzii de politică monetară. Cursul de schimb leu/euro și-a accentuat scăderea în prima parte a trimestrului, dar și-a inversat brusc traiectoria în septembrie, pe fondul exacerbării turbulențelor de pe piața financiară internațională. Masa monetară și-a redus dinamica anuală în perioada iunie-august, în principal ca urmare a încetinirii vitezei de creștere a creditului acordat sectorului privat.



2.1. Ratele dobânzilor

Ratele dobânzilor pieței monetare interbancare au continuat să crească în trimestrul III, situându-se în cea mai mare parte a intervalului la niveluri superioare ratei dobânzii de politică monetară. Evoluția acestora a fost marcată de fluctuațiile accentuate ale factorilor autonomi ai lichidității, al căror impact s-a amplificat în contextul restrângerii graduale a excedentului de lichiditate. Pe acest fond, media randamentelor depozitelor interbancare a urcat cu 1,4 puncte procentuale față de trimestrul anterior, la 11,5 la sută.

Randamentele pe termen foarte scurt s-au menținut în proximitatea ratei dobânzii de politică monetară la începutul trimestrului, coborând însă rapid la finele perioadei de constituire a RMO, 24 iunie – 23 iulie. Scăderea a fost determinată de injecțiile ample de lichiditate efectuate de către Trezorerie și, într-o anumită măsură, de relativa reticență a băncilor de a plasa rezervele excedentare la BNR sub formă de depozite pe termen de o

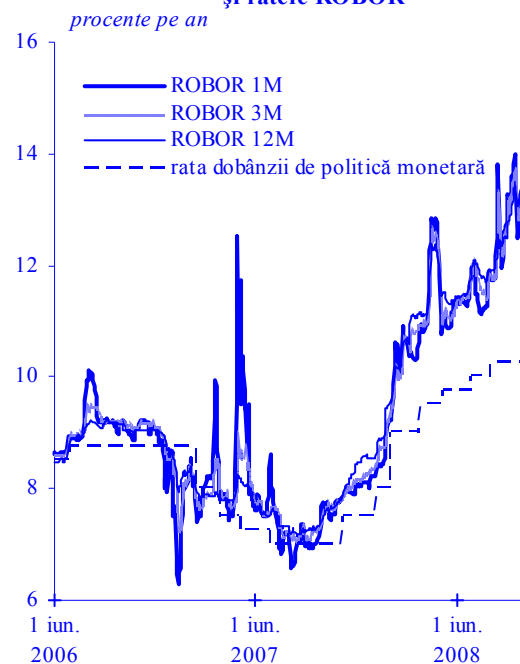
săptămână, în anticiparea majorării sezoniere substanțiale a plăților către buget la finele lunii iulie. Decontarea acestora a condus la formarea unui deficit de rezerve și la creșterea ratelor dobânzilor. Nivelurile mai înalte astfel atinse s-au dovedit a fi însă persistente, ecartul dintre randamentele ON și rata dobânzii de politică monetară menținându-se – de la începutul lunii august și până la jumătatea lunii septembrie – în jurul valorii de 3 puncte procentuale, în principal ca efect al creșterii incertitudinii și precauției în rândul operatorilor. Relaxarea condițiilor lichidității în a doua parte a lunii septembrie, ca efect al injecțiilor efectuate de Trezorerie, a condus la o nouă coborâre a randamentelor până la finele perioadei de constituire a RMO²⁵; acestea s-au repositionat însă în ultima săptămână a lunii la valori relativ ridicate. Pe acest fond, volatilitatea ratelor dobânzilor interbancare pe termen foarte scurt a sporit, atingând cel mai înalt nivel al ultimelor patru trimestre.

Cotațiile ROBOR (1M-12M) au urmat de asemenea o tendință ascendentă, reflectând majorarea ratei dobânzii de politică monetară, dar și sporirea impredictibilității condițiilor pieței. Creșterea cotațiilor medii ROBOR din luna septembrie față de cele din iunie a fost relativ uniformă pe întregul spectru de scadențe (aproximativ 1,7 puncte procentuale), curba acestora păstrându-și în consecință configurația plată.

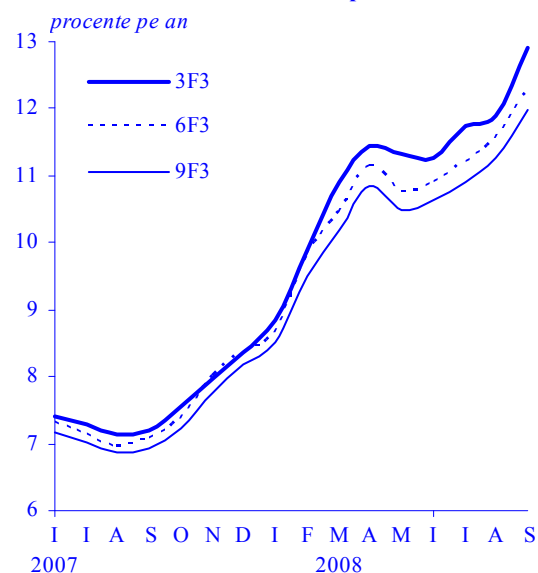
Ratele *forward* implicite (calculate pornind de la cotațiile medii din septembrie) au indicat o nouă glisare ascendentă a traiectoriei anticipate a cotațiilor ROBOR 3M; nivelul mediu al acestor randamente așteptat pentru luna decembrie 2008 a fost de 12,9 la sută, anticipându-se apoi scăderea sa la 12,3, respectiv 12,0 la sută în martie, respectiv iunie 2009.

La rândul lor, ratele dobânzilor titlurilor de stat și-au menținut tendința ascendentă, MEF majorând randamentele maxime acceptate cu câte 0,25 puncte procentuale, în două etape, în cazul înscrisurilor cu maturitatea de 6 luni, 3 și 5 ani, respectiv în trei etape în cel al certificatelor de trezorerie cu scadența de 1 an. Ca urmare, ratele dobânzilor maxime acceptate aferente titlurilor de stat cu scadența de cel mult un an au ajuns la 11,24 la sută (6 luni), respectiv 11,5 la sută (1 an), iar cele corespunzătoare obligațiunilor de stat de tip *benchmark* la 10,5 la sută (3 ani), respectiv 10 la sută (5 ani). Totodată, randamentele medii ale titlurilor de stat s-au majorat cu valori cuprinse între 0,1 și 0,6 puncte procentuale, situându-se la sfârșitul trimestrului III între 9,5 și 11,3 la sută.

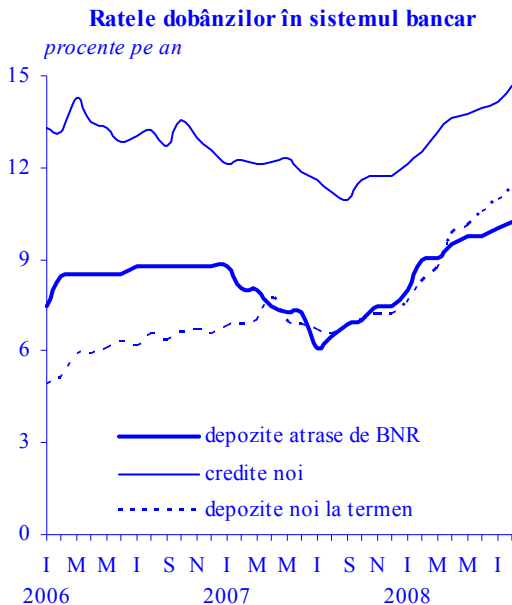
Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



Rate forward implicite



²⁵ Volumul sumelor plasate prin intermediul facilității de depozit a sporit în această perioadă.



Volumul titlurilor de stat emise pe parcursul trimestrului III s-a cifrat la circa 1 261 milioane lei, în condițiile în care autoritatea publică a anunțat pentru această perioadă emisiuni în valoare de 6 100 milioane lei. După o absență de cinci luni, nerezidenții au revenit în lunile iulie și august pe piața primară a titlurilor de stat, depunând oferte de cumpărare în valoare de aproximativ 293 milioane lei, care au fost acceptate în proporție de 25 la sută.

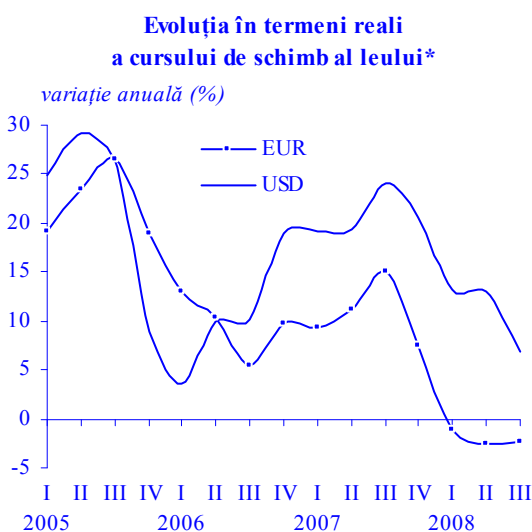
Rulajul trimestrial al pieței secundare a titlurilor de stat a crescut până la 4 690 milioane lei (de la 2 500 milioane lei în trimestrul II), datorită aproape în totalitate operațiunilor reversibile efectuate de banca centrală în luna august (1 874 milioane lei). Excluzând BNR, cele mai tranzacționate titluri au fost cele cu scadența reziduală de 1, 3 și 5 ani; randamentele medii corespunzătoare acestor tranzacții s-au plasat între 9,7 și 10,6 la sută, fiind superioare celor din trimestrul precedent cu valori cuprinse între 0,2 și 0,6 puncte procentuale.

Pe fondul prelungirii trendului ascendent al ratei dobânzii de politică monetară și al randamentelor interbancare, ratele medii ale dobânzilor la creditele noi și la depozitele la termen noi au continuat să crească în perioada iunie-august 2008. Ajustările au fost mai ample în cazul randamentelor depozitelor la termen noi, care au continuat astfel să reflecte necesitățile sporite de resurse ale băncilor. Pe segmentul societăților nefinanciare, nivelul mediu al acestor randamente s-a majorat în august față de luna mai cu 1,25 puncte procentuale (ajungând la 11,62 la sută), în timp ce pe segmentul populației a crescut cu 1,30 puncte procentuale (până la 10,67 la sută). La rândul său, rata medie a dobânzii la creditele noi ale societăților nefinanciare a avansat cu 1,09 puncte procentuale (până la 15,20 la sută); în cazul creditelor noi ale populației, rata medie a crescut cu doar 0,64 puncte procentuale (până la 13,70 la sută, în principal pe seama ascensiunii ratelor dobânzilor la creditele noi pentru consum), evoluția acesteia continuând să fie marcată de o relativă rigiditate.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Leul și-a accelerat aprecierea în raport cu euro în intervalul iulie-august, pentru ca în septembrie, pe fondul agravării crizei sistemului financiar american și al propagării efectelor acesteia asupra pieței financiare globale, cursul de schimb leu/euro să-și sporească volatilitatea și să reîntre pe un trend alert ascendent, evoluții consemnate și de principalele monede din regiune.

În aceste condiții, în intervalul iulie-septembrie, leul a acumulat în raport cu euro o apreciere de doar 0,8 la sută în termeni nominali și de 1,8 la sută în termeni reali (1,8 la sută și, respectiv, 3,1 la sută în trimestrul II); în raport cu dolarul însă, în condițiile în care valoarea acestuia a crescut semnificativ pe piețele



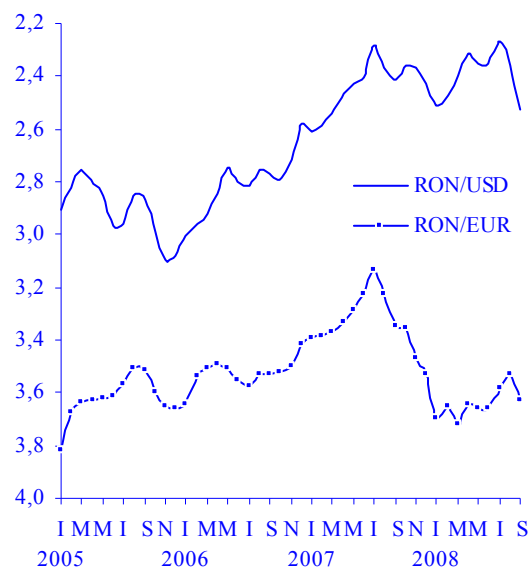
*) apreciere (+), depreciere (-); deflatat cu IPC

Sursa: INS, BNR

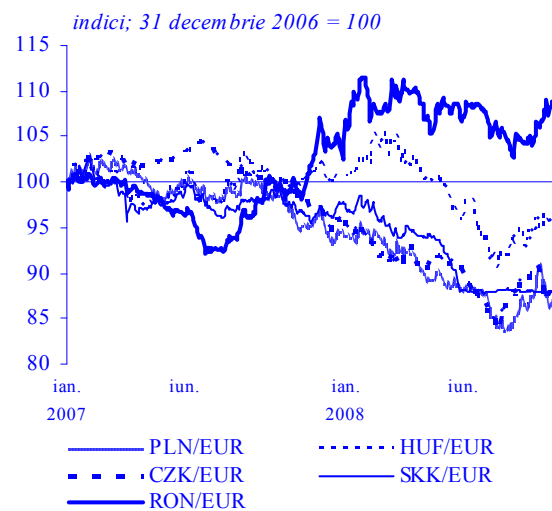
financiare externe, leul s-a depreciat în același interval cu 7,1 la sută în termeni nominali și cu 6,3 la sută în termeni reali. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul III, leul și-a diminuat ușor deprecierea în raport cu euro (9,6 la sută în termeni nominali și 2,3 la sută în termeni reali), înregistrând însă o scădere nominală față de dolarul SUA (1,1 la sută).

Tendința de apreciere a leului în raport cu euro manifestată începând cu ultima parte a lunii iunie s-a accelerat și s-a prelungit până în august, în principal ca urmare a: (i) lărgirii diferențialului ratelor dobânzilor și anticipării continuării acestei evoluții (inclusiv datorită prelungirii ciclului de creștere a ratei dobânzii de politică monetară de către BNR, care a contrastat cu trendul regional de menținere/reducere a ratelor dobânzilor); (ii) relativei ameliorări a percepției investitorilor asupra evoluției pe termen scurt a fundamentelor economice interne, în condițiile în care datele publicate în acest interval, inclusiv cele referitoare la sectorul extern (valori record ale exportului și menținerea avansului dinamicii acestuia față de cea a importului și creșterea gradului de finanțare a deficitului de cont curent prin investiții directe) au fost favorabile (un posibil impuls suplimentar în acest sens a dat și decizia *Standard&Poor's* de a revizui în scădere probabilitatea apariției unei recesiuni în România²⁶); (iii) sporirii transferurilor curente ale administrației publice²⁷. În consecință, interesul nerezidenților pentru plasamente pe piața financiară locală a sporit în acest interval, intrările de capital de natura depozitelor continuând să crească,²⁸ în timp ce rulajul pieței valutare interbancare a atins în luna august al doilea vârf istoric. Pe acest fond, cursul de schimb leu/euro și-a accelerat scăderea (atingând în data de 7 august minimul anului: 3,4719), evoluția sa descriind totodată o traiectorie divergentă în raport cu cea consemnată de majoritatea monedelor din regiune. Întărirea leului a fost întreruptă temporar pe parcursul intervalului de unele episoade de turbulență și volatilitate de pe piețele financiare internaționale, care au provocat secvențe scurte de depreciere; cu toate acestea, în intervalul iulie-august leul s-a întărit cu 3,6 la sută față de euro²⁹.

Cursul de schimb nominal



Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



Sursa: BNR, BCE

²⁶ În data de 4 august *Standard&Poor's* a îmbunătățit și calificativele acordate sectorului bancar românesc.

²⁷ În lunile iulie și august sumele nerambursabile primite de România de la Uniunea Europeană în contul FEADR și FEGA au totalizat 352 milioane euro.

²⁸ Depozitele nerezidenților au continuat să sporească în luna iulie, în special pe seama componentei pe termen scurt.

²⁹ În același interval, zlotul s-a apreciat cu 2,6 la sută comparativ cu euro, forintul cu 2,8 la sută, iar coroana cehă cu 0,1 la sută.

Cursul de schimb al monedei naționale și-a inversat traiectoria în luna septembrie, când a receptat, alături de celelalte monede din regiune, efectul reamplificării aversiunii față de risc în condițiile creșterii temerilor legate de perspectivele economiei din zona euro și ale escaladării turbulențelor de pe piața financiară americană. Drept consecință, raportul leu/euro a urcat încă din primele zile ale lunii la nivelul de 3,60, menținându-se pe acest palier în următoarea perioadă; relativa sa stabilizare a reflectat temporara calmare a piețelor financiare internaționale survenită în urma acțiunilor întreprinse de Fed și de administrația americană, inclusiv prin preluarea controlului agențiilor de împrumut ipotecar *Fannie Mae* și *Freddie Mac*. Ulterior însă, contextul global s-a deteriorat abrupt în condițiile în care falimentul băncii de investiții *Lehman Brothers* și dificultățile companiei de asigurări *AIG* au agravat sever criza sistemului financiar american³⁰. Climatul general de neîncredere de pe piețele financiare a fost accentuat spre sfârșitul lunii septembrie și de eșecul adoptării rapide a planului de urgență propus de secretarul Trezoreriei americane pentru stabilizarea sistemului financiar american. Contextul internațional extrem de tensionat și volatil și-a pus amprenta și asupra evoluțiilor de pe piața financiară internă, nervozitatea accentuată a operatorilor valutari determinând re poziționarea cursului de schimb al leului pe un trend crescător. În ultima decadă a perioadei, pe fondul escaladării aversiunii la risc a investitorilor financiari, acesta și-a accelerat abrupt creșterea, nivelul atins în ultima zi a lunii, 3,7336, fiind cel mai ridicat din 18 martie; deprecierea leului a fost însoțită și de creșterea variațiilor zilnice ale cursului de schimb leu/euro, a căror valoare a atins maximul ultimelor cinci luni. Drept urmare, leul a înregistrat în luna septembrie cea mai amplă depreciere în raport cu euro din ultimele opt luni (2,7 la sută), evoluția sa fiind totodată strâns corelată cu cea a forintului și, respectiv, a zlotului.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În perioada iunie-august 2008, dinamica³¹ medie a masei monetare (M3) a înregistrat o scădere, atingând cel mai mic nivel din ultimele trei trimestre (24,0 la sută). Evoluția M3 nu a fost omogenă pe parcursul perioadei; rata sa anuală de creștere s-a diminuat în lunile iulie și august, consemnând astfel o relativă normalizare, după ce în intervalul aprilie-iunie 2008 atinsese una

³⁰ Ulterior falimentului băncii *Lehman Brothers*, *Merrill Lynch* a fost preluată de către *Bank of America*, *AIG* a primit de la Fed un împrumut de 85 miliarde USD garantat cu 80 la sută din acțiunile sale, *Goldman Sachs* și *Morgan Stanley* au primit aprobarea Fed de a fi transformate în bănci comerciale, iar *Washington Mutual* a fost cumpărată de *JPMorgan Chase*.

³¹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada iunie-august 2008, exprimate în termeni reali.

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2007 8 luni	2008 8 luni
Contul financiar	9 397	10 881
Investiții directe	4 809	6 502
rezidenți în străinătate	-73	66
nerezidenți în România	4 882	6 436
Investiții de portofoliu și derivate financiare	114	67
rezidenți în străinătate	-317	95
nerezidenți în România	431	-28
Alte investiții de capital	7 999	4 799
pe termen mediu și lung	2 094	3 556
pe termen scurt	-589	-870
numerar și depozite pe termen scurt	4 352	-1 429
altele	2 206	3 542
Active de rezervă ale BNR (net) ("-" creștere/"+"scădere)	-3 525	-486

Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

	variație procentuală în termeni reali							
	2007		2008					
	III	IV	I	II	iul.	aug.		
	ritm mediu al trimestrului							
M3	20,8	24,1	26,5	28,2	23,2	20,8		
M1	49,7	53,0	42,2	39,8	30,5	29,3		
Numerar în circulație	24,4	29,7	38,0	30,2	20,9	21,0		
Depozite overnight	62,7	63,9	43,7	43,6	34,3	32,6		
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	-0,1	2,4	12,6	16,7	15,2	11,6		

Sursa: INS, BNR

dintre cele mai mari valori din ultimii doi ani și jumătate³². Traiectoria dinamicii M3 a reflectat efectele de sens opus exercitate, pe de o parte, de amplificarea serviciului datoriei aferente creditelor contractate de populație și respectiv a celei asociate împrumuturilor interne și externe ale companiilor și, pe de altă parte, de accelerarea creșterii cheltuielilor bugetare (în special în iunie 2008), precum și de menținerea unui ritm înalt al creșterii economice. Cea mai mare parte a contrapartidelor **M3** au acționat în direcția temperării expansiunii acestora: dinamica creditului privat s-a încetinit, contracția activelor externe nete ale sistemului bancar s-a amplificat, iar pasivele financiare pe termen lung (inclusiv conturile de capital) s-au majorat; în sens opus a acționat diminuarea mai rapidă a depozitelor administrației publice centrale.

Scăderea vitezei de creștere a caracterizat atât agregatul monetar **M1**, cât și, spre deosebire de perioadele anterioare, depozitele la termen sub doi ani; prin urmare, ponderea M1 în M3 a consemnat o nouă majorare, atingând maximul istoric (57 la sută ca medie)³³. Ambele componente ale M1 și-au prelungit traseul descendent al ritmurilor de creștere, declinul fiind însă ușor mai pregnant în cazul numerarului în circulație. În cazul **depozitelor overnight**, determinant a fost declinul dinamicii plasamentelor în lei (ale populației și companiilor), precum și a celor în valută ale populației; impactul acestora nu a fost decât în mică măsură contrabalansat de reaccelerarea creșterii depozitelor ON în devize ale companiilor (inclusiv pe seama transferului probabil al unor plasamente în devize pe termen mai lung). Printre posibilele cauze ale evoluțiilor de mai sus consemnate la nivelul populației se numără continuarea creșterii rapide a consumului de bunuri și servicii³⁴, majorarea serviciului datoriei aferente creditelor, precum și declinul remiterilor din străinătate³⁵.

Scăderea ritmului de creștere a **depozitelor la termen sub doi ani** a fost însă de mai mică amplitudine, iar acesta a rămas înalt din perspectivă istorică, exclusiv datorită încorporării efectului *one-off* generat de decontarea privatizării S.C. Electrica în aprilie 2008. Analiza datelor corectate pentru acest efect indică însă o reducere

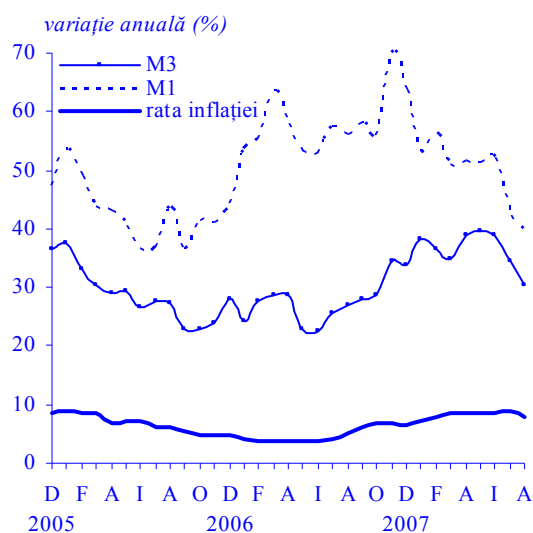
³² Acest nivel înalt a fost atins, în principal, ca urmare a decontării în luna aprilie 2008 a privatizării companiei Electrica Muntenia Sud (820 milioane euro).

³³ Variațiile depozitelor la termen sub doi ani și ale depozitelor *overnight* au continuat să fie afectate de estomparea efectelor produse de metodologia statistică introdusă în anul 2007, revenind pe paliere apropiate celor din anul 2006, respectiv mai înalt în primul caz și mai scăzut în cel de al doilea.

³⁴ În perioada iunie-august 2008, indicele mediu anual al volumului cifrei de afaceri pentru comerțul cu amănuntul, cu excepția autovehiculelor și motocicletelor s-a majorat (118,4 la sută).

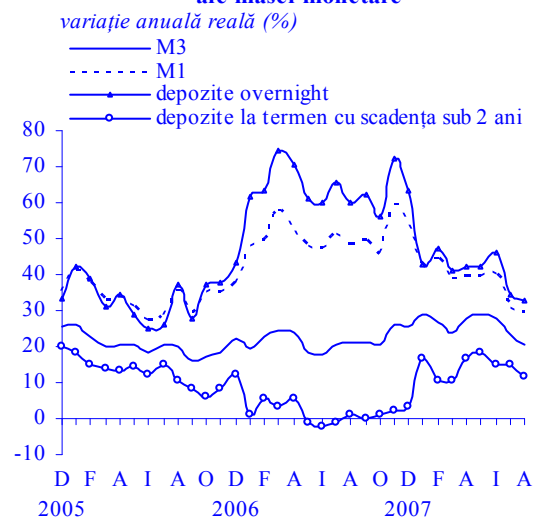
³⁵ În perioada iunie-august 2008, dinamica anuală a transferurilor lucrătorilor din străinătate s-a redus consecvent.

Masa monetară și rata inflației

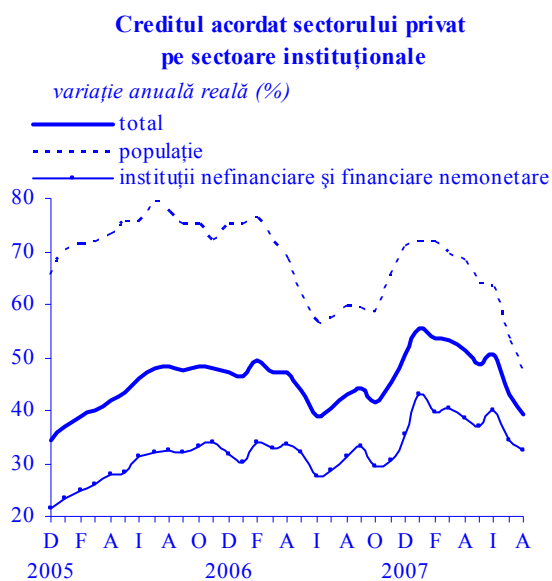


Sursa: INS, BNR

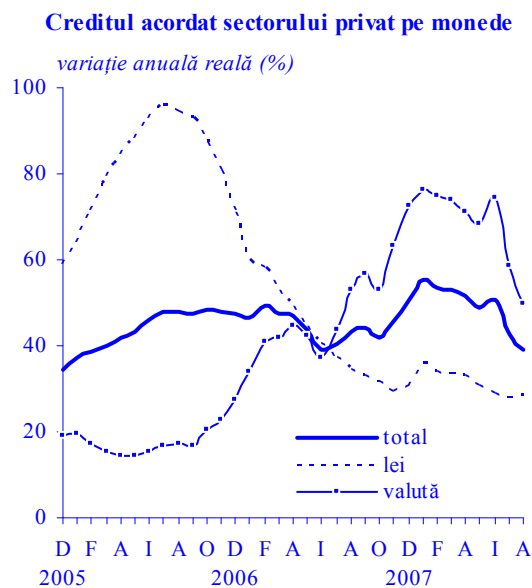
Principalele componente ale masei monetare



Sursa: INS, BNR



Sursa: INS, BNR



Sursa: INS, BNR

a variației anuale a depozitelor la termen sub doi ani în lei și în valută aparținând companiilor, în principal ca urmare a scăderii dinamicii finanțării externe³⁶, creșterii plăților în contul impozitului pe profit³⁷, sporirii sumelor achitate în contul serviciului datoriei externe și probabilei majorări a volumului profiturilor repatriate. La rândul lor, depozitele similare ale populației au consemnat o prelungire a declinului ritmului de creștere.

Pe ansamblul perioadei, structura M3 s-a îmbunătățit ușor, ponderea medie a depozitelor în valută în M3 (29,7 la sută) consemnând, în premieră pentru ultimul an, o scădere modestă, regăsită în special la nivelul populației.

Creditul

În intervalul iunie-august 2008, viteza de creștere³⁸ a creditului acordat sectorului privat și-a accelerat declinul (-6,9 puncte procentuale, până la 44,2 la sută), revenind astfel pe un palier apropiat celui din anul precedent. Evoluția acestei contrapartide a M3 a fost la rândul ei neuniformă, dinamica sa anuală crescând în iunie 2008 și reducându-se apoi rapid până la una dintre cele mai mici valori din ultimii doi ani și jumătate. Scăderea de ritm a continuat să fie mai accentuată la componenta în devize, cu toate că, datorită efectului contabil al deprecierei monedei naționale³⁹, ponderea medie a creditelor în valută în totalul creditelor acordate sectorului privat s-a menținut relativ stabilă, la un nivel înalt (54,6 la sută). Printre factorii care au afectat cererea de împrumuturi în această perioadă s-au numărat: (i) creșterea ratelor dobânzilor la creditele noi (cu excepția celor practice la împrumuturile pentru locuințe, care s-au menținut la un nivel relativ redus, probabil ca urmare a ofertelor promoționale), (ii) atingerea potențială a pragului de suportabilitate a îndatorării de către anumite categorii de clienți⁴⁰, precum și (iii) efectul de bază al relaxării, în urmă cu circa un an, a normelor de creditare ale majorității instituțiilor de credit. La rândul ei, oferta de împrumuturi a resimțit în această perioadă efectul de frânare

³⁶ Credite financiare și investiții directe ale sectorului nebancaar.

³⁷ Conform datelor bugetului consolidat, indicele de creștere anuală a impozitului pe profit încasat în perioada iunie-august 2008 fost cel mai mare din ultimul an.

³⁸ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală din perioada iunie-august 2008, exprimate în termeni reali la finele lunii.

³⁹ Deprecierea nominală anuală a leului față de euro de la finele lunii.

⁴⁰ Conform datelor din bilanțurile monetare, ponderea medie a creditelor restante în totalul creditelor acordate sectorului privat s-a majorat consecvent, până la cea mai mare valoare a ultimilor cinci ani în cazul populației (0,7 la sută) și respectiv a ultimilor trei ani în cel al societăților nefinanciare (1,4 la sută).

exercitat de restrângerea excedentului de lichiditate din sistemul bancar, precum și de înlăspirea condițiilor de finanțare externă a instituțiilor de credit.

Atât creditele acordate populației, cât și cele ale companiilor și-au prelungit traseul descendent al dinamicii anuale, toate categoriile de împrumuturi, dar mai ales cele în devize consemnând reduceri de ritm. Evoluția creditelor acordate populației s-a caracterizat printr-o scădere semnificativă a dinamicii componentei denumite în franci elvețieni (pentru consum și pentru locuințe)⁴¹; și componenta în lei a consemnat o pierdere de ritm, tendința fiind imprimată de împrumuturile pentru consum, dar și de cele pentru locuințe (a căror dinamică a consemnat, în contrast cu perioadele precedente, o scădere).

Și societățile nefinanciare – principalul segment al sectorului companiilor – și-au temperat cererea de credite în acest interval; pe lângă sporirea costurilor finanțării, un alt determinant posibil l-au constituit resursele suplimentare de care au dispus acestea pe seama decontării unor investiții efectuate de administrațiile publice locale⁴². O evoluție diferită au avut însă creditele acordate instituțiilor financiare nemonetare, a căror viteză de creștere s-a accelerat semnificativ, aceste entități resimțind probabil mai puternic constrângerile de lichiditate de pe piețele internaționale⁴³; cu toate acestea, ponderea acestui segment instituțional în totalul creditelor companiilor a rămas relativ modestă (4,8 la sută).

La rândul lui, creditul net acordat administrației publice centrale a continuat să-și reducă valoarea negativă pe seama scăderii mai puternice a depozitelor administrației publice centrale, amplificându-și astfel efectul expansionist exercitat asupra M3.

⁴¹ Conform datelor CRB, în intervalul iunie-august 2008, ponderea medie a creditelor denumite în franci elvețieni (17,1 la sută) în total credite noi ale populației s-a redus cu 2,9 puncte procentuale, iar cea a creditelor denumite în euro (54,1 la sută) s-a majorat cu 4 puncte procentuale; în același timp, volumul creditelor noi în USD s-a dublat față de intervalul martie-mai 2008, deși ponderea medie a acestora în total s-a menținut minoră (0,4 la sută).

⁴² În intervalul iunie-august 2008, depozitele administrației publice locale și-au accentuat scăderea anuală reală a soldului.

⁴³ De exemplu, în iunie 2008, circa 67 la sută din totalul pasivului bilanțier al sectorului instituțiilor financiare nebancare (care reprezintă majoritatea instituțiilor financiare nemonetare) erau resurse atrase de la rezidenți.

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Intensificarea recentă a crizei de pe piețele financiare internaționale a accentuat puternic volatilitatea manifestată pe aceste piețe, creând dificultăți majore de previzionare a impactului pe termen scurt și mediu al crizei asupra evoluțiilor macroeconomice atât pe plan intern, cât și pe plan internațional. Procesul global de dezintermediere financiară, care a avut ca efect și reconfigurarea portofoliilor de active ale investitorilor în favoarea plasamentelor cu un nivel scăzut al riscului, crește în runda curentă de proiecție, comparativ cu cele anterioare, relevanța factorilor de risc asociați evoluțiilor de pe piețele internaționale, iar balanța riscurilor de abatere a inflației în sus sau în jos față de traiectoria din scenariul de bază este mult mai echilibrată. Chiar și în aceste condiții, banca centrală își va concentra în continuare eforturile asupra direcționării ratei inflației către țintele stabilite, pe fondul unor preocupări sporite pentru asigurarea, în contextul efectelor adverse ale crizei financiare internaționale, a bunei funcționări și a stabilității sistemului financiar.

Scenariul de bază al proiecției curente, sub rezerva nivelului neobișnuit de incertitudine asociat evaluărilor cantitative, plasează rata anuală a inflației la sfârșitul anului 2008 la nivelul de 6,7 la sută, cu 0,1 puncte procentuale peste cel prognozat în *Raportul asupra inflației* din luna august. Pentru 2009, inflația proiectată la finele anului se plasează la marginea superioară a intervalului țintei, în revizuire cu 0,3 puncte procentuale față de cea prognozată anterior (4,5 la sută față de 4,2 la sută). Ulterior, în prima parte a anului 2010, se anticipează convergența relativ rapidă a inflației proiectate către ținta centrală a indicatorului.

Revizuirea în sens ascendent a prognozei privind inflația la sfârșit de an în 2008 și 2009 este rezultatul influenței nefavorabile, comparativ cu coordonatele prognozei precedente, a unor evoluții recente și proiectate, inclusiv al materializării unor riscuri semnalate în Raportul din luna august. Un prim efect nefavorabil este generat de presiuni mai ample provenite din partea inflației de bază CORE2, evaluare ce poate fi coroborată menținerii la un nivel semnificativ a presiunilor inflaționiste provenind din partea cererii agregate din economie, mai ales pe parcursul anului curent. Încetinirea prevăzută a dinamicii activității economice externe din zona euro, ale cărei efecte sunt anticipate să se manifeste cu intensitate maximă în prima parte a anului viitor, este de așteptat să contribuie, prin traiectoria excesului de cerere, la o atenuare a presiunilor inflaționiste resimțite la nivelul prețurilor coșului bunurilor de consum. Un alt efect provine din re poziționarea cursului de schimb al monedei naționale, la începutul intervalului de prognoză, la un nivel mai ridicat față de proiecția anterioară,

ceea ce produce efecte nefavorabile asupra dinamicii prețurilor de import (în prima parte a intervalului) și, *ceteris paribus*, a restrictivității condițiilor monetare reale. Pe termen scurt, însă, este de așteptat ca ajustarea menționată a cursului de schimb să exercite un efect temporar de comprimare a excesului de cerere, prin creșterea costurilor exprimate în lei ale împrumuturilor și serviciului datoriiilor contractate de agenții economici în valută (efectul de avuție și bilanț). Efecte de același sens asupra excesului de cerere ar putea fi rezultatul unei accentuări, comparativ cu ipotezele scenariului de bază, a dezintermedierii financiare, al unei eficiențe sporite a măsurilor de temperare a creditării impuse de BNR sau al unei contracții a dinamicii profiturilor reinvestite de către agenții economici nerezidenți. La revizuirea în sens ascendent a proiecției contribuie și un scenariu de creștere mai rapidă a prețurilor administrate, precum și presupunerea unei diminuări mai lente a anticipațiilor inflaționiste comparativ cu prognoza anterioară. Aceste influențe nefavorabile sunt atenuate de un scenariu mai favorabil, pe întregul interval de prognoză, privind inflația combustibililor.

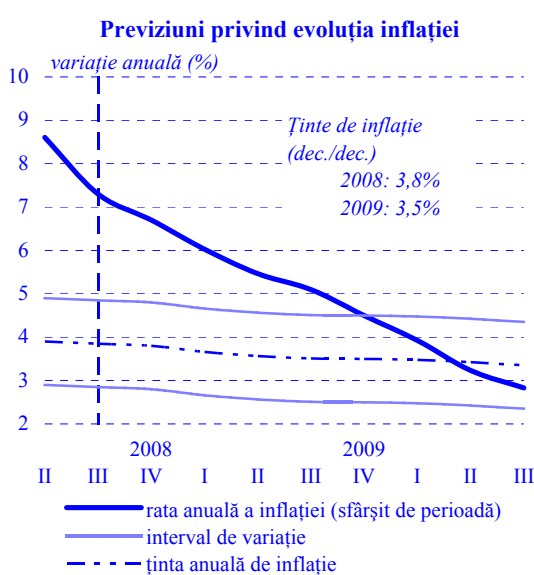
Este de așteptat ca majorările anterioare ale ratei dobânzii de politică monetară, măsurile prudențiale adoptate de BNR în scopul temperării creșterii creditării, efectul de avuție și bilanț al dinamicii cursului de schimb și constrângerile generate de criza financiară internațională asupra dinamicii creditului să exercite un efect combinat asupra cererii agregate, urmând a se manifesta cu intensitate maximă pe parcursul anului 2009. Scenariul de bază al proiecției prevede eliminarea temporară în trimestrele II-III 2009 a excesului de cerere, cu efecte favorabile dezinflației, pe fondul unei comprimări anticipate a dinamicii PIB potențial din acel an. Ulterior, pe baza datelor disponibile în acest moment și sub rezerva nivelului ridicat de incertitudine, ritmul activității economice este de așteptat să revină la valori ușor mai ridicate, pe măsura anticipării unei atenuări a constrângerilor generate de criza financiară. Politica monetară își va menține conduita fermă pe întreg intervalul de prognoză pentru a atenua șocurile inflaționiste prevăzute din partea prețurilor importurilor, a prețurilor administrate și a politicii fiscale și de venituri. Aceasta va permite reintrarea inflației în intervalul din jurul țintei în trimestrul I 2010.

Incertitudinile majore generate de criza financiară globală cu privire la natura și la durata efectelor acesteia asupra economiei mondiale și a celei naționale au consecințe importante atât asupra configurării scenariului de bază al proiecției, cât și a identificării și cuantificării efectelor factorilor de risc considerați ca având cea mai ridicată probabilitate de manifestare în exercițiul curent. Pentru acest trimestru, riscurile asociate evoluțiilor prețurilor petrolului și altor materii prime, ale prețurilor administrate și ale celor volatile ale mărfurilor alimentare, precum și riscurile asociate dinamicii cursului de schimb sunt relativ simetric distribuite în

jurul traiectoriei proiectate a inflației IPC din scenariul de bază. Cu alte cuvinte, fiecare din factorii menționați anterior prezintă, date fiind informațiile disponibile în prezent, probabilități relativ egale de a se abate în sus sau în jos de la ipotezele privind dinamica acestora din scenariul de bază. În aceste condiții, în raport cu factorii particulari de risc a căror materializare s-ar putea produce, traiectoria proiectată a ratei inflației ar urma să fie revizuită în mod corespunzător în jurul traiectoriei descrise de scenariul de bază. Pe de altă parte, riscurile asimetrice ale unei inflații mai mari datorate creșterii semnificativ mai rapide a salariilor decât cea a productivității muncii și unei politici fiscale mai stimulante sunt parțial contrabalansate de riscul unei inflații mai reduse, posibilă în urma unei încetiniri mai însemnate decât în scenariul de bază a creșterii economice, drept consecință a crizei financiare globale.

1. Scenariul de bază al proiecției

1.1. Perspectivele inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

Intensificarea recentă a crizei de pe piețele financiare internaționale, în contextul dificultăților majore de cuantificare a impactului acesteia asupra unui spectru larg de variabile macroeconomice, asociază o incertitudine ridicată evaluărilor cantitative descrise în scenariul de bază curent. Așa cum se anticipa în Raportul asupra inflației din luna august, rata anuală a inflației IPC a atins în luna iulie valoarea de 9,04 la sută, înscriindu-se, începând cu luna august, pe un trend descrescător, anticipat a se menține pe întregul orizont al proiecției. Cu toate acestea, magnitudinea șocurilor recente care au afectat inflația – atât direct, cât și indirect (în principal, prin creșteri ale prețurilor la energie și alimente) – va menține indicatorul peste limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale până în trimestrul III 2009. În aceste condiții, rata anuală proiectată a inflației va fi de 6,7 la sută la sfârșitul anului curent, respectiv 4,5 la sută în 2009. Acestea depășesc cu 0,1 puncte procentuale (2008), respectiv 0,3 puncte procentuale (2009) valorile publicate în Raportul asupra inflației din luna august (pentru anul 2009, valoarea proiectată a inflației este poziționată la limita superioară a intervalului de variație stabilit în jurul țintei centrale). Pe fondul incertitudinii neobișnuite cu privire la perspectivele de evoluție ale economiei, atât pe termen scurt, cât și pe termen mediu, abaterile posibile în ambele sensuri de la traiectoria prognozată a inflației

sunt apreciate ca având o relevanță sporită în exercițiul curent de prognoză⁴⁴.

Tabelul nr. 5.1. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

procente

Perioada	T4 2008	T1 2009	T2 2009	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2010
Țintă	3,8				3,5			
Proiectată	6,7	6,0	5,5	5,1	4,5	3,9	3,2	2,8

Comparativ cu Raportul din august, revizuirea în sens ascendent a valorilor proiectate ale inflației pe întregul orizont relevant se datorează:

- unor presiuni inflaționiste în creștere din partea cererii agregate, vizibile cu precădere în prima parte a intervalului; pentru anul curent, evaluarea este susținută de performanța economică notabil mai bună din trimestrul II a.c.⁴⁵ comparativ cu valorile proiectate anterior, dar și de anticiparea unei dinamici favorabile a PIB în trimestrul III; pentru 2009, alimentarea excesului de cerere provine, *ceteris paribus*, din proiectarea unei conduite a politicii fiscale și de venituri mai puțin restrictive față de ipotezele avute în vedere în august (pentru unele detalii referitoare la impactul politicii fiscale asupra proiecției inflației, a se vedea *Caseta 1*). Nivelul ridicat de incertitudine asociat efectelor recente ale crizei de pe piețele internaționale ar putea însă abate ritmul de creștere a PIB în sens descendent de la valorile proiectate în scenariul de bază⁴⁶,

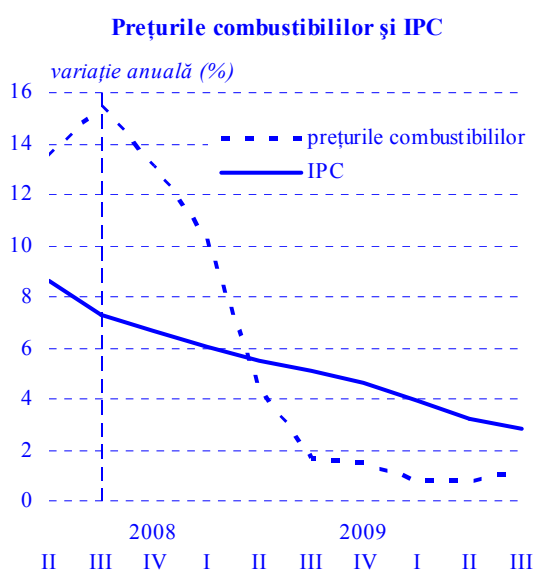
⁴⁴ Pornind de la o suită de scenarii calitative formulate de experți ai BNR privind posibile efecte viitoare ale turbulențelor financiare internaționale, în ședința din 30 octombrie a.c., Consiliul de administrație al BNR a apreciat că pentru runda curentă de proiecție, probabilitatea asociată unor scenarii ce indică plasarea ratei inflației IPC peste/sub traiectoria centrală a indicatorului din scenariul de bază este semnificativă și relativ echilibrat distribuită între aceste două tipuri de scenarii. De asemenea, Consiliul de administrație a formulat opinia că pe parcursul orizontului proiecției, magnitudinea acestor abateri ar putea fi aproximată de o bandă descrisă de incertitudinea istorică asociată proiecțiilor privind inflația (în condițiile în care perspectivele privind inflația publicate în *Raportul asupra inflației* sunt o rezultată a proiecțiilor realizate cu ajutorul modelului de prognoză pe termen mediu – MAPM și a evaluărilor Consiliului de administrație al BNR, incertitudinea istorică menționată anterior ar putea fi descrisă de erorile de prognoză ale inflației anuale IPC decurgând exclusiv din utilizarea MAPM – pentru detalii, a se vedea și secțiunea 1.4 *Riscuri și incertitudini asociate proiecției*).

⁴⁵ Conform datelor statistice publicate de INS pentru trimestrul II.

⁴⁶ Aceasta ar putea avea loc atât pe fondul confirmării unor temeri cu privire la acuratețea datelor statistice comunicate de INS (a se vedea nota de subsol 51 din *Raportul asupra inflației* din august), cât și al posibilității unei decelerări mai ample a activității economice interne pe parcursul anului 2009, ce ar putea proveni dintr-o încetinire considerabil mai substanțială a dinamicii PIB din zona euro (principalul partener comercial al României) față de ipotezele utilizate în scenariul de bază.

având, astfel, ca efect diminuarea presiunilor inflaționiste provenind din această sursă;

- reconsiderării magnitudinii presiunilor inflaționiste provenind din partea inflației de bază CORE2, pe fondul unei dinamici mai puțin favorabile a prețurilor de import, respectiv a ipotezei unei diminuări ceva mai lente a anticipațiilor inflaționiste, cu precădere în prima parte a orizontului proiecției;
- amplificării presiunilor exogene asociate ajustărilor preconizate prețurilor administrate; în cadrul scenariului de bază curent, eficacitatea politicii monetare de a contracara presiunile inflaționiste de runda a doua provenind din această sursă într-un orizont de timp compatibil cu încadrarea inflației în intervalul țintă la sfârșitul anului viitor este limitată de amânarea pentru prima parte a anului 2009 a unor ajustări ale prețului gazelor naturale preconizate inițial pentru anul curent⁴⁷.



Sursa: INS, calcule BNR

Procesul de dezinflație, inițiat încă din trimestrul III, este prevăzut să acționeze pe întregul orizont de opt trimestre. Comparativ cu trimestrul III, dinamica descendentă a inflației anuale IPC este sprijinită, pe parcursul trimestrului IV, de manifestarea unui efect statistic favorabil⁴⁸, dar și de revizuirea în sens descendent a traiectoriei proiectate a inflației combustibililor⁴⁹ (comparativ cu Raportul din august, aceasta este preconizată să acționeze favorabil asupra inflației pe întregul orizont de opt trimestre). Influența mai puțin favorabilă comparativ cu raportul anterior venită din partea grupei legumelor, fructelor și ouălor cu prețuri volatile și a dinamicii proiectate a prețurilor administrate ar putea fi compensată, mai ales pe parcursul anului viitor, de efectul asupra exporturilor nete al încetinirii preconizate a ritmului de creștere a cererii adresate de zona euro⁵⁰. Aceasta decurge, pe de-o parte, din anticiparea unei comprimări substanțiale a ritmului de creștere a cererii externe (zona euro) pentru produsele românești în 2009, iar pe de altă parte, dintr-o conduită a politicii monetare ce va contracara treptat excesul de cerere, în concordanță cu decalajele

⁴⁷ Detalii privind ipotezele exogene de fundamentare a scenariului de bază sunt prezentate în secțiunea 1.2. *Presiuni exogene asupra inflației*.

⁴⁸ În condițiile excluderii din calculul inflației anuale IPC a valorilor ridicate aferente trimestrului IV al anului 2007 și ale includerii inflației aferente trimestrului IV al anului curent.

⁴⁹ Fundamentarea scenariului privind prețul combustibililor a luat în calcul un preț mediu al petrolului de 90\$/baril în trimestrul IV 2008 (a se vedea secțiunea 1.2.). Incertitudinile de pe plan internațional, ce se răsfrâng și asupra dinamicii cererii și ofertei adresate acestui produs și care s-ar putea materializa sub forma unei volatilități substanțiale – în ambele sensuri – ale prețului petrolului față de nivelul menționat anterior, au îndreptățit, mai mult decât în rundele anterioare, adoptarea ipotezei menținerii constante a acestuia pe întregul orizont al proiecției.

⁵⁰ Principalul partener comercial al României.

structurale specifice propagării impulsurilor acesteia asupra activității economice reale.

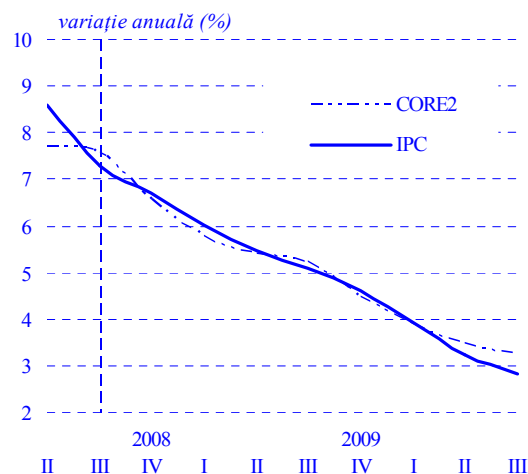
Conform scenariului de bază, inflația anuală CORE2 se va poziționa pe o traiectorie inferioară celei a întregului coș al bunurilor de consum în cea mai mare parte a orizontului proiecției, favorizând, astfel, procesul de dezinflație. În mod similar Raportului din august, se anticipează inversarea, începând din trimestrul IV a.c., a ciclului de creșteri succesive ale inflației CORE2 inițiat în trimestrul III 2007. Proiecția prevede că indicatorul se va înscrie pe o traiectorie neîntrerupt descendentă pe parcursul următoarelor opt trimestre, atingând 4,5 la sută la sfârșitul anului viitor (în creștere cu 0,5 puncte procentuale față de valoarea corespunzătoare din raportul anterior). Repoziționarea inflației de bază pe un palier superior valorilor publicate în august este rezultatul influenței mai puțin favorabile exercitate de prețurile de import, cel puțin în primele trimestre ale orizontului de prognoză – în condițiile revizuirii prognozelor privind inflația prețurilor de consum din zona euro și ale preconizării unui curs de schimb mai depreciat în ultimul trimestru al anului curent – dar și ale unor așteptări inflaționiste ce urmează a reflecta parțial nivelul mai ridicat al inflației interne IPC de pe parcursul anului viitor.

Din rândul componentelor coșului bunurilor de consum, prețurile bunurilor administrate sunt preconizate a înregistra creșteri mai rapide decât inflația IPC pe întregul orizont. Inflația combustibililor, deși superioară celei a întregului coș în primele două trimestre (trimestrul IV 2008 și I 2009), este proiectată să se repoziționeze ulterior pe o traiectorie favorabilă dezinflației, beneficiind în principal de ipoteza unei dinamici mai favorabile a prețului petrolului (a se vedea nota de subsol 6 și Secțiunea 1.2.). La rândul lor, prețurile volatile ale legumelor, fructelor și ouălor, deși sunt prevăzute a consemna creșteri mai accentuate comparativ cu valorile publicate în august, urmează să favorizeze pe tot parcursul proiecției convergența treptată a inflației IPC către intervalul țintă.

1.2. Presiuni exogene asupra inflației

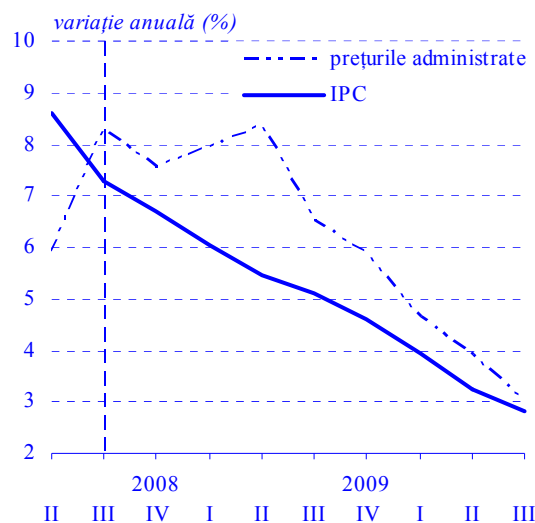
În scenariul de bază, contribuția cumulată a componentelor exogene ale inflației prețurilor de consum este mai mică cu 0,3 puncte procentuale în 2008 față de cea anticipată în *Raportul asupra inflației* din august 2008, în timp ce pentru anul 2009 această contribuție este estimată a fi cu 0,4 puncte procentuale mai mare. Pentru anul curent, acestea provin în principal din partea contribuției mai favorabile a accizelor pentru țigarete, în timp ce pentru anul 2009, decurg, în principal, din ajustări de mai mare amploare ale prețurilor administrate. Față de proiecția anterioară, contribuția prețurilor volatile ale alimentelor (legume, fructe, ouă) a fost ușor revizuită în sens ascendent, atât în 2008, cât și în 2009.

CORE2 și IPC



Sursa: INS, calcule BNR

Prețurile administrate și IPC



Sursa: INS, calcule BNR

Accizele pentru țigarete au o contribuție suplimentară la inflația prețurilor de consum din 2009 ca urmare a revizuirii ascendente a cursului de schimb de referință utilizat la calcularea accizei în lei (3,7364⁵¹ lei/euro) comparativ cu valoarea acestuia utilizată în proiecția anterioară.

Rata anuală de creștere a prețurilor administrate și cea a prețurilor volatile ale alimentelor sunt prezentate în tabelul nr. 5.2.

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

procente

	Prețuri administrate		Prețurile volatile ale alimentelor	
	2008	2009	2008	2009
Proiecția curentă	7,6	5,9	0,8	4,2
Proiecția anterioară	7,3	4,7	0,2	4,1

Contribuția mai amplă pe care prețurile administrate o au la nivelul inflației prețurilor de consum atât în 2008, cât și în 2009 se datorează: (i) amânării pentru anul 2009 a unor majorări ale prețurilor energiei electrice prevăzute inițial pentru anul 2008; (ii) preconizării unor majorări mai mari decât cele anticipate anterior ale prețului gazelor naturale în 2009; (iii) creșterii tarifelor la telefonia fixă și mobilă datorită deprecierei recente a monedei naționale; (iv) majorării valorii în lei a accizelor pentru carburanți și energie electrică datorită stabilirii unui curs de schimb de referință pentru anul 2009 mai puțin favorabil comparativ cu cel luat în calcul în proiecția anterioară.

Scenariul curent al evoluției prețurilor la energie electrică, termică și gaze naturale este sintetizat în tabelul nr. 5.3.

Tabelul nr. 5.3. Scenariul privind evoluția prețurilor energetice

procente

	Energie electrică		Energie termică		Gaze naturale	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Proiecția curentă	4,5	3,5	7,5	9,3	22,0	15,5
Proiecția anterioară	4,4	3,5	16,77	8,32	21,43	8,15

Ipotezele privind variabilele externe utilizate în proiecția curentă sunt marcate de incertitudinea generată de amplificarea recentă a crizei de pe piețele financiare internaționale. Ultimele date statistice au îndreptățit o revizuire în sens ascendent a ratei proiectate a inflației din zona euro la valoarea de 3,3 la sută pentru

⁵¹ Conform legislației în vigoare, cursul de schimb de referință utilizat pentru calculul accizelor în lei pe parcursul anului 2009 este cel stabilit de Banca Centrală Europeană la data de 1 octombrie 2008.

întregul an 2008. Această ajustare se datorează amplificării presiunilor salariale și a efectelor de runda a doua provenite din creșterile anterioare ale prețurilor materiilor prime (în principal ale petrolului) și alimentelor. Pentru anul 2009 însă, incertitudinea ridicată, reflectată chiar în prognozele instituțiilor abilitate, a impus păstrarea prognozei referitoare la inflația din zona euro la valoarea de 2,1 la sută. Chiar Banca Centrală Europeană⁵² avertizează că riscurile care se manifestă în prezent în sensul creșterii inflației sunt percepute ca fiind inferioare riscului temperării acesteia ce ar putea decurge din diminuarea substanțială a dinamicii activității economice, mai ales pe parcursul anului viitor. Din cauza volatilității înregistrate pe piețele financiare internaționale, în scenariul de bază s-a adoptat ipoteza expert a menținerii cursului de schimb USD/EUR și a prețului petrolului la valori constante pe tot orizontul de proiecție. Scenariul privind rata dobânzii EURIBOR la 3 luni este determinat pe baza cotațiilor contractelor *futures*. Nivelul acestor cotații ar putea fi supus unor presiuni de sens contrar generate, pe de-o parte, de reducerea ratei dobânzii de politică monetară de către Banca Centrală Europeană (presiuni în sensul scăderii), iar pe de altă parte, de mărirea primei de lichiditate indusă de situația prezentă de pe piețele financiare (presiuni în sensul creșterii).

Evoluția așteptată a variabilelor externe incluse în proiecție este prezentată în tabelul nr. 5.4.

Tabelul nr. 5.4. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	2008	2009
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (%)*	4,95	4,25
Prețul petrolului (dolar/baril)**	108	90
Curs euro/dolar*	1,36	1,36
Inflația anuală din zona euro (%)**	3,30	2,10

* Valoare în trimestrul IV

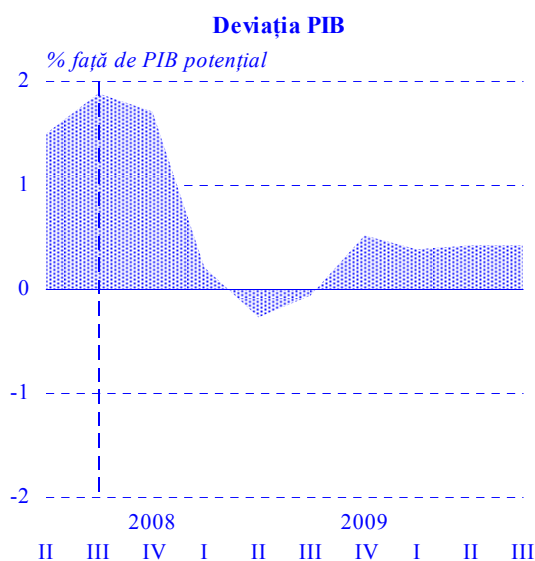
** Valori anuale

1.3. Presiuni din partea cererii agregate

1.3.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

Evaluările privind evoluțiile viitoare ale variabilelor macroeconomice sunt afectate de gradul ridicat de volatilitate asociat evoluțiilor curente pe piețele internaționale, cu efecte pe termen scurt și mediu asupra economiei naționale, a căror potențială magnitudine este grevată de un grad ridicat de incertitudine.

⁵² Buletinul lunar al Băncii Centrale Europene, octombrie 2008.



Sursa: INS, calcule BNR

Produsul intern brut real a înregistrat o rată de creștere în cel de-al doilea trimestru al anului 2008 de 9,3 la sută, dinamică marginal superioară celei prognozate în *Raportul asupra inflației* din august. Pentru trimestrul curent se preconizează menținerea unui ritm de creștere accentuat, acesta urmând să se tempereze începând cu trimestrul IV. Se estimează că și în trimestrul curent ritmul de creștere a PIB potențial se menține la niveluri ridicate, atât ca rezultat al ratelor ridicate de creștere a investițiilor din perioadele anterioare, cu impact pozitiv asupra productivității din intervalele recente, cât și al producției agricole semnificativ mai bune comparativ cu anul anterior. Cu toate acestea, în trimestrul III, cererea se situează peste nivelul potențial al PIB, fiind aparent neafectată până în acest trimestru de criza de pe piețele financiare internaționale. Excesul de cerere din trimestrul III înregistrează o creștere comparativ cu valoarea acestuia din trimestrul II. Se apreciază că pentru anul 2009 ritmul de creștere a PIB potențial va înregistra o reducere comparativ cu anul 2008 în condițiile în care se ține seama de ipoteza propagării efectelor restrângerii preconizate a activității investiționale.

Prin prisma utilizării PIB, consumul final reprezenta în trimestrul II 84,5⁵³ la sută din PIB, în timp ce formării brute de capital fix îi reveneau 31,9 la sută. Se estimează că această din urmă componentă, cu impact semnificativ asupra potențialului de creștere economică, își menține în trimestrul curent dinamica anuală reală de aproximativ 30 la sută, valoare relativ similară celor observate pe parcursul ultimelor cinci trimestre. Dezechilibrul existent între PIB realizat de economia românească și absorbția internă este reflectat de nivelul încă ridicat al deficitului balanței comerciale⁵⁴ din trimestrul III care susține evaluarea menținerii în această perioadă a unui exces de cerere semnificativ.

Consumul final al populației⁵⁵ este estimat să se situeze în trimestrul III peste nivelul său de trend, având o dinamică anticipată net superioară celei a produsului intern brut. Sursele de finanțare a consumului sunt reprezentate de veniturile populației și

⁵³ Date nominale cumulate pe patru trimestre.

⁵⁴ Dinamica anuală a deficitului balanței comerciale cumulat pe 12 luni este totuși în reducere continuă începând cu luna decembrie 2007; ultimele date disponibile sunt aferente lunii august 2008.

⁵⁵ Comerțul cu amănuntul de mărfuri își menține dinamica ridicată, rata de creștere anuală a acestuia în luna august fiind de 13,3 la sută. În schimb, comerțul auto și de carburanți și-a încetinit dinamica anuală în ultimele luni, înregistrând în luna august o rată de creștere de 6,1 la sută.

de credite. În pofida decelerării activității de creditare⁵⁶, aceasta se află încă la niveluri ridicate, alimentând, alături de salarii, presiunile inflaționiste atribuite cererii agregate din economie. Salariul net real și rata șomajului – situate și în trimestrul III peste tendința de evoluție a acestora pe termen mediu – sugerează persistența presiunilor de pe piața muncii⁵⁷. Consumul public are cea mai scăzută dinamică proiectată dintre componentele de utilizare a PIB, dar deficitul bugetar programat pentru acest an, corelat cu structura cheltuielilor publice, orientate preponderent spre consum, acționează în direcția amplificării excesului de cerere, ca și consumul final al populației.

În trimestrul curent, formarea brută de capital fix este apreciată să se situeze peste tendința de evoluție pe termen mediu, urmând cel mai probabil să fie afectată negativ de condițiile cererii atât pe plan internațional, cât și intern⁵⁸. Dinamica sa ridicată este rezultatul atât al investițiilor în utilaje, cu impact direct asupra re tehnologizării firmelor, dar mai ales al investițiilor în construcții. Deși situat pe un trend descendent, ritmul anual de creștere a creditului real pe termen mediu și lung destinat agenților economici, ca sursă importantă de finanțare a investițiilor, s-a menținut în luna septembrie la niveluri ridicate. Investițiile străine directe și-au continuat dinamica pozitivă, crescând în primele 8 luni ale anului 2008 cu aproximativ 35 la sută, față de aceeași perioadă a anului anterior. Pe de altă parte, ponderea importurilor de bunuri de capital în total importuri a scăzut în trimestrul II față de perioada anterioară, iar producția industrială de bunuri de capital a înregistrat în trimestrul III⁵⁹ o reducere comparativ cu trimestrul anterior.

Deficitul comercial cumulat pe ultimele 12 luni și-a redus în continuare dinamica anuală, înregistrând în august o creștere anuală de 13,0 la sută. Exporturile⁶⁰ au depășit pentru al doilea

⁵⁶ Rata anuală de creștere a stocului real al creditelor de consum total s-a situat în trimestrul III la 43,0 la sută comparativ cu valori de aproximativ 60 la sută în trimestrele anterioare, în timp ce dinamica echivalentă pentru creditul către populație pe termen scurt este de 34,8 la sută comparativ cu ritmuri de creștere de peste 50 la sută în primele două trimestre ale anului 2008.

⁵⁷ În condițiile în care se materializează decelerarea semnificativă a dinamicii PIB, utilizarea într-un grad mai redus a capacităților de producție va relaxa într-o anumită măsură presiunile de pe piața muncii.

⁵⁸ Această conjunctură se datorează perspectivelor nefavorabile ale creșterii economice din zona euro (care acționează în sensul restrângerii investițiilor străine orientate inclusiv spre România) și restrictivității sporite a condițiilor interne de creditare.

⁵⁹ Ultimele valori disponibile sunt aferente lunilor iulie și august.

⁶⁰ Datele au ca sursă balanța de plăți și sunt disponibile până în luna august, întrucât datele din conturile naționale sunt disponibile doar până în trimestrul II 2008. Valorile sunt exprimate în euro, iar comparațiile între trimestre sunt realizate pe baza valorii medii aferente fiecărui trimestru.

trimestru consecutiv importurile din punct de vedere al ratei de creștere anuale, dinamica pozitivă reflectând evoluțiile favorabile înregistrate de producția industrială și de productivitatea muncii în industrie pe parcursul anului. Totuși, ultimele date disponibile⁶¹ privind activitatea din industrie și evoluția cererii în principalele țări partenere indică o posibilă decelerare a dinamicii acestora în perioadele următoare. În privința importurilor, persistența unor niveluri ridicate, deși în decelerare, este susținută de evoluția pozitivă a veniturilor disponibile ale populației.

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

Moneda națională s-a apreciat atât în termeni nominali, cât și reali comparativ cu trimestrul anterior. Aprecierea în termeni nominali înregistrată în primele două luni ale trimestrului III s-a manifestat pe fondul unei conjuncturi internaționale relativ stabile. O serie de evoluții interne, respectiv realizarea unei creșteri economice și a unei dinamici a exporturilor peste nivelurile așteptate, traiectoria ascendentă a ratelor dobânzilor și reducerea ratei inflației au contrabalansat potențialele efecte negative datorate persistenței unui deficit ridicat de cont curent, contribuind astfel la aprecierea monedei naționale în raport cu trimestrul trecut.

Începând cu luna septembrie mediul economic extern a cunoscut o deteriorare rapidă, ca urmare a transmiterii efectelor crizei creditelor ipotecare din SUA înspre Europa. Astfel, pe fondul unei deteriorări acute a încrederii în sectorul financiar la nivel internațional, însoțită și de o scădere a atractivității fondurilor plasate în economiile emergente⁶², a avut loc și deprecierea în termeni nominali a leului. Incertitudinea asociată încă posibilelor efecte ale crizei financiare internaționale este transmisă și în evaluarea evoluțiilor viitoare ale cursului de schimb al monedei naționale. În prezentul context internațional, probabilitatea de manifestare a unor factori conjuncturali de influență asupra cursului de schimb necorelați cu factorii fundamentali este în mod evident mai ridicată față de situația în care piețele financiare internaționale ar funcționa într-un regim de normalitate. Pe termen mediu, în funcție de persistența efectelor crizei financiare internaționale, este de așteptat ca factorii fundamentali să aibă rolul dominant în determinarea traiectoriei cursului de schimb, procesul de convergență reală a României către economia zonei euro susținând o tendință normală de apreciere moderată în

⁶¹ În august 2008 producția industrială a scăzut față de aceeași lună a anului anterior cu 1,5 la sută, reflectând și reducerea cu 8,7 la sută față de luna anterioară.

⁶² Ca urmare a aversiunii sporite față de risc a investitorilor vizavi de asemenea plasamente în condițiile procesului global de dezințiere financiară și orientării către active cu risc cât mai redus și randamente scăzute.

termeni reali a cursului de schimb (pentru detalii, a se vedea și subsecțiunea 1.3.3).

În trimestrul III influența cursului de schimb asupra cererii agregate și a presiunilor inflaționiste viitoare transmisă prin intermediul canalului exportului net este apreciată ca fiind restrictivă. Totodată, aprecierea nominală, înregistrată în special în primele două luni ale trimestrului, a contribuit la reducerea prețurilor de import, având astfel un efect favorabil asupra inflației.

Aționând în vederea readucerii inflației pe traiectoria compatibilă cu atingerea țintelor de inflație, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședințele sale din 26 iunie și 31 iulie 2008 majorarea ratei dobânzii de politică monetară cu 0,50 puncte procentuale (cumulat), până la nivelul de 10,25 la sută pe an. În condițiile unei gestionări ferme a lichidității pe piața monetară, rata nominală medie efectivă a dobânzii plasamentelor băncilor comerciale la BNR a avut, de asemenea, o evoluție ascendentă. În consecință, ecartul acesteia față de rata dobânzii de politică monetară s-a menținut la niveluri reduse. Temperarea așteptărilor inflaționiste comparativ cu valorile din trimestrul anterior imprimă o creștere a ratei reale a dobânzii.

Rata dobânzii BNR influențează activitatea economică în mod indirect, prin intermediul ratelor dobânzilor practicate de băncile comerciale în relațiile cu clienții lor. De regulă, modificările ratei dobânzii efective a BNR afectează economia cu o întârziere determinată de procesul normal de ajustare treptată a ratelor dobânzilor băncilor comerciale. În ultimele două trimestre însă, dinamica ratelor nominale ale dobânzilor la depozite a fost superioară celei înregistrate de rata dobânzii efective a BNR, reflectând atât încorporarea majorărilor succesive ale dobânzii efective a BNR din ultimele trimestre, cât și orientarea instituțiilor financiare către atragerea de depozite în condițiile reducerii accesului la surse de finanțare externe și ale unei lichidități relativ mai scăzute și distribuite neuniform pe piața monetară interbancară. Continuarea dinamicii ascendente a ratelor reale ale dobânzilor a fost favorizată și de reducerea așteptărilor inflaționiste în trimestrul curent. Astfel, începând cu trimestrul III, impactul cumulat al ratelor reale ale dobânzilor bancare asupra activității economice a devenit restrictiv, acesta accentuându-se mai ales după octombrie 2008.

Pe ansamblu, în trimestrul III, condițiile monetare reale reflectate de evoluțiile cursului de schimb al monedei naționale și ale ratelor dobânzilor practicate de instituțiile financiare în relațiile cu clienții își sporesc efectul restrictiv asupra cererii agregate și inflației viitoare.

1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

Scenariul de bază al proiecției curente prevede revizuirea în sens ascendent a excesului de cerere pe parcursul anului curent. Dinamica efectivă (din trimestrul II a.c.), respectiv anticipată (pentru trimestrul III a.c.) mai amplă, a activității economice comparativ cu Raportul din august a impus corecția în sens ascendent a presiunilor inflaționiste asociate cererii agregate din economie (deviație PIB în creștere cu 0,2 puncte procentuale în trimestrul II, respectiv 0,7 puncte procentuale în trimestrul III). Pentru trimestrul IV a.c., *ceteris paribus*, atât revizuirea în sens ascendent a perspectivelor creșterii economice față de valorile din runda anterioară, cât și anticiparea unui impuls mai stimulativ la adresa cererii agregate provenind din partea politicii fiscale vor continua să alimenteze presiunile resimțite de inflația de bază CORE2.

Influența dinamicii condițiilor monetare reale beneficiază în cadrul orizontului curent de proiecție și de impactul măsurilor prudențiale având ca obiect temperarea creșterii creditării, norme elaborate de către BNR ulterior publicării *Raportului asupra inflației* din august⁶³. Incertitudinea neobișnuită asociată celor mai recente evoluții de pe piețele financiare internaționale⁶⁴ ar putea abate temporar cursul de schimb al monedei naționale de la traiectoria compatibilă cu acțiunea, pe termen mediu, a factorilor fundamentali ai dinamicii acestuia. În aceste condiții, este de așteptat persistența unei volatilități mai ample a cursului de schimb al monedei naționale în ambele direcții, cu efect direct asupra poziționării leului vizavi de monedele care concentrează cea mai amplă expunere a agenților economici debitori în valută. Astfel, concentrarea într-o anumită etapă a ciclului de afaceri a unor presiuni – volatile – posibil mai ample în direcția deprecierei monedei naționale s-ar putea materializa, pe de-o parte, într-o încetinire suplimentară semnificativă a ritmului de creștere a cererii de credite noi în valută⁶⁵ din partea agenților economici, iar pe de altă parte, într-o comprimare a volumului resurselor disponibile pentru consum și investiții în cazul agenților economici, care au contractat credite în valută în perioadele anterioare, dar al căror serviciu curent al datoriei ar urma să fie îngreunat de evoluția

⁶³ Setul măsurilor prudențiale este prezentat în Regulamentul BNR nr. 11/2008.

⁶⁴ Acestea vizează manifestarea la scară globală a unui proces de dezintermediere financiară, însoțit de creșterea aversiunii la risc față de o întreagă clasă regională de active financiare (în care se încadrează și cele din România) și reorientarea capitalurilor către active definite printr-un nivel redus al riscului și, implicit, al randamentelor generate.

⁶⁵ Efect suplimentar față de cel care decurge din implementarea reglementării prudențiale menționate anterior privind temperarea creditării ce urmează să acționeze atât asupra volumului creditelor acordate în lei, cât și a celor denominate în valută.

cursului de schimb al leului⁶⁶. În aceste condiții, prin intermediul efectului de avuție și bilanț al cursului de schimb, excesul de cerere din economie ar urma să fie diminuat în mod semnificativ, favorizând, astfel, revenirea treptată a inflației către intervalul țintă⁶⁷.

Deși eliminarea excesului de cerere este prevăzută pentru prima parte a anului 2009 – cu un trimestru mai devreme decât se anticipa în Raportul din luna august – ea este însă preconizată a fi temporară. Pe baza datelor disponibile în acest moment, sub rezerva nivelului neobișnuit de ridicat de incertitudine, ritmul activității economice este de așteptat să revină la valori ușor mai ridicate în a doua parte a orizontului de prognoză pe măsura atenuării efectelor generate de constrângerile de ordin financiar ale crizei curente atât la nivelul societăților bancare, cât și al populației și agenților economici.

Evenimentele excepționale din ultimele săptămâni de pe piețele internaționale de capital (reflectate în mod corespunzător și pe piețele valutare) ridică însă multiple incertitudini cu privire la orizontul de timp necesar re poziționării monedei naționale în apropierea unor valori care să reflecte preponderent acțiunea factorilor fundamentali de influență a acestuia. Din rândul determinanților fundamentali ai cursului de schimb al leului, un *mix* adecvat al politicilor macroeconomice⁶⁸ pe parcursul orizontului proiecției este esențial, urmând a acționa favorabil, mai ales în situația unei disipări treptate a acțiunii factorilor conjuncturali asociați turbulențelor financiare internaționale.

Reflectând decalajele structurale de propagare a impulsurilor politicii monetare în economie, majorările succesive ale ratei

⁶⁶ În plus, pe fondul concurenței dintre băncile românești pentru atragerea de depozite din surse interne, dar și al turbulențelor financiare internaționale, ce ar putea avea ca efect direct imediat creșterea costurilor de accesare a finanțării în valută obținute de la băncile care au calitatea de acționari ai băncilor locale sau, în funcție de situație, de pe piețele de capital internaționale, este de așteptat ca băncile să decidă în favoarea unei restrictivități mai ample a standardelor și condițiilor de creditare impuse clienților acestora. Conform Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației aferent trimestrului II a.c. realizat în cadrul BNR, atât standardele cât și termenii și condițiile de creditare pentru companiile nefinanciare au devenit mai restrictive față de trimestrul anterior, așteptându-se o înăsprire a acestora pe parcursul trimestrului III și pentru creditele destinate populației. În măsura în care aceste așteptări se vor realiza, rezultatul direct ar fi o diminuare a ritmului de creștere a ofertei de surse de finanțare, cu efecte suplimentare de compresie a ritmului de creștere a creditării din economie.

⁶⁷ Este de amintit faptul că avansul semnificativ al creditării din ultimii ani a adăugat o componentă importantă creșterii potențiale a PIB intern, ce ar urma să fie înlăturată parțial, în condițiile unei decelerări semnificative a ritmului creditării pe parcursul orizontului de proiecție. În aceste condiții, reflectând evoluțiile menționate anterior, ritmul dinamicii activității economice interne – mai ales pe parcursul anului 2009 – ar urma să sufere o restrângere.

⁶⁸ Monetare, fiscale, structurale, de venituri.

dobânzii de politică monetară de pe parcursul anului curent au condus treptat la creșterea ratelor nominale ale dobânzilor practice de băncile comerciale. Ca urmare, evaluările interne din cadrul BNR⁶⁹ indică plasarea ratelor reale ale dobânzilor atât la depozitele atrase, cât și la creditele acordate în teritoriu restrictiv încă de pe parcursul trimestrului III. Nivelurile reale ale dobânzilor raportate la trendul acestora sunt proiectate să crească în prima parte a intervalului de prognoză, pe fondul menținerii restrictivității propagate a creșterilor succesive anterioare ale ratei dobânzii de politică monetară, exercitând presiuni în sensul temperării ritmului de creștere a creditului acordat sectorului privat și al ajustării comportamentului gospodăriilor în defavoarea consumului și în favoarea economisirii. Chiar și în condițiile unei decelerări anticipate a profiturilor reinvestite din partea agenților economici nerezidenți, se anticipează menținerea unui ritm rezonabil al dinamicii investițiilor din economie, pe seama, însă, a unei contribuții mai ample a componentei interne, în condițiile unui nivel mai ridicat al ratei interne a economisirii.

Pentru runda curentă, coordonatele politicii fiscale enunțate în Raportul din august au fost revizuite prin actualizarea la cele mai recente informații disponibile. Acestea se referă, pe de-o parte, la actualizarea bazelor macroeconomice necesare determinării componentelor corespunzătoare de venituri și cheltuieli ale bugetului de stat⁷⁰, iar pe de altă parte, la includerea în analiză a categoriilor de cheltuieli discreționare anunțate de autoritățile române în intervalul scurs de la proiecția precedentă. În aceste condiții, sub rezerva incertitudinii cu privire la posibile reconfigurări ale opțiunilor privind politicile financiare din domeniul public în urma alegerilor din noiembrie a.c., prognozele privind deficitul bugetar din intervalul 2008-2010 au fost revizuite în sens ascendent (deficit bugetar mai amplu), având ca efect – în condițiile unei componente bugetare ciclice revizuite ascendent⁷¹ – un impuls fiscal mai stimulativ la adresa cererii agregate din economie și, astfel, presiuni inflaționiste mai ample datorate acestei componente a *mix*-ului de politici macroeconomice.

⁶⁹ A se vedea subsecțiunea 1.3.1. *Presiuni ale cererii în perioada curentă*.

⁷⁰ Acestea încorporează ipotezele privind dinamica PIB și a componentelor sale din scenariul de bază al proiecției curente.

⁷¹ Aceasta decurge dintr-un exces de cerere anual mai amplu comparativ cu cel aferent runde anterioare.

Caseta 1. Proiecțiile fiscale și prognoza macroeconomică

În calitate de membră a Sistemului European al Băncilor Centrale (SEBC), Banca Națională a României îi revine obligația de a realiza bianual proiecții și evaluări independente ale politicii fiscale naționale, utilizând metodologia standard de prognoză și analiză dezvoltată în cadrul Grupului pentru Finanțe Publice al SEBC, care sintetizează experiența țărilor membre ale sistemului, dar și pe cea acumulată în cadrul Diviziei Politici Fiscale din BCE⁷².

Proiecțiile fiscale ale BNR sunt fundamentate pornind de la scenariul macroeconomic ce rezultă din modelul propriu de analiză și prognoză macroeconomică (MAPM). Proiecțiile variabilelor macroeconomice relevante (PIB, deflatori, consum, ocupare, salarii, dobânzi, cursuri de schimb etc.) interacționează cu măsurile discreționare pe partea de venituri și cheltuieli, luate de autoritățile cu atribuții în domeniu, pentru a produce o prognoză a soldului bugetului general consolidat (BGC) pentru anul în curs și următorii doi ani. Veniturile și cheltuielile BGC folosite sunt conforme cu ESA 95, care diferă de metodologia folosită la elaborarea Legii bugetare anuale⁷³.

Soldurile fiscale înregistrate sunt atât produsul deciziilor autorităților fiscale, cât și rezultatul influențelor factorilor aflați în afara controlului direct al acestora, în cadrul cărora predominante sunt fluctuațiile înregistrate de activitatea economică. Ajustarea soldului BGC cu influența factorilor ciclici înlesnește analiza politicilor bugetare și prin urmare proiecțiile veniturilor, cheltuielilor și soldurilor bugetare implicite sunt însoțite și de determinarea componentei structurale a acestora – conform unei metodologii unitare la nivelul SEBC. Din punct de vedere economic, ajustarea ciclică încearcă să determine mărirea soldului BGC care ar fi prevalat în situația în care economia ar fi fost la nivelul său potențial. Identificarea poziției fiscale structurale permite evaluarea modului în care politica fiscală își îndeplinește rolul de stabilizator macroeconomic, care presupune o conduită mai laxă în perioade de recesiune și respectiv mai restrictivă în perioade de „boom” economic. Procesul de prognoză și ajustarea ciclică se materializează în componentele de mai jos:

- **Soldul structural (engl. *structural fiscal position* sau *underlying fiscal position*)** este acea mărime a deficitului care ar fi prevalat în lipsa influențelor ciclului economic. Un exemplu⁷⁴ al descompunerii soldului bugetar este prezentat mai jos.

$$\begin{array}{rcccl}
 \text{Sold} & & \text{Sold} & & \text{Componentă} \\
 \text{efectiv} & = & \text{structural} & + & \text{ciclică} \\
 (-2\% \text{ din PIB}) & & (-2,5\% \text{ din PIB}) & & (0,5\% \text{ din PIB}) \\
 & & & & \uparrow \\
 & & \text{Componentă} & = & \text{Exces} \\
 & & \text{ciclică} & & \text{de cerere} \quad \times \quad \text{Senzitivitatea} \\
 & & (0,5\% \text{ din PIB}) & & (1\% \text{ din PIB}) & \quad \text{soldului bugetar} \\
 & & & & & \text{la excesul de cerere}^{75} \\
 & & & & & (0,50)
 \end{array}$$

- În dinamică soldul structural poate fi privit din perspectiva **poziției fiscale (engl. *fiscal stance* sau *orientation of fiscal policy*)** aceasta reflectând modificarea în soldul structural de la un moment la altul. Un indicator alternativ este **impulsul fiscal**, acesta fiind egal cu poziția fiscală, dar cu semn algebric schimbat. Un impuls fiscal pozitiv indică o politică fiscală mai laxă, cu efecte inflaționiste, chiar în situația în care deficitele efective ar fi în scădere. Dacă impulsul fiscal pozitiv coexistă cu un exces de cerere pe perioada analizată se poate aprecia că politica fiscală este **prociclică** – în sensul în care politica fiscală nu își îndeplinește rolul de stabilizator al ciclului economic ci, dimpotrivă, contribuie la amplificarea fluctuațiilor ciclice și a presiunilor inflaționiste din partea excesului de cerere.
- Impulsul pe care politica fiscală îl transmite economiei este introdus în modelul pe care BNR îl folosește pentru proiecție ca un element ce influențează cererea agregată din economie. Consistența între scenariul macroeconomic și proiecția fiscală este asigurată printr-un proces iterativ, în care cele două elemente interacționează până la convergență.
- Ajustarea ciclică a deficitelor bugetare este o procedură standard în analizele macroeconomice, aplicată în mod curent de instituții precum Comisia Europeană, OCDE, FMI, precum și de MEF român în contextul Programului de Convergență actualizat anual.

⁷² Metodologia utilizată de către SEBC este detaliată în caietele de studii numărul 77 și 579 ale BCE.

⁷³ Standardul ESA95 are ca principale diferențe față de metodologia cash înregistrarea veniturilor și cheltuielilor în sistem “accrual” (pe bază de angajamente, nu de plăți efective precum în sistemul cash) și tratamentul fondurilor UE (UE este considerat în sistem ESA95 un sector separat). Detalii sunt disponibile în “Government Finance Statistics Guide – January 2007” BCE, 2007.

⁷⁴ Cifrele utilizate în calculele din acest exemplu sunt ipotetice și au scop pur ilustrativ, nefiind asociate unei situații istorice concrete sau unei prognoze a BNR.

⁷⁵ Acest coeficient indică modificarea soldului bugetar (ca pondere în PIB) la o variație a excesului de cerere de 1 punct procentual.

După cum s-a menționat deja în subsecțiunea 1.1., unul dintre principalii determinanți ai dinamicii excesului de cerere pe parcursul orizontului proiecției curente este evoluția proiectată a cererii externe de produse românești provenind de la principalul partener comercial, zona euro. Comprimarea cererii agregate din zona euro, așteptată a fi vizibilă încă de la sfârșitul anului 2008, dar care este prognozată a se intensifica cu precădere pe parcursul anului 2009, va decurge, pe fondul turbulențelor majore de la nivel internațional, din dificultăți sporite ale agenților economici de accesare a surselor de finanțare, generând, astfel, un efect de contaminare la nivelul activității economice reale, ce urmează a se manifesta sub forma unei temperări anticipate a tuturor componentelor cererii agregate.

1.4. Riscuri asociate proiecției

Contextul economic internațional, grevat de o multitudine de incertitudini referitoare atât la evoluțiile piețelor financiare și la efectele acestora asupra economiei reale, creează potențialul inducerii unor abateri semnificative de la coordonatele proiecției din scenariul de bază curent. În aceste condiții, comparativ cu proiecția publicată în august, plaja mult mai abundentă și caracterizată de incertitudini substanțial sporite privind posibilele dezvoltări ulterioare ale crizei financiare sugerează o distribuție relativ simetrică a riscurilor în jurul coordonatelor proiecției din scenariul de bază. În aceste condiții, abateri în ambele sensuri de la traiectoria proiectată atât ale ratei inflației, cât și ale dinamicii anticipate a activității economice sunt apreciate ca având asociate probabilități relativ echilibrate pe parcursul orizontului relevant. O asemenea evaluare se produce în contextul materializării unora din riscurile ilustrate în Raportul din august, dar și al plauzibilității unor evoluții macroeconomice ce ar putea să difere, în cazul altor factori de risc, de traiectoriile proiectate la acel moment.

Pentru runda curentă, factorii de risc care au asociate probabilități relevante de manifestare pe parcursul orizontului proiecției pot fi grupați în două categorii și se referă la:

- factori de risc asociați evoluțiilor de pe piețele internaționale financiare și ale materiilor prime, în contextul incertitudinilor legate de dinamica prețului petrolului sau evoluția cererii externe pentru produsele românești de export;
- factori de risc ce reflectă posibilitatea unor corecții sau amplificări ale dezechilibrelor interne, în contextul dinamicii pieței muncii (dinamica proiectată a salariilor reale vizavi de cea a productivității muncii), pieței valutare (accentuarea volatilității monedei naționale) sau al coordonării politicilor macroeconomice (implementarea unor politici fiscale și salariale divergente comparativ cu ipotezele scenariului de bază).

Unul dintre factorii de risc materializați în intervalul parcurs de la publicarea *Raportului asupra inflației* din luna august vizează configurarea – cel puțin pe un orizont de timp scurt – a unei politici fiscale ale cărei coordonate actualizate la cele mai recente informații disponibile acționează în sensul amplificării presiunilor inflaționiste din economie (pentru detalii, a se vedea subsecțiunea 1.3.3.). Persistența pe o perioadă mai îndelungată a lipsei de coordonare a politicilor bugetare și salariale din sectorul public cu politica monetară ar urma să acționeze în detrimentul readucerii pe termen mediu a ratei inflației în apropierea intervalului țintă.

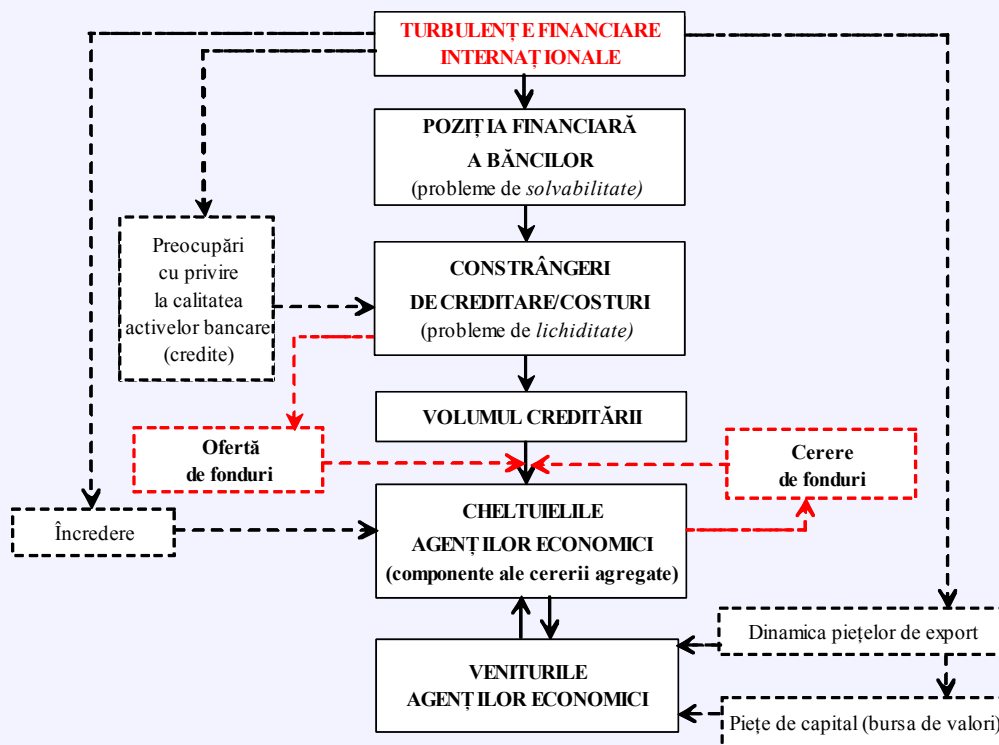
Mediul investițional în continuare incert pe plan internațional conține potențialul unei evoluții a cursului de schimb al leului care să devieze de la ipotezele scenariului de bază. O tendință de amplificare a volatilității monedei naționale este apreciată ca inevitabilă în condițiile persistenței crizei financiare internaționale pe un orizont mediu de timp (pentru unele detalii referitoare la canalele de transmisie a turbulențelor financiare asupra diverselor variabile macroeconomice, a se vedea *Caseta 2*). Cu toate acestea, presiuni ce ar putea abate, pe termen mediu, moneda națională de la o traiectorie compatibilă cu acțiunea factorilor fundamentali ar putea decurge și dintr-o amplificare a unor dezechilibre interne pe parcursul următoarelor opt trimestre. Astfel, creșteri salariale în exces față de productivitatea muncii menținute pe perioade mai îndelungate ar putea conduce la pierderi de competitivitate înregistrate de produsele românești pe piețele externe, la o deteriorare a balanței comerciale și, inevitabil, la presiuni ulterioare de depreciere a leului. În același sens ar putea să acționeze și posibile derapaje de mai mare amploare în coordonatele politicii fiscale, acestea având potențialul de a semnaliza investitorilor străini prezența unor vulnerabilități în cadrul economiei românești. În aceste condiții, aversiunea față de risc a acestora ar putea fi însoțită, într-un climat global dominat de incertitudine, de o moderare a intrărilor autonome de capitaluri în țară și chiar de eventuale repatrieri ale capitalurilor fructificate.

Scăderea accelerată a prețului petrolului de pe parcursul ultimelor luni (valoarea utilizată în Raportul din august a fost de 140\$/baril) sugerează o atenuare – cel puțin temporară – a rolului de activ de rezervă pentru capitalurile financiare pe care petrolul (împreună cu alte materii prime) l-a deținut pe parcursul ultimelor luni. În aceste condiții, probabilitatea unei piețe a petrolului ce se va afla într-o măsură tot mai ridicată sub influența factorilor de natură fundamentală (cerere, ofertă, rezerve de petrol etc.) pare ridicată în momentul de față. Cu toate acestea, conform *World Economic Outlook*, FMI, octombrie 2008, capitolul 3, nivelurile extrem de reduse ale stocurilor de petrol și ale capacităților de producție disponibile ar putea continua să exercite și în perioadele viitoare presiuni în sensul creșterii prețului petrolului, în condițiile, însă, ale menținerii acestuia la niveluri inferioare valorilor maxime recente.

Pe de altă parte, în condițiile persistenței pe un orizont mai îndelungat a turbulențelor financiare internaționale, dar mai ales în situația în care acestea vor fi însoțite de o decelerare semnificativă a ritmului creșterii economice înregistrat în economiile dezvoltate, ce s-ar reflecta, implicit, și într-o diminuare a cererii de petrol, probabilitatea plasării prețului acestei materii prime sub nivelul inclus în scenariul de bază (de 90\$/baril) poate spori în mod considerabil.

Reizbucnirea turbulențelor de pe piețele financiare internaționale, ulterior publicării *Raportului asupra inflației* din luna august, a substanțializat un risc suplimentar pentru runda curentă de proiecție, pe fondul revizuirii în sens descendent a perspectiveilor privind evoluția activității economice din zona euro. Pe baza informațiilor disponibile, la momentul publicării *Raportului anterior asupra inflației*, s-a apreciat că perspectivele privind dinamica PIB din zona euro ar urma să exercite o influență moderat restrictivă asupra variabilelor macroeconomice interne. În exercițiul actual de prognoză, acestui factor autonom de risc îi este asociată o relevanță sporită justificată de caracteristicile actuale ale crizei financiare globale, care pun în pericol atât stabilitatea sistemului financiar-bancar internațional, cât și buna funcționare a economiei globale reale. Împreună, aceste riscuri conțin un potențial semnificativ de intercondiționare și amplificare reciprocă, efectul net putând consta, la orizontul proiecției, în perturbări apreciabile ale climatului economic global. O schemă succintă a mecanismelor de transmisie a efectelor turbulențelor financiare internaționale asupra dinamicii activității economice reale din economiile dezvoltate este prezentată în *Caseta 2*.

Caseta 2. Criza financiară și economia reală



La originea turbulențelor financiare resimțite mai acut în perioadele recente s-a aflat criza *subprime* din SUA (apărută în vara anului 2007). Expunerile masive ale unui număr ridicat de bănci (din întreaga lume) față de produse financiare de tipul obligațiunilor ipotecare *subprime*⁷⁶ au condus, odată cu prăbușirea pieței imobiliare din SUA, la pierderi masive asociate creditelor ipotecare de acest tip. Rezultatul a fost declanșarea unei *crize de solvabilitate* în cazul instituțiilor financiare expuse.

Dificultatea sporită – în condițiile unor produse financiare extrem de sofisticate – de identificare a claselor de active afectate negativ a condus la o reducere globală a apetitului investitorilor față de risc. Creșterea preocupărilor privind calitatea activelor bancare ale băncilor expuse la aceste active a condus la o criză generalizată de încredere, creând băncilor probleme de lichiditate. Astfel, accesul băncilor la surse de finanțare (necesare recapitalizării și continuării activității) în condiții competitive de cost a fost constrâns semnificativ, acestea fiind forțate să introducă restricții în activitatea proprie de creditare (oferta de credite) a economiei reale.

Contrația pieței imobiliare într-un mare număr de țări și comprimarea activității la bursele mondiale de valori (pe fondul reevaluării de către investitori a riscului asociat unor astfel de plasamente) au avut efecte directe de limitare, în general, a veniturilor agenților economici. Asociate șocurilor care au comprimat substanțial veniturile disponibile reale ale agenților economici la nivel global (ca urmare a creșterilor globale ale prețurilor materiilor prime și alimentelor), acestea au condus la o reducere a încrederii, vizibilă în prudența sporită a agenților economici în efectuarea de noi cheltuieli. Coroborativ, aceasta a condus și la restrângerea apelului la împrumuturi bancare (cererea de credite).

Economiile caracterizate prin expuneri reduse ale sistemului bancar față de instrumentele financiare ce au stat la originea crizei – în principal economiile emergente – au fost inițial afectate sub forma unei decelerări a plasamentelor de capitaluri străine pe piețele interne și/sau a unei volatilități mai ample a cursului de schimb al monedelor naționale. În condițiile repatrierii ulterioare de către investitorii străini a fondurilor plasate pe aceste piețe, percepute ca inerent expuse unui grad mai ridicat de risc, aceste țări au suferit în calitate de victime colaterale.

Un scenariu de risc apreciat ca având un grad rezonabil de plauzibilitate pe parcursul orizontului proiecției ar putea presupune ca fenomenul de aversiune globală față de risc să își pună în viitor amprenta asupra acelor economii percepute ca etalând o serie de vulnerabilități (deficite bugetare excesive, deficite ample de cont curent, volume mari de credite acordate pe perioade scurte și denominate în valută), deținând, astfel, potențialul unei contracții a activității economice reale de o și mai mare amploare.

⁷⁶ Obligațiunile *subprime* reprezintă produse de creditare ipotecară acordate unor debitori percepuți ca având un istoric de creditare negativ (fie ca urmare a lipsei anterioare de expunere a acestora față de sistemul bancar, fie datorită unor abateri consemnate pe parcursul derulării unor angajamente financiare anterioare în care aceștia au fost implicați). În aceste condiții, riscul asociat acestor produse financiare era perceput ca fiind ridicat.

Un risc comun tuturor proiecțiilor anterioare se referă la evoluția prețurilor administrate, calendarul de ajustare al acestora la nivelurile convenite cu Uniunea Europeană fiind modificat în mod repetat. De asemenea, abaterea ratei inflației de la scenariul de bază poate fi determinată de o evoluție diferită de cea proiectată a prețurilor volatile ale alimentelor ca rezultat al înregistrării în 2009 a unei producții agricole diferite de cea din anul curent. În aceste condiții, riscurile abaterii inflației atât în sus, cât și în jos față de scenariul de bază sunt evaluate ca având probabilități relativ egale de manifestare.

Așa cum s-a menționat anterior, o cuantificare explicită a impactului individual al diversilor factori de risc – similar evaluărilor cantitative/calitative prezentate în rapoartele anterioare asupra inflației – este percepută ca având o relevanță redusă în cadrul runde curente. În aceste condiții, se impune stabilirea unei proceduri de determinare a unei măsuri cantitative globale a incertitudinii asociate proiecției inflației din scenariul de bază, având în vedere probabilitatea ridicată asociată unei acțiuni simultane a factorilor de risc descriși anterior, cu potențial de amplificare/atenuare reciprocă.

În mod similar metodologiei adoptate de alte bănci centrale care aplică strategia de politică monetară de țintire a inflației, această măsură va fi construită sub forma unui interval simetric în jurul traiectoriei proiectate a inflației din scenariul de bază⁷⁷. Detalii referitoare la metodologia utilizată pentru construirea intervalului de incertitudine sunt prezentate în *Caseta 3*.

⁷⁷ Plasarea scenariului de bază în centrul intervalului simetric de incertitudine este echivalentă cu atribuirea acestuia a celei mai ridicate probabilități de manifestare pe parcursul orizontului proiecției, în condițiile în care reflectă cele mai recente informații cu privire la dinamica economiei.

Caseta 3. Construirea intervalului de incertitudine asociat proiecției privind inflația din scenariul de bază

Apariția unor elemente neprevăzute – de natura șocurilor – atât ca origine, cât și ca magnitudine sau direcție de manifestare este în măsură să altereze de multe ori acuratețea proiecțiilor. Utilizarea erorilor de prognoză ca măsură generală a incertitudinii asociate proiecției inflației cu ajutorul unui model macroeconomic (în cazul de față, modelul BNR de prognoză pe termen mediu) are avantajul de a oferi o sinteză a efectelor tuturor șocurilor neanticipate care au acționat în trecut și care au condus, astfel, la abaterea proiecției de inflație de la valorile efective (determinate *ex post*). Metodologia propusă în prezenta casetă se bazează pe utilizarea erorilor de prognoză în vederea construirii intervalului de incertitudine asociat prognozei de inflație din scenariul de bază. Această soluție are următoarele avantaje:

- sintetizează efectul cumulat și cuantificabil asupra ratei inflației al tuturor șocurilor din perioadele anterioare, indiferent de natura și magnitudinea acestora;
- folosind întreaga istorie a proiecțiilor macroeconomice trimestriale (începând cu cea publicată în *Raportul asupra inflației* din august 2005), se vor surprinde atât abaterile ce au condus la supraestimarea inflației proiectate, cât și pe cele de subestimare a acesteia;
- evită cuantificarea unor ipoteze arbitrare privind factorii de risc individuali, care s-ar putea dovedi extreme în termenii magnitudinii prevăzute a acestora și a efectelor pe care le-ar produce asupra variabilelor endogene din cadrul modelului;
- prezintă o anumită flexibilitate, în sensul că intervalul de incertitudine determinat pe baza calculelor referitoare la erorile de prognoză poate fi ajustat pentru a reflecta evaluările decidenților de politică monetară cu privire la magnitudinea incertitudinii viitoare relativ la cea din perioadele anterioare.

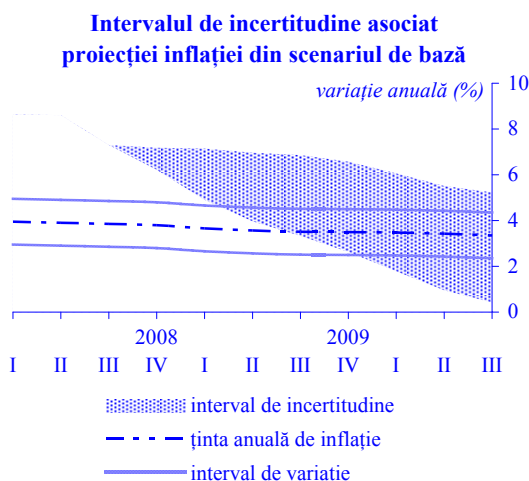
Printre dezavantaje putem include faptul că, fiind o măsură sintetică, nu distinge suficient importanța relativă a acelor factori de risc considerați cu prioritate relevanți pentru orizontul de prognoză.

Detaliile tehnice privind calculul limitelor intervalului de incertitudine se referă la următoarele aspecte:

- erorile de prognoză aferente ciclurilor de prognoză din intervalul august 2005 - august 2008 s-au calculat ca diferențe între valorile proiectate (folosind modelul de prognoză pe termen mediu) și cele efective ale inflației la orizonturi de 1,2,..., 8 trimestre;
- s-au folosit erorile calculate pe baza valorilor inflației medii trimestriale și nu a inflației anuale sfârșit de perioadă, având în vedere utilizarea în modelul de prognoză a seriilor de timp având frecvență trimestrială (în concordanță cu orizontul la care se presupune că mecanismele teoretice descrise de acesta au eficacitate relevantă);
- pentru a sintetiza informațiile obținute, a fost calculat un indicator sintetic de tipul erorii medii absolute (*MAE - mean absolute error*), corespunzător fiecărui orizont temporal relevant (1,2,..., 8 trimestre);
- valorile rezultate au fost ajustate logaritmic pentru a netezi limitele intervalului și a se evita tendințele de îngustare/amplificare neregulată a incertitudinii la diferite orizonturi de timp.

Mărimea intervalului de incertitudine asociat proiecției de inflație din scenariul de bază trebuie înțeleasă în termeni simpli, ca fiind o medie a efectelor posibile rezultate din acțiunea în viitor a unor factori de risc incerti în momentul actual atât ca sursă, cât și ca magnitudine sau direcție de manifestare. Este, în același timp, o aproximare de ordin cantitativ a incertitudinii anticipate pentru proiecția de inflație.

În final, modul prin care o bancă centrală comunică publicului propriile evaluări și incertitudini este esențial în determinarea eficacității sale în influențarea activității economice.



Sursa: INS, calcule BNR

Pentru runda curentă, distribuția intervalului de incertitudine în jurul proiecției centrale a inflației din scenariul de bază este ilustrată în graficul alăturat. Având în vedere climatul economic actual supus unor incertitudini majore, nu este exclusă posibilitatea – percepută, totuși, ca având o probabilitate redusă – ca deviația valorilor posibile ale inflației de la traiectoria centrală a indicatorului să se plaseze pe parcursul proiecției în afara limitelor de variație definite de intervalul de incertitudine.

2. Evaluarea de politică monetară

Rata anuală a inflației a revenit în luna august pe un trend descendent – după vârful pe care l-a atins în iulie –, dar a continuat să depășească sensibil limita superioară a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei de inflație, situându-se în septembrie la nivelul de 7,3 la sută. Determinantul major al reluării procesului dezinflației l-a constituit decelerarea puternică a creșterii prețurilor volatile ale unor produse alimentare, care a reflectat în mare parte un efect de bază. Un impact dezinflaționist semnificativ a început să exercite în luna august și scăderea dinamicii anuale a prețurilor administrate, dar și reducerea dinamicii inflației CORE2. Amplitudinea celei din urmă a fost relativ mai modestă în condițiile în care efectul favorabil exercitat asupra ei de scăderea ratei anuale de depreciere a leului și de dinamica negativă a prețurilor unor produse alimentare procesate a fost parțial contracarat de creșterea presiunilor inflaționiste ale cererii și de majorarea costurilor unitare cu forța de muncă.

Perspectiva agravării și extinderii rapide a efectelor adverse ale actualei crize financiare internaționale asupra sectorului real al țărilor industrializate amplifică la un nivel fără precedent gradul de incertitudine ce marchează prognoza actualizată a evoluțiilor macroeconomice interne pe termen mediu și complică, în consecință, calibrarea răspunsului politicii monetare. Reacția imediată a băncii centrale la contextul macrofinanciar intern este complicată suplimentar de accentuarea recentă a tensiunilor de pe piața monetară interbancară și de pe piața valutară, în contextul unei relative contaminări a mediului bancar local cu un sentiment de neîncredere, dar mai ales ca urmare a intensificării operațiunilor cu caracter speculativ de pe aceste piețe.

Scenariul de prognoză construit pe baza ipotezelor considerate a avea o probabilitate mai mare de materializare în actualul context relevă un *pattern* ușor diferit al ratei anuale proiectate a inflației față de cel evidențiat în exercițiul anterior. În această rundă se anticipează o consolidare relativ mai lentă a procesului dezinflației pe parcursul anului 2009, dar ușor mai alertă în ultima parte a orizontului de proiecție, rata anuală prognozată a inflației revenind în interiorul intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei în trimestrul I 2010.

Principalul determinant al relativei înrăutățiri a perspectivei inflației pe orizontul apropiat de prognoză îl constituie intensificarea pe termen scurt a presiunilor inflaționiste ale cererii agregate în condițiile anticipării creșterii amplitudinii și duratei deviației pozitive a PIB de la nivelul său potențial. Principalele premise și resorturi ipotetice ale creșterii pe termen scurt a excedentului de cerere agregată sunt: (i) continuarea accelerării creșterii economice în trimestrul II 2008; (ii) impactul expansionist mai puternic exercitat de politicile fiscală și de venituri, precum și de dinamica înaltă a salariilor din sectorul privat; (iii) restrictivitatea mai puțin accentuată a condițiilor monetare reale; (iv) decalajul de timp necesar transmiterii eficiente a impulsurilor politicii ratei dobânzii a BNR.

Prognoza privind creșterea economică și implicit potențialul inflaționist al acesteia sunt marcate, însă, de foarte mari incertitudini, în condițiile în care faza de expansiune în care se mai află criza financiară globală face deosebit de dificil demersul de previzionare a amplitudinii și cronologiei potențialului efect pe care aceasta îl va exercita în mod indirect asupra economiei românești. Cu toate că actuala proiecție are ca premisă un impact relativ moderat și mai întârziat al acestei crize, este foarte posibil ca, în ipoteza deteriorării bruște a așteptărilor și percepției asupra evoluției fundamentelor interne, concomitent cu înrăutățirea peste așteptări a evoluțiilor externe, acesta să fie resimțit mult mai puternic și mai rapid la nivelul economiei naționale.

Creșterea economică internă ar putea recepta, astfel, efectul scăderii mai consistente a dinamicii exporturilor pe fondul unei slăbiri excesive a intensității activității economice în statele UE. Un impact mai sever este însă de așteptat să îl exercite reducerea relativă a volumului de investiții directe, dar mai ales al împrumuturilor externe – mai cu seamă a celor din sectorul bancar –, precum și majorarea costului acestora. O înăsprire severă a condițiilor de furnizare a fondurilor externe și/sau restrângerea accesului la acestea este posibil să survină în următoarele ipoteze: (i) menținerea sau chiar eventuala reescaladare a tensiunilor pe piețele monetare externe – în pofida amplelor măsuri concertate adoptate de autoritățile statelor afectate în vederea normalizării funcționării acestora; (ii) creșterea amplă a riscului atribuit de investitorii străini plasamentelor și investițiilor pe piața locală.

Potențialul impact contracționist exercitat de cel din urmă canal asupra cererii interne s-ar manifesta cu prioritate prin intermediul diminuării relative a ofertei de credite a instituțiilor de credit. Constrângerile asupra acestei oferte vor fi amplificate în perioada următoare și de: (i) restrângerea lichidității excedentare din sistemul bancar și tensionarea în acest context a pieței monetare; (ii) creșterea prudenței băncilor – exprimată prin înăsprirea standardelor și termenilor de creditare – în contextul creșterii

incertitudinii privind evoluțiile macrofinanciare, dar și ca efect al intrării în vigoare a noului regulament al BNR privind limitarea riscului de credit la creditele destinate persoanelor fizice; (iii) reducerea gradului și sferei de eligibilitate a potențialilor împrumutați în condițiile previzibilei scăderi relative a capacității de îndatorare a acestora. Parametrii ofertei de credite destinate gospodăriilor populației ar mai putea suferi corecții în sens descendent sub impactul amplificării incertitudinii privind evoluția prețurilor unor active imobiliare.

La rândul ei, cererea de credite, în special cea a populației, este de așteptat să fie considerabil descurajată de accentuarea bruscă a trendului crescător al ratelor dobânzilor aplicate creditelor în lei și în valută, precum și de deprecierea acumulată în ultima perioadă de moneda națională și de creșterea volatilității și impredictibilității cursului de schimb al leului. O asemenea evoluție a cererii de credite coroborată cu cea a ofertei potențiale a băncilor ar fi de natură să frâneze puternic ritmul de creștere a creditului acordat populației – de consum și pentru locuințe – sau chiar să determine o scădere a stocului acestuia. O încetinire semnificativă va consemna probabil și creșterea creditului acordat societăților nefinanciare, în special pe segmentul întreprinderilor mici și mijlocii, a căror activitate este mai sensibilă față de fluctuațiile ciclului economic și ale condițiilor de finanțare.

Consecința previzibilă a accelerării trendului descrescător al dinamicii creditului o constituie scăderea ritmului de creștere a componentelor cererii interne, în principal a dinamicii consumului populației și implicit decelerarea creșterii importurilor – evoluții ce ar grăbi reducerea și eliminarea presiunilor inflaționiste, dar și ajustarea spre niveluri sustenabile a deficitului de cont curent. În sensul descurajării consumului privat este foarte posibil să acționeze și revigorarea treptată a economisirii bancare a populației pe fondul majorării substanțiale a ratelor dobânzilor bonificate de bănci, dar și al relativei deteriorări a așteptărilor privind veniturile disponibile viitoare ale acestui segment. De asemenea, cererea de consum va resimți foarte probabil efectul de balanță restrictiv, generat de consistenta amplificare recentă a serviciului datoriei bancare în lei și în valută a populației. Magnitudinea neașteptat de amplă a creșterii acestui serviciu ar putea însă excede capacitatea de plată a unor debitori persoane fizice dar posibil și societăți, ceea ce s-ar repercuta negativ asupra calității portofoliului de credite al unor bănci și posibil asupra indicatorilor de solvabilitate a acestora.

Receptarea la nivelul dinamicii consumului populației, dar și al dinamicii investițiilor a efectelor restrictive generate de criza financiară globală ar putea fi însă atenuată și/sau întârziată de potențialul impact de sens opus exercitat de prelungirea, cel puțin în următoarele luni, a ritmului foarte alert de creștere a salariilor, precum și de potențiala relaxare peste parametrii proiectați a

politicii de venituri și a celei fiscale, sub presiunea considerentelor de natură electorală.

Un asemenea derapaj al celor două politici ar fi posibil, în ipoteza majorării substanțiale a salariilor unei categorii de angajați din sectorul public, de natură să declanșeze propagarea la nivelul întregului sector public a unui val de creșteri ample și generalizate de câștiguri salariale. Imprimarea unei asemenea atitudini celor două politici macroeconomice ar avea ca prime efecte menținerea intensității presiunilor inflaționiste și adâncirea deficitului bugetar – în ipoteza nerecurgerii la comprimarea cheltuielilor destinate investițiilor publice –, a cărui finanțare ar fi dificilă și costisitoare, în condițiile tensionate de pe piața financiară internă și internațională.

Pe termen mai îndelungat, această relaxare nu ar face decât să întârzie ajustarea la un nivel sustenabil a ritmului creșterii economice și a deficitului de cont curent și să sporească astfel vulnerabilitatea externă a economiei și percepția negativă asupra evoluției viitoare a fundamentelor interne și implicit potențialul impact nefavorabil exercitat asupra sistemului financiar și asupra economiei reale de criza financiară internațională. Manifestări imediate ale acestui impact le-ar constitui creșterea presiunilor exercitate asupra cursului de schimb al leului și exacerbarea volatilității acestuia, pe fondul amplificării aversiunii față de risc pe plan internațional, evoluție de natură să genereze efecte adverse atât din perspectiva stabilității monetare, cât și din cea a stabilității financiare. Prevenirea producerii sau cel puțin atenuarea unor asemenea efecte în actualul context se poate realiza doar printr-o însănoșire cât mai rapidă a fundamentelor interne, ceea ce reclamă creșterea coerenței întregului set de politici macroeconomice și intensificarea reformelor structurale.

Având în vedere noile coordonate ale prognozei pe termen mediu a inflației, precum și multitudinea și natura complexă a incertitudinilor asociate acesteia, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 30 octombrie 2008 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 10,25 la sută pe an. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât să reducă rata rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei de la 20 la sută la 18 la sută începând cu perioada de aplicare 24 noiembrie – 23 decembrie 2008. Măsura este menită să contribuie la îmbunătățirea gestionării lichidității în condițiile în care tendința de restrângere progresivă a excedentului de lichiditate din sistemul bancar și, implicit, a poziției de debitor net a băncii centrale – semnalată de BNR începând cu luna aprilie a acestui an – s-a accentuat puternic în ultima perioadă. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea la nivelul de 40 la sută a ratei rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută ale instituțiilor de credit. Prin aceste măsuri, BNR acționează în mod

proactiv pentru consolidarea canalelor tradiționale de transmisie a politicii monetare în scopul asigurării unei finanțări sustenabile a economiei, în condițiile anticipării reducerii ritmului creditării în valută pe măsura extinderii efectelor crizei financiare internaționale. BNR urmărește atingerea obiectivelor pe termen mediu prin realizarea de reduceri sustenabile ale inflației, care pot fi asigurate numai prin evitarea agravării dezechilibrelor macroeconomice și prin menținerea stabilității financiare. În acest context, Consiliul de administrație al BNR a reafirmat necesitatea ca eforturile continue și susținute ale politicii monetare, îndreptate spre temperarea presiunilor inflaționiste ale cererii și ancorarea anticipațiilor inflaționiste, să fie sprijinite printr-o întărire a celorlalte componente ale *mix*-ului de politici macroeconomice, precum și prin accelerarea reformelor structurale.