



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

August 2005

anul I, nr.1

Serie nouă

ISSN 1582-2923

NOTĂ

*Datele statistice au fost furnizate de Institutul Național de Statistică,
Ministerul Finanțelor Publice,
Ministerul Muncii, Solidarității Sociale și Familiei,
Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă,
EUROSTAT, FMI, Departamentul de Energie 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 șase trimestre, incertitudinile și riscurile asociate acesteia, precum și o secțiune de evaluare a acestui context din perspectiva politicii monetare.

Acest Raport asupra inflației a fost finalizat în data de 5 august 2005 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 8 august 2005.

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

LISTA ABREVIERILOR

AMIGO	Ancheta asupra forței de muncă în gospodării
ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei
ANRGN	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Gazelor Naturale
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
EIA	Administrația pentru Informații privind Energia (din cadrul Departamentului Energiei din Administrația SUA)
EUROSTAT	Biroul de Statistică al Comunităților Europene
FBC	Formarea brută de capital
FMI	Fondul Monetar Internațional
IFS	Buletin lunar/anual de statistică financiară internațională editat de Fondul Monetar Internațional
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	Indicele prețurilor de consum
IPPI	Indicele prețurilor producției industriale
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
MMSSF	Ministerul Muncii, Solidarității Sociale și Familiei
ON	<i>Overnight</i>
OPEC	Organizația țărilor exportatoare de petrol
RMO	Rezerve minime obligatorii
1W	o săptămână
12M	12 luni

Cuprins

I. SINTEZĂ.....	7
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI.....	9
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	14
1. Cererea și oferta.....	14
1.1. Cererea	14
1.1.1. Cererea de consum.....	14
1.1.2. Cererea de investiții	17
1.1.3. Cererea externă netă.....	18
1.2. Oferta.....	19
2. Piața muncii.....	20
2.1. Forța de muncă.....	20
2.2. Venituri.....	21
3. Prețuri de import și prețuri de producție	23
3.1. Prețurile de import.....	23
3.2. Prețurile de producție	24
3.2.1. Prețurile producției industriale.....	24
3.2.2. Prețurile producției agricole.....	25
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE.....	27
1. Politica monetară	27
2. Piețe financiare și evoluții monetare	31
2.1. Ratele dobânzilor.....	32
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	34
2.3. Moneda și creditul	36
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	41
1. Introducere.....	41
2. Scenariul de bază al proiecției	43
2.1. Presiuni exogene asupra inflației.....	43
2.2. Presiuni din partea cererii agregate	46
2.2.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă	46
2.2.2. Implicații ale evoluțiilor recente ale cursului leului și ale ratelor dobânzilor	47
2.2.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție.....	48
2.2.4. Implicații asupra creșterii PIB și a componentelor cererii agregate.....	50
2.3. Alte influențe asupra inflației proiectate.....	51
3. Incertitudini asociate proiecției	52
4. Evaluarea de politică monetară	55

I. SINTEZĂ

Evaluarea stării economiei românești relevă în cursul primei părți a anului 2005 o întrerupere temporară a procesului de dezinflație, în principal ca urmare a impactului unor factori ce au acționat de partea ofertei; cei mai importanți dintre aceștia au fost majorările înregistrate de prețurile administrate, accize și prețul internațional al petrolului. Rata medie anuală a inflației trimestrului II s-a situat la nivelul de 9,9 la sută, fiind cu 1,1 puncte procentuale superioară celei consemnate în perioada ianuarie-martie 2005.

Propagarea efectelor factorilor ofertei asupra ritmului de creștere a prețurilor de consum a fost favorizată însă și de prelungirea în primul trimestru al anului a excesului de cerere agregată, chiar dacă acesta s-a redus față de trimestrul IV 2004. Acesta a derivat din accelerarea dinamicii absorbției interne (la 11,2 la sută), care a fost efectul conjugat al menținerii dinamicii înalte a consumului privat și al sporirii ritmului de creștere a investițiilor și a consumului guvernamental. Evoluția componentelor cererii interne a avut ca determinant principal majorarea veniturilor, ca urmare a: (i) relaxării politicii salariale, începând cu a doua parte a anului 2004, (ii) suplimentării veniturilor disponibile determinate de reducerea nivelului impozitului pe venit și a celui pe profit și (iii) creșterii numărului de persoane angajate în aparatul administrativ. Acestea au fost complementate de dinamica susținută a creditului neguvernamental, cu precădere a celui în valută, în condițiile persistenței unei euroizări semnificative a economiei.

În pofida evoluției ascendente a absorbției interne, ritmul anual de creștere a PIB s-a temperat, înregistrând în trimestrul I o scădere de 3,8 puncte procentuale față de trimestrul precedent (până la 5,9 la sută). Cu toate acestea, creșterea mai rapidă a consumului în comparație cu dinamica formării brute de capital fix evidențiază nevoia de a fi evitată orice stimulare suplimentară a cererii agregate, aceasta conducând la accentuarea presiunilor inflaționiste, adâncirea deficitului de cont curent, precum și la afectarea sustenabilității pe termen mai îndelungat a creșterii economice.

În trimestrul II, implementarea politicii monetare a continuat să se confrunte cu riscul creșterii volumului influxurilor cu potențial volatil, în condițiile în care momentul liberalizării accesului nerezidenților la operațiunile cu depozite la termen în lei devenise iminent, iar diferențialul ratelor dobânzilor interne față de piețele internaționale era încă ridicat. Pe lângă faptul că a creat dificultăți băncii centrale prin amplificarea excesului de lichiditate din sistem, fenomenul intrărilor de capital a exercitat constrângeri și asupra manierei de utilizare a instrumentelor politicii monetare. În această postură, banca centrală a resimțit și mai acut limitările impuse politicii ratei dobânzii, ea fiind nevoită să recurgă, în consecință, la o dozare specifică a arsenalului său de instrumente, prin utilizarea ansamblului acestora, inclusiv a celor cantitative, cu impact direct asupra creditului, precum și a celor de natură prudențială, ținând seama și de eficacitatea prezentă și anticipată a transmiterii impulsurilor de politică monetară.

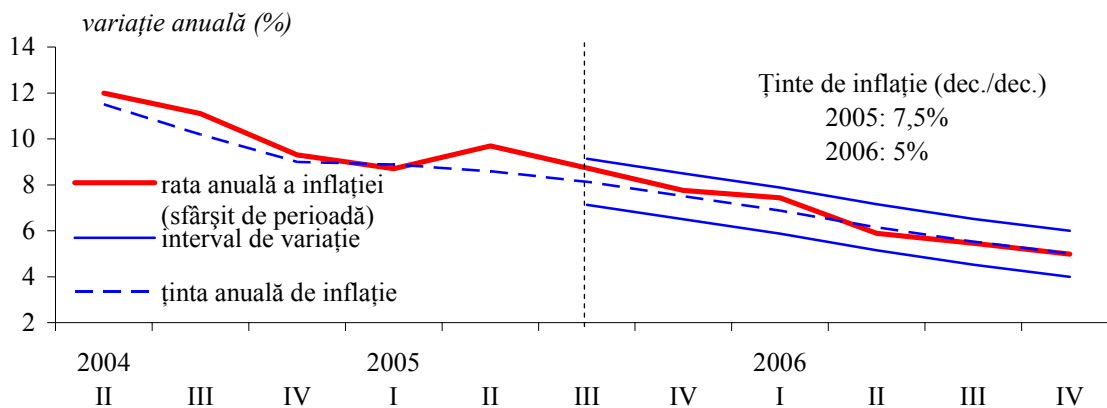
Astfel, sterilizarea adecvată a surplusului de lichiditate de pe piață a contribuit la prevenirea manifestării depline a efectelor excesului de cerere agregată asupra dinamicii nivelului agregat al prețurilor. Coroborând acest context cu continuarea în trimestrul I a evoluțiilor pozitive în planul dezinflației, BNR a decis în aprilie să coboare cu două puncte procentuale rata dobânzii de politică monetară (până la 12,5 la sută) și să mențină rata efectivă a dobânzii operațiunilor de sterilizare la un nivel mai scăzut, de 8 la sută. Scăderea treptată a nivelului dobânzii de politică monetară, ca plafon maxim al randamentelor aferente atragerii de depozite de către BNR, a avut ca scopuri semnalizarea menținerii unei atitudini prudente a politicii monetare, conservarea anticipațiilor privind continuarea dezinflației și temperarea tendinței de scădere rapidă a remunerării depozitelor bancare, în timp ce nivelul mai redus și variabil al ratei efective de sterilizare a permis evitarea atragerii suplimentare de capitaluri pe termen scurt.

Întreruperea temporară a procesului dezinflației în principal ca efect al șocurilor ofertei, confirmarea, odată cu apariția datelor statistice ale trimestrului I, a creșterii presiunilor inflaționiste ale cererii interne, precum și relativa relaxare a constrângerii exercitate de intrările de capital cu potențial volatil au determinat banca centrală să procedeze în a doua parte a trimestrului II la stoparea seriei de scăderi ale ratei dobânzii de politică monetară, aceasta fiind ulterior menținută în mod prudent la nivelul de 12,5 la sută. O contribuție esențială la asigurarea caracterului restrictiv al condițiilor monetare și-a adus de-a lungul întregului trimestru consolidarea aprecierii nominale a monedei naționale în raport cu euro.

Conform scenariului de bază al proiecției, dezinflația se va relua începând cu trimestrul III al anului curent, rata anuală a inflației urmând să se apropie treptat de ținta stabilită pentru finele anului 2006. Se anticipează că, de-a lungul orizontului de prognoză, cea mai puternică sursă de presiune inflaționistă exogenă va fi majorarea prețurilor administrate; în mod excepțional, în perioada imediat următoare se așteaptă și producerea unei creșteri temporare a prețurilor unor produse alimentare, ca efect al inundațiilor. Totodată, potrivit estimărilor, PIB se situează peste nivelul său potențial, ceea ce semnaleză menținerea unor presiuni inflaționiste pe termen scurt. În ipoteza în care politica fiscală, cea a veniturilor și cererea externă nu vor exercita influențe semnificative asupra excedentului de cerere agregată, înscrierea acesteia pe traiectoria descendentă necesară atingerii țintei de inflație va presupune ajustarea conduitei politicii monetare.

Evaluarea de către Consiliul de administrație al BNR a riscurilor care ar putea amenința în contextul economic prezent și de perspectivă atingerea țintei de inflație a relevat, pe de o parte, necesitatea creșterii restrictivității politicii monetare. Pe de altă parte, s-a considerat că se impune continuarea practicii de dozare specifică a instrumentelor de politică monetară, în condițiile în care analizele au evidențiat persistența riscului de amplificare a intrărilor de capital cu potențial volatil. Totodată, inclusiv din perspectiva adoptării în această lună a strategiei de țintire directă a inflației, precum și a faptului că abordarea directă a anticipațiilor inflaționiste reprezintă un canal separat pe care trebuie să acționeze politica monetară, alături de eliminarea elementului structural al excesului de cerere agregată, s-a reiterat necesitatea creșterii transparenței băncii centrale și a consecvenței mesajelor de politică monetară. Pe acest fond, în scopul creșterii rolului de semnal al ratei dobânzii, Consiliul de administrație al BNR a decis să elimine decalajul dintre rata dobânzii de politică monetară și rata efectivă de sterilizare, acestea fiind unificate la nivelul de 8,5 la sută (superior cu 0,5 puncte procentuale ratei medii efective a dobânzii operațiunilor de sterilizare din luna iulie). În același timp, s-a hotărât ca BNR să mențină vigilența care să-i permită să sesizeze și să reacționeze prompt la orice evoluție care ar putea afecta procesul dezinflației.

Previzuni privind evoluția inflației



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

II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

Trimestrul II 2005 a consemnat o întrerupere a procesului dezinflaționist, rata medie anuală de creștere a prețurilor de consum (9,9 la sută) plasându-se cu 1,1 puncte procentuale peste nivelul trimestrului anterior. Dinamica inflației în perioada analizată a fost afectată în principal de șocuri ale ofertei, generate atât de factori interni, cât și de factori externi. Totuși, cererea de consum puternică a facilitat propagarea efectelor directe ale acestor presiuni asupra celorlalte prețuri de consum.

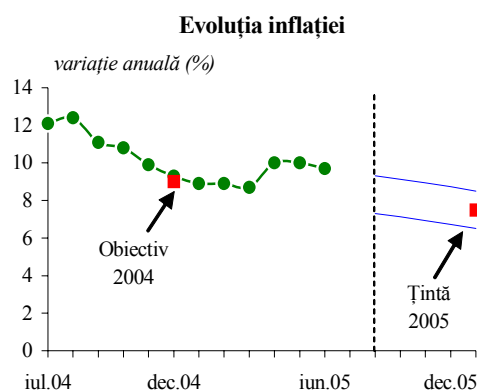
Factorii de natura ofertei care au provocat inversarea tendinței descendente a ratei anuale a inflației au fost reprezentați de: (i) corecțiile aplicate prețurilor administrate, îndeosebi tarifelor gazelor naturale¹ și ale serviciilor de apă, canal, salubritate; (ii) implementarea unei noi etape în procesul de aliniere a nivelului accizelor la cel din Uniunea Europeană, o influență vizibilă asupra indicelui prețurilor de consum având majorarea accizelor pentru combustibili, tutun, țigări; (iii) creșterea sensibilității operatorilor interni la mișcările prețului internațional al petrolului, reflectată de decizia de revizuire săptămânală a prețului carburanților; (iv) oferta insuficientă de legume și fructe proaspete, rezultat al condițiilor meteorologice nefavorabile (temperaturi scăzute, furtuni, inundații).

Repartizarea în interiorul trimestrului a acestor influențe din partea ofertei a fost inegală; cel mai puternic impact a fost resimțit în luna aprilie când ratele anuale de creștere a prețurilor administrate și ale combustibililor au înregistrat salturi de 3-5 puncte procentuale față de valorile lunii martie. În următoarele două luni, efectul favorabil al atenuării presiunilor celor două grupe de prețuri menționate anterior a fost neutralizat parțial de accelerarea dinamicii prețurilor legumelor și fructelor (ritmuri anuale în creștere de la 5,2 la sută în luna aprilie la 9,1 la sută în luna iunie).

Accentuarea presiunilor exercitate de prețurile administrate și de cele volatile asupra nivelului general al prețurilor este relevată și de lărgirea ecartului dintre rata inflației și *CORE2*² de la o valoare medie de 1,1 puncte procentuale în trimestrul I 2005 la 2,1 puncte procentuale în perioada analizată. Diferența se majorează la circa 2,6 puncte procentuale dacă se exclude din

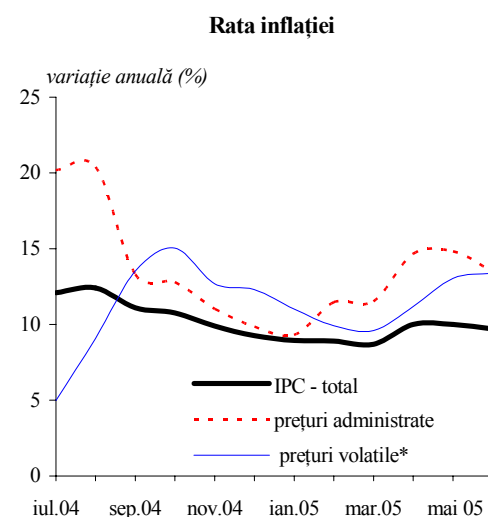
¹ Efectul scumpirii gazelor din producția internă (destinată reducerii decalajului dintre prețul acestora și cel de import) a fost amplificat de modificarea regimului de tarifare în luna aprilie. În luna iunie s-a revenit asupra deciziei de introducere în factură a unui abonament lunar.

² a se vedea Caseta 1



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

Sursa: INS, calcule BNR



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

Sursa: INS, calcule BNR

Prețuri administrate versus prețuri libere

	variație anuală (%)				
	2004			2005	
	II	III	IV	I	II
Rata inflației	12,3	11,9	10,0	8,8	9,9
Prețuri administrate	18,3	17,9	11,2	10,8	14,3
1. Mărfuri nealimentare:	18,9	17,2	12,1	12,0	16,5
energie electrică	28,1	30,7	17,7	12,5	12,5
energie termică	0,0	0,0	10,4	12,0	12,0
gaze naturale	51,5	36,1	22,2	21,6	45,2
medicamente	-5,3	-6,6	-6,9	1,4	1,0
2. Servicii, din care:	17,1	18,2	9,8	8,9	11,0
apă, canal, salubritate	22,3	23,2	23,4	22,4	27,8
telefon	14,1	15,4	-0,1	3,1	4,3
transport de călători pe calea ferată	12,0	17,5	19,2	14,6	12,0
transport urban (de călători)	16,8	16,4	17,0	16,3	21,0
Prețuri libere (CORE1)	10,6	10,1	9,5	8,2	8,5

Sursa: INS, calcule BNR

CORE2 influența modificărilor de taxe indirecte operate în intervalul aprilie-iunie, și anume majorarea accizelor aplicate tutunului și băuturilor alcoolice și eliminarea scutirii de TVA în cazul societăților de difuzare prin cablu a programelor de televiziune.

În ceea ce privește prețurile de producție din sectorul prelucrător, acestea nu au contribuit la întreruperea dezinflației, ritmurile anuale de creștere continuând tendința descendentă a ultimelor două trimestre. Factorii determinanți ai acestei evoluții au fost: (i) aprecierea nominală mai puternică a leului în raport cu principalele valute, (ii) creșterea expunerii sectorului productiv la presiunea concurențială externă și la intensificarea competiției între comercianții cu amănuntul și (iii) aportul favorabil al costurilor cu unele materii prime neenergetice. Influența favorabilă a acestora a compensat impactul negativ al costului unitar cu forța de muncă și al prețurilor materiilor prime energetice. Astfel, în pofida unei dinamici mai lente a salariului mediu brut, ritmul anual de creștere a costului unitar cu forța de muncă s-a majorat față de trimestrul I 2005 cu 4,6 puncte procentuale, ca urmare a restrângerii sporurilor de productivitate³. Chiar dacă această accelerare a fost antrenată în general de ramuri cu impact direct limitat asupra prețurilor de consum (cu excepția industriei energetice și a celei de prelucrare a tutunului), nu pot fi ignorate tensiunile create de acest element de cost în industria alimentară și, în special, în industria ușoară⁴. De asemenea, primele două trimestre ale anului 2005 au fost marcate de mișcări de amploare ale prețului gazelor naturale și al petrolului pe piețele internaționale, reflectate de înregistrarea pe segmentul extracției hidrocarburilor și al prelucrării țițeiului a unor rate anuale de creștere a prețurilor mult superioare mediei.

În sensul temperării presiunilor inflaționiste au acționat: (i) prețurile produselor animale – rezultat al majorării ofertei, dar și al climatului concurențial creat de consolidarea poziției marilor operatori pe unele sectoare de piață (carne, lapte și produse lactate) și (ii) prețurile bunurilor de consum importate – în contextul aprecierii nominale a monedei naționale și al relativei stabilități a prețurilor aferente acestui segment de piață.

Sub influența factorilor menționați anterior, ritmul mediu anual de creștere a prețurilor a urcat în perioada analizată la 13 la sută în cazul mărfurilor nealimentare și la 10,7 la sută în cazul serviciilor (cu 2,6 și respectiv 1,3 puncte procentuale peste valorile din trimestrul I), singura grupă de produse la nivelul

³ de la ritmuri anuale de peste 10 la sută pe parcursul anului 2004, la 7,1 la sută în trimestrul I 2005 și 3,1 la sută în intervalul aprilie-mai 2005

⁴ unde ratele anuale de creștere ating în continuare niveluri pozitive ridicate (15-35 la sută)

căreia a continuat dezinflația fiind cea a mărfurilor alimentare (-0,6 puncte procentuale, până la 6,4 la sută).

Din perspectiva cererii, potențialul inflaționist al consumului populației a rămas ridicat în trimestrul II 2005, fiind alimentat de: (i) menținerea ritmurilor semnificative de creștere a câștigurilor salariale nete (circa 13 la sută în termeni reali), sub influența relaxării fiscale de la începutul anului, a creșterii salariului minim brut pe țară, a negocierilor salariale din sectorul privat și a majorărilor salariale acordate în sectorul bugetar și (ii) extinderea apelului populației la resursele puse la dispoziție atât de segmentul bancar, cât și de cel al instituțiilor financiare nebancale (societăți de *leasing*, companii de credit de consum), pe fondul persistenței trendului descendent al ratelor dobânzii și al aprecierii monedei naționale față de euro. La nivel agregat, estimările referitoare la deviația PIB⁵ de la nivelul său potențial în trimestrul II 2005 sugerează existența unui exces de cerere, relevând riscul supraîncălzirii economiei.

Deși dinamica inflației în perioada analizată a fost afectată în principal de șocuri ale ofertei, cererea de consum puternică a constituit un factor care a facilitat propagarea efectelor directe ale acestora asupra celorlalte prețuri de consum, fapt ilustrat de scăderea comparativ cu trimestrul I 2005 a ritmului de dezinflație observat la nivelul măsurii *CORE2* ajustate cu influența modificării impozitelor indirecte. O contribuție în acest sens a revenit și relativei înrăutățiri a anticipațiilor inflaționiste, reflectate de reducerea vitezei de ajustare descrescătoare a ratelor anuale ale inflației așteptate și de tendința ascendentă a ratelor dobânzii pe termen mediu estimate de operatorii bancari participanți la sondajul realizat de BNR în intervalul aprilie-iulie 2005.

Rata anuală efectivă a inflației din trimestrul II 2005 s-a plasat cu 0,9 puncte procentuale peste proiecția pe termen scurt efectuată în luna martie. Această deviație s-a datorat:

- (i) majorării prețului gazelor naturale în luna aprilie la un nivel superior celui anticipat (autoritățile anunțând numai dimensiunea ajustării corespunzătoare tarifelor, nu și influența introducerii abonamentului);
- (ii) accentuării volatilității prețului petrolului pe piața internațională⁶, care a făcut dificilă estimarea impactului exercitat asupra prețurilor interne ale combustibililor, cu atât mai mult cu cât fluctuațiile respective s-au suprapus influenței majorării accizelor și aprecierii dolarului SUA față de euro

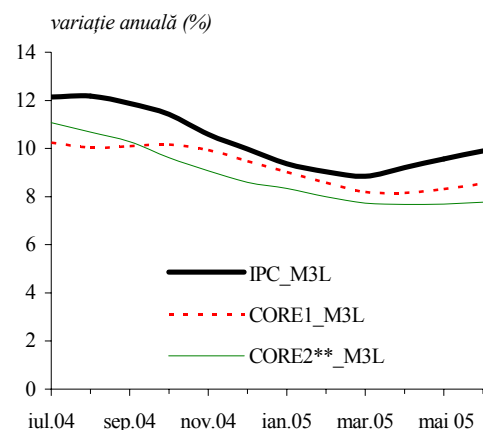
Prețurile de consum pe categorii de produse

	variație anuală (%)					
	2004			2005		
	II	III	IV	I	II	
Alimente, băuturi, tutun	12,4	11,4	9,8	8,1	8,0	
Îmbrăcăminte și încălțăminte	7,8	7,2	6,0	5,5	4,9	
Produce de uz casnic și menaj, mobilă	7,3	7,0	6,7	6,5	6,0	
Combustibili	13,2	15,6	20,1	15,8	18,3	
Întreținerea locuințelor*	24,1	23,2	18,4	16,5	23,0	
Igienă, sănătate	2,7	1,7	0,9	4,9	4,5	
Transport	14,7	15,2	15,8	15,3	19,0	
Poștă și telecomunicații	15,4	14,2	1,0	-0,7	-0,4	
Recreere și cultură	11,2	10,9	8,7	8,5	7,5	
Bunuri și servicii diverse	6,5	6,3	6,6	6,9	6,3	

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

Sursa: INS, calcule BNR

Trendul* ratei inflației



*) calculat ca medie mobilă pe 3 luni

CORE1 - se exclud prețurile administrate

CORE2 - se exclud prețurile administrate și volatile

** inclusiv influența modificării impozitelor indirecte

Sursa: INS, calcule BNR

⁵ realizată pe baza variațiilor trimestriale

⁶ Luna martie a înregistrat cea mai ridicată volatilitate din ultimii trei ani (cu excepția lunii decembrie 2004).

(cu circa 8 la sută în intervalul aprilie-iunie 2005, spre deosebire de evoluția stabilă avută în vedere la realizarea prognozei).

Deși ecartul dintre nivelul efectiv și cel prognozat al cursului de schimb leu/dolar SUA a afectat și alte categorii de prețuri libere, contribuția acestora la decalajul negativ dintre proiecție și nivelul efectiv al ratei inflației din perioada analizată a fost nesemnificativă, produsele respective (în principal serviciile de telefonie mobilă și televiziune prin cablu) deținând o pondere redusă în coșul de consum și dezvoltându-se pe piețe puternic concurențiale.

În cazul celorlalte variabile exogene (cursul de schimb leu/euro și salariile medii nete), proiecțiile au fost apropiate de valorile efective.

Caseta 1

Inflația de bază

Schimbarea regimului de politică monetară, prin trecerea la țintirea directă a inflației, presupune crearea unui cadru decizional adecvat unei astfel de strategii, inclusiv stabilirea și utilizarea unei măsuri a inflației relevante pentru deciziile de politică monetară.

Este universal acceptat faptul că indicele prețurilor de consum – indicatorul cel mai cunoscut publicului larg și utilizat la definirea țintei de inflație de către majoritatea băncilor centrale – reflectă impactul unor factori care nu intră în sfera de influență a autorității monetare (modificarea prețurilor administrate și a taxelor, condiții climaterice adverse sau producerea unor șocuri pe piața petrolieră). În pofida efectului semnificativ asupra ratei inflației, astfel de șocuri temporare nu impun o reacție din partea politicii monetare întrucât, de regulă, sunt reversibile și nu afectează anticipațiile inflaționiste. În consecință, pentru izolarea efectelor acestor șocuri, se apelează la descompunerea inflației într-o componentă tranzitorie și o componentă permanentă – cunoscută sub numele de inflație de bază (*core inflation*) –, care reflectă sursele persistente ale presiunilor inflaționiste și care, fiind mai puțin volatilă, este mai relevantă pentru deciziile de politică monetară și mai ușor de prognozat decât inflația totală.

Literatura de specialitate prezintă mai multe modalități de a construi inflația de bază, selectarea celei mai adecvate măsuri trebuind să aibă în vedere următoarele criterii: (i) disponibilitatea în timp util pentru procesul decizional și frecvența redusă a revizuirilor; (ii) posibilitatea de eliminare a distorsiunilor vizate astfel încât trendul seriei să nu fie sistematic diferit de cel al ratei inflației, evitându-se transmiterea unor semnale false și (iii) ușurința verificării, esențială în asigurarea credibilității.

Similar majorității băncilor centrale, BNR a optat pentru măsurile obținute prin excludere, și anume *CORE1*^{*)}, rezultată prin eliminarea prețurilor administrate din inflația totală și *CORE2*^{*)}, care presupune nu numai izolarea prețurilor administrate, ci și a componentelor cu volatilitate ridicată – legume și fructe proaspete, ouă, combustibili. Determinantă pentru această opțiune a fost simplitatea metodologiei, element esențial pentru o bună comunicare cu publicul, mai ales în contextul introducerii unui nou concept. În plus, importanța acestui criteriu de selecție a fost accentuată de necesitatea evitării problemei de credibilitate care ar putea rezulta din faptul că instituția care are ca principal obiectiv atingerea unui anumit nivel al inflației este, cel puțin pentru moment, și cea care calculează inflația de bază.

Printre cele mai cunoscute metode de calcul al inflației de bază se numără:

- **metoda mediilor mobile**, care constă în determinarea trendului inflației, însă această serie nu poate fi disponibilă în timp util datorită faptului că pentru observația de la un moment dat este nevoie atât de informații din trecut, cât și din viitor (în cazul mediilor mobile centrate);
- **metoda prin excludere** a anumitor subgrupe de produse din structura coșului IPC, despre care se presupune că au o contribuție importantă la volatilitatea inflației sau care sunt afectate de șocurile ofertei;
- **trimmed mean** (inclusiv **mediana**), metodă prin care se obține un indice ca medie ponderată a unei distribuții de prețuri ordonate în funcție de variațiile acestora, din care au fost excluse, în prealabil, un număr de componente situate la cele două extremități ale distribuției;
- **metoda indicelui Edgeworth**, prin care se recalculează ponderile din structura coșului IPC, componentelor cu volatilitate ridicată fiindu-le asociate ponderi mai scăzute.

^{*)} În lipsa indicilor cu bază fixă, calculele au fost realizate pe baza ratelor lunare de creștere a prețurilor.

III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

În trimestrul I 2005, ritmul creșterii economice s-a redus cu 3,8 puncte procentuale comparativ cu intervalul anterior (până la 5,9 la sută⁷), însă deviația PIB de la nivelul său potențial s-a menținut pozitivă, semnalând persistența unei cereri agregate excedentare.

Pe partea ofertei, deși toate cele patru sectoare ale economiei au consemnat scăderi de ritm comparativ cu trimestrul IV 2004, contribuția decisivă la temperarea dinamicii PIB a revenit agriculturii, al cărei aport s-a restrâns de la 3,7 puncte procentuale la 0,1 puncte procentuale (eliminând influența conjuncturală a agriculturii, încetinirea creșterii economice se reduce la 0,9 puncte procentuale).

1.1. Cererea

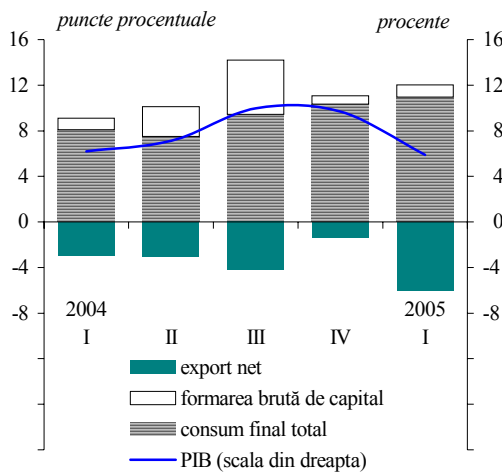
Modificarea tiparului de creștere economică observată în trimestrul anterior, și anume preluarea de către consumul final a rolului de principal motor al creșterii în detrimentul investițiilor, s-a prelungit și în perioada analizată. Astfel, în timp ce consumul final a continuat să înregistreze ritmuri consistente (+12,1 la sută), dinamica formării brute de capital fix (+5,2 la sută), deși superioară intervalului precedent, nu a revenit la valorile consemnate în trimestrele I-III 2004 (a căror medie s-a ridicat la 12,5 la sută).

Deteriorarea contribuției cererii externe nete la creșterea economică în trimestrul I 2005 (cu 4,6 puncte procentuale) a fost rezultanta accelerării puternice a ritmului achizițiilor din import (pe fondul unei oferte interne insuficient de alerte, dar și al aprecierii monedei naționale față de principalele valute), viteza de creștere a exporturilor rămânând constantă comparativ cu trimestrul anterior.

1.1.1. Cererea de consum

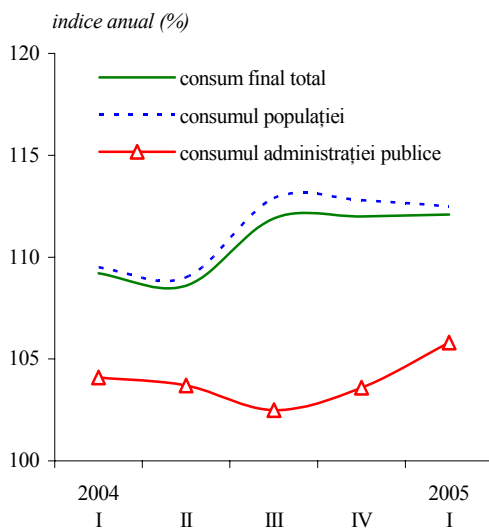
În ansamblu, consumul final a avut un ritm similar celui din trimestrul anterior, însă în structură se observă o ușoară decelerare a ratei de creștere a consumului populației și o accelerare

Contribuția componentelor cererii la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

Consumul final efectiv



Sursa: INS

⁷ În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile sunt determinate în raport cu perioada corespunzătoare a anului precedent.

(neașteptată pentru o perioadă postelectorală) a celei aferente consumului guvernamental. Cu toate acestea, potențialul inflaționist semnificativ al consumului populației nu s-a diminuat, în condițiile în care scăderea vitezei de creștere a acestuia s-a datorat exclusiv contracției ritmului autoconsumului și al consumului de servicii furnizate de administrația publică și privată, segmentul achizițiilor din rețeaua comercială înregistrând în schimb un salt abrupt de dinamică.

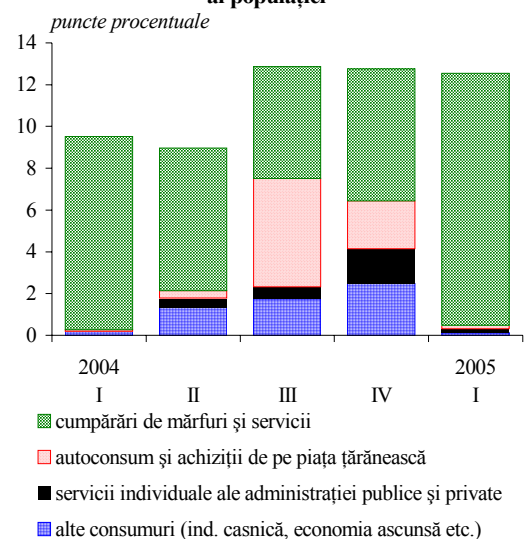
Cererea de consum a populației

În pofida unei atenuări ușoare a ritmului anual al consumului efectiv al gospodăriilor populației (-0,3 puncte procentuale față de trimestrul anterior, până la 12,5 la sută), presiunea inflaționistă a cererii de consum s-a accentuat în trimestrul I 2005, dinamica achizițiilor de bunuri și servicii majorându-se de la 11 la sută la 15,9 la sută. Expansiunea acestei componente esențiale a consumului privat a fost susținută de creșterea veniturilor⁸ – rezultat al introducerii cotei unice de impozitare, al majorării salariului minim brut pe economie, al negocierilor salariale în sectorul privat și al indexărilor din sectorul bugetar, dar și de menținerea unui context favorabil creditării⁹, caracterizat prin trendul descendent al ratelor dobânzii, îndeosebi pentru creditele bancare în lei, și prin aprecierea monedei naționale față de euro. Aceste resurse au fost suplimentate prin: (i) dezvoltarea sistemului de achiziții în rate promovată de marii distribuitori de produse electronice și electrocasnice, inclusiv prin intermediul parteneriatelor încheiate cu companii de credit de consum și (ii) extinderea cumpărărilor în *leasing*.

De remarcat faptul că dinamizarea achizițiilor de bunuri a coincis cu scăderea ratei de creștere a volumului cifrei de afaceri din industriile producătoare de bunuri de uz curent și de folosință îndelungată pentru piața autohtonă¹⁰, astfel încât se poate aprecia că acomodarea plusului de cerere de consum s-a realizat nu atât prin oferta internă, cât prin importuri.

În structura consumului privat, influența expansionistă exercitată de intensificarea achizițiilor de bunuri și servicii din rețeaua comercială a fost compensată de diminuarea de peste 5 ori a ritmului autoconsumului și a cumpărărilor de pe piața țărănească (2,5 la sută), dar și a serviciilor individuale furnizate

Creșterea consumului final al populației



Sursa: INS, calcule BNR

⁸ Față de trimestrul IV 2004, dinamica salariului mediu net real s-a consolidat cu încă 1,6 puncte procentuale (până la 13,1 la sută).

⁹ În trimestrul I 2005, ritmul anual de creștere a creditelor noi pe termen scurt și mediu acordate persoanelor fizice a revenit la valori pozitive pe componenta în lei (+5,2 la sută în termeni reali, comparativ cu -20,1 la sută în intervalul precedent), în timp ce pe componenta în euro acesta s-a majorat de aproape 6 ori.

¹⁰ cu excepția industriei mijloacelor de transport rutier

de administrația publică și privată (1,9 la sută); evoluția nu a fost deloc surprinzătoare, dinamica indicatorilor respectivi fiind marcată în trimestrul anterior de rezultatele unui an agricol de excepție și de derularea perioadei electorale.

Cererea de consum guvernamental

Ritmul mai alert al consumului final efectiv al administrației publice (5,8 la sută), neobișnuit pentru o perioadă postelectorală (în anul 2004 media trimestrială a fost de circa 3,5 la sută), s-a datorat îndeosebi creșterii numărului personalului angajat în aparatul administrativ¹¹.

Evoluții bugetare

În mod neașteptat, accelerarea ritmului de creștere a consumului final efectiv al administrației publice s-a asociat în trimestrul I 2005 cu consemnarea unui decalaj pozitiv între veniturile și cheltuielile bugetului general consolidat (de 0,1 la sută din PIB), ceea ce sugerează o restrângere relativă a cheltuielilor destinate investițiilor publice.

Soldul bugetului general consolidat s-a îmbunătățit față de trimestrul I 2004¹², iar surplusul primar trimestrial s-a dublat. Ponderea în PIB a veniturilor bugetare a sporit (cu 0,1 puncte procentuale), spre deosebire de cea a cheltuielilor care s-a diminuat (cu 0,1 puncte procentuale).

Efectele introducerii, cu începere din anul 2005, a cotei unice de impozitare a venitului și profitului (16 la sută) au fost doar parțial resimțite în primul trimestru al anului: încasările din impozitul pe venit s-au comprimat (de la 0,7 la sută din PIB în trimestrul I 2004 la 0,6 la sută din PIB în trimestrul I 2005), în timp ce viramentele din impozitul pe profit au fost superioare celor din intervalul similar al anului precedent (0,6 comparativ cu 0,5 la sută din PIB), ca urmare a efectului de bază¹³. Majorări ale mărimii lor relative față de primul trimestru al anului 2004 au mai înregistrat vărsămintele din contribuțiile de asigurări sociale (de la 2,1 la 2,2 la sută din PIB) și cele din alte impozite directe (de la 0,2 la 0,3 la sută din PIB), primele datorită majorării salariilor¹⁴ și creșterii numărului de salariați, iar cele din urmă ca efect al dublării impozitului pe venitul microîntre-

Bugetul general consolidat	procente în PIB			
	2003	2004	2004	2005
	IV	I	IV	I
Total venituri	8,5	6,7	8,3	6,8
Impozitul pe profit	0,7	0,5	0,8	0,6
Impozitul pe venit	0,8	0,7	0,8	0,6
Contribuții pentru asigurările sociale de stat	2,7	2,1	2,7	2,2
Taxa pe valoarea adăugată	2,1	1,7	1,9	1,7
Accize	1,0	0,7	0,9	0,6
Total cheltuieli	10,1	6,8	9,2	6,7
Cheltuieli de personal	1,4	1,2	1,4	1,3
Cheltuieli materiale	2,8	1,5	2,4	1,4
Plăți de dobânzi	0,4	0,3	0,3	0,3
Subvenții	0,8	0,6	0,5	0,5
Transferuri	3,2	2,7	3,1	2,7
Cheltuieli de capital	1,4	0,5	1,5	0,5
Cheltuieli primare	9,7	6,5	8,9	6,4
Soldul bugetului general consolidat*	-1,6	-0,1	-0,9	0,1
Surplus (+)/Deficit(-) primar	-1,2	0,2	-0,6	0,4

*) calculat potrivit metodologiei FMI

¹¹ Numărul salariaților din administrația publică s-a majorat cu 5,8 la sută.

¹² când bugetul general consolidat a acumulat un deficit de circa 0,1 la sută din PIB

¹³ Veniturile din impozitul pe profit au provenit în majoritate din vărsămintele aferente trimestrului IV 2004 (impozitate cu o cotă de 25 la sută), iar cele din intervalul similar al anului precedent din viramentele corespunzătoare trimestrului IV 2003 (ce includeau aplicarea unei cote reduse de 12,5 la sută pentru profitul obținut din activitățile de export).

¹⁴ Cele ale personalului bugetar au crescut cu 6 la sută începând cu ianuarie 2005.

prinderilor. În schimb, veniturile provenind din accize s-au diminuat comparativ cu cele din perioada corespunzătoare a anului precedent (de la 0,7 la 0,6 la sută din PIB), în special datorită influenței evoluției cursului de schimb, iar cele din TVA s-au menținut la nivelul celor din trimestrul I 2004 (1,7 la sută din PIB).

Restrângerea cheltuielilor bugetare față de cele efectuate în trimestrul I 2004 s-a produs aproape exclusiv pe seama subvențiilor și a cheltuielilor materiale, fiecare categorie reducându-și ponderea în PIB cu 0,1 puncte procentuale. Cheltuielile de capital, transferurile și plățile de dobânzi aferente datoriei publice și-au menținut mărimea relativă din intervalul corespunzător al anului anterior, în timp ce cheltuielile de personal au sporit, ca efect al majorării salariilor personalului bugetar, atât la sfârșitul anului precedent, cât și la începutul anului curent.

Ca urmare a rectificării bugetare efectuate la începutul lunii iulie 2005, ținta de deficit fiscal a acestui an a fost redusă de la 1,5 la 0,74 la sută din PIB. Comprimarea soldului negativ al programului de buget s-a bazat pe restrângerea mult mai accentuată a cheltuielilor comparativ cu cea a veniturilor. Mărimea relativă a cheltuielilor a fost redusă cu 1,6 puncte procentuale din PIB (în principal pe seama transferurilor, cheltuielilor de capital și plăților de dobânzi aferente datoriei publice)¹⁵, iar cea a veniturilor cu 0,9 puncte procentuale din PIB (prin comprimarea încasărilor din impozitul pe venit, accize și alte impozite directe și indirecte).

1.1.2. Cererea de investiții

Ritmul anual de creștere a formării brute de capital fix s-a accelerat în perioada analizată (cu 2,5 puncte procentuale față de trimestrul anterior, până la 5,2 la sută), fără a mai atinge însă nivelurile din trimestrele I-III 2004. Evoluția a fost determinată de achiziționarea de noi utilaje (inclusiv mijloace de transport), dar și de revigorarea investițiilor în domeniul agricol, în timp ce volumul lucrărilor de construcții noi a înregistrat o nouă pierdere de ritm (-6 puncte procentuale, până la aproximativ 1 la sută).

De remarcat că, potrivit datelor statistice disponibile, intensificarea investițiilor în utilaje (+7 la sută, ritm superior cu 1,5 puncte procentuale celui din trimestrul IV 2004) nu pare a fi asociată procesului de re tehnologizare a economiei, ci achizițiilor de mijloace de transport, în condițiile în care: (i) creșterea

Investiții realizate

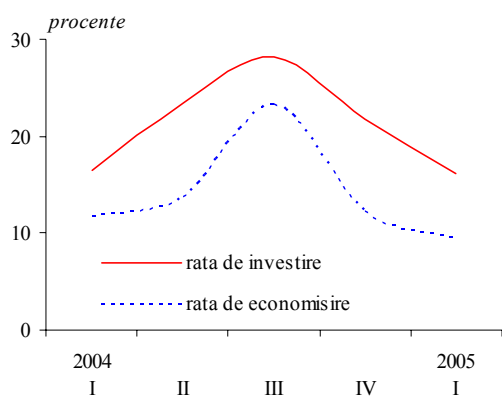
	Anii	variație anuală (%)			
		I	II	III	IV
Total	2004	7,2	12,0	18,1	1,7
	2005	4,8			
- lucrări de construcții noi	2004	7,6	9,6	13,3	6,9
	2005	0,9			
- utilaje	2004	14,9	26,4	38,4	5,5
	2005	7,0			
- alte cheltuieli*	2004	-30,7	-40,2	-38,8	-37,6
	2005	10,3			

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

Sursa: INS

¹⁵ Scăderea transferurilor și a cheltuielilor de capital s-a concentrat, în cea mai mare parte, la creditele externe acordate ministerelor, bugetul de stat, bugetele locale și bugetul Companiei Naționale de Autostrăzi și Drumuri Naționale din România.

Rata de investire și rata de economisire



Notă: Rata de investire este calculată ca raport între FBC și PIB, iar rata de economisire este calculată ca sumă între FBC și deficitul contului curent, raportată la PIB.

Sursa: INS, calcule BNR

Structura comerțului pe clase de bază din Sistemul Conturilor Naționale

	procente			
	Export (fob)		Import (cif)	
	2004 IV	2005 I	2004 IV	2005 I
Total, din care:	100,0	100,0	100,0	100,0
Bunuri de capital	7,9	6,7	17,7	15,2
Bunuri intermediare	52,9	53,9	60,6	64,2
Bunuri de consum	35,8	34,4	17,3	16,2

Sursa: INS

ritmului anual al volumului cifrei de afaceri pentru piața internă corespunzătoare bunurilor de capital s-a datorat mijloacelor de transport (rutiere și nerutiere¹⁶), în timp ce pe segmentele „mașini și echipamente” și „mașini și aparate electrice”, care cuprind și bunuri destinate investițiilor, cifra de afaceri pentru piața internă a consemnat reduceri de volum; (ii) statisticile Asociației Producătorilor și Importatorilor de Automobile indică o creștere mai accentuată comparativ cu trimestrul anterior a numărului de vehicule comerciale importate; (iii) valoarea importurilor de bunuri de capital asimilate formării brute de capital fix și-a încetinit viteza de creștere (de la 36,4 la sută la 19 la sută), evoluție ce poate fi atribuită în principal componente de volum, dată fiind influența nesemnificativă a mișcărilor de preț¹⁷.

O evoluție remarcabilă au înregistrat investițiile în agricultură care, după o serie de scăderi succesive începând cu trimestrul IV 2003, au consemnat o creștere de 10,3 la sută. Explicația este legată de perspectiva aderării la Uniunea Europeană, context în care în perioada analizată s-a înregistrat o creștere explozivă a cumpărărilor de animale (cu contribuția ridicată a importurilor), un impuls suplimentar constituindu-l începerea, la 1 aprilie 2005, a anului de referință – perioada de înregistrare de către autorități a producției de lapte a fiecărei ferme, în vederea stabilirii cotei anuale de producție.

1.1.3. Cererea externă netă

Majorarea de opt ori a decalajului nefavorabil dintre ritmul volumului importurilor și cel al exporturilor de bunuri și servicii comparativ cu trimestrul IV 2004 a determinat creșterea puternică a contribuției negative a cererii externe la dinamica PIB (până la 6 puncte procentuale, cea mai mare valoare din ultimii șase ani). În condițiile în care exporturile nu și-au modificat viteza anuală de creștere (8,8 la sută), evoluția s-a datorat intensificării substanțiale a ritmului real al importurilor de bunuri și servicii (până la 18,4 la sută), pe fondul menținerii unei capacități relativ scăzute a ofertei autohtone de a satisface cererea și al aprecierii consistente a monedei naționale față de euro (+9,4 la sută față de -0,3 la sută în trimestrul IV 2004). Datele din balanța de plăți sugerează că, deși expansiunea cererii finale a constituit un factor important al accelerării cu 8,4 puncte procentuale a dinamicii achizițiilor externe de bunuri și servicii,

¹⁶ de la +21,3 la +32,5 la sută și respectiv de la -9,5 la +7,8 la sută. Totuși, trebuie precizat faptul că prima componentă include și autoturismele pentru populație (categorie care, potrivit metodologiei conturilor naționale, aparține bunurilor de consum).

¹⁷ Ritmul anual de creștere a prețurilor bunurilor de capital livrate pe piața externă de UE-25 s-a majorat în trimestrul I 2005 cu doar 0,4 puncte procentuale comparativ cu trimestrul anterior, atingând un nivel de 0,2 la sută.

aceasta a fost determinată mai ales de creșterea consumului intermediar (țigări, gaze naturale, metale, carne).

În ceea ce privește exporturile, tendința de plafonare a ritmului anual de creștere conturată la nivelul trimestrului I 2005 poate fi explicată de:

- (i) reducerea dinamicii cererii de import a UE (rata anuală de creștere a importurilor UE-25 din țările nemembre a scăzut de la 12,4 la sută în trimestrul IV 2004 la 9,2 la sută în intervalul analizat);
- (ii) slăbirea influenței conjuncturii externe deosebit de favorabile înregistrate în anul anterior pe unele piețe (metale, produse chimice);
- (iii) scăderea competitivității majorității produselor de bază ale ofertei pentru export (produse metalurgice, mașini și aparate electrice, dar mai ales produse ale industriei ușoare¹⁸ – segment ale cărui dificultăți au fost amplificate de liberalizarea pieței mondiale de profil, prin eliminarea cotelor de export pentru China¹⁹).

Cu toate acestea, au existat și o serie de produse care au consemnat creșteri mai rapide ale volumului vânzărilor externe, în special mijloacele de transport și unele produse metalurgice.

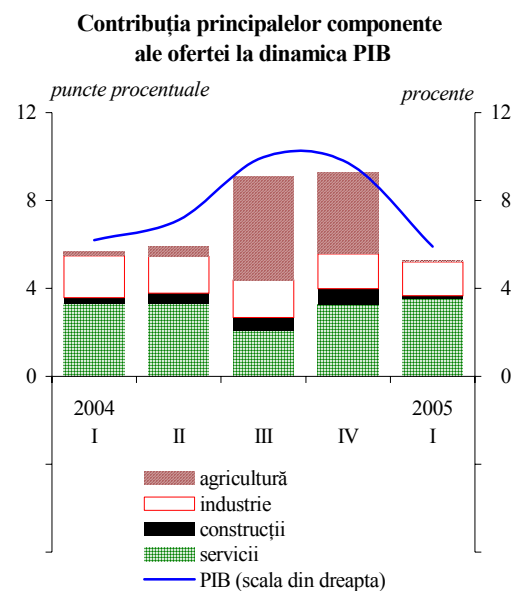
1.2. Oferta

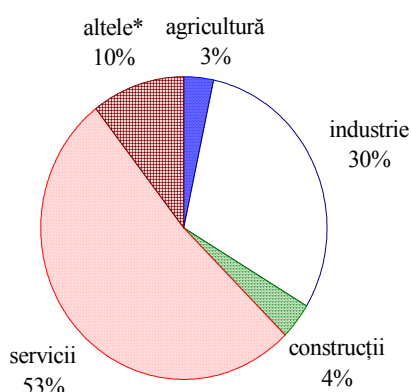
Atenuarea dinamicii PIB în trimestrul I 2005 a fost determinată de scăderi de ritm la nivelul tuturor celor patru sectoare economice, influența cea mai puternică revenind însă agriculturii (+1,8 la sută față de +27,6 la sută în intervalul anterior).

După două trimestre marcate de șocul de ofertă generat de producția agricolă, sectorul serviciilor și-a reluat poziția dominantă în ceea ce privește contribuția principalelor sectoare ale economiei la dinamica PIB (+3,5 puncte procentuale). În privința vitezei de creștere, ușoara decelerare a dinamicii valorii adăugate brute față de trimestrul IV 2004 (cu 0,3 puncte procentuale), asociată încetinirii activității în industrie și construcții, este probabil localizată mai ales la nivelul comerțului cu ridicata, al transportului de mărfuri și al serviciilor pentru întreprinderi. În schimb, activitatea comercială cu amănuntul și-a continuat expansiunea, evoluția fiind însoțită și în perioada analizată de modificări structurale determinate de consolidarea poziției în piață a operatorilor comerciali de mari dimensiuni.

¹⁸ Indicii anuali ai costului unitar cu forța de muncă (determinat pe baza salariului exprimat în euro) au crescut cu 7 până la 33 puncte procentuale comparativ cu trimestrul anterior.

¹⁹ ca urmare a expirării la 1 ianuarie 2005 a acordului Organizației Mondiale a Comerțului asupra textilelor și confecțiilor



Formarea PIB în trimestrul I 2005

*) impozite nete pe produs și corecția aferentă serviciilor de intermediere financiară indirect măsurate

Sursa: INS, calcule BNR

La nivelul sectorului industrial, diminuarea vitezei de creștere a valorii adăugate brute (de la 6,8 la sută la 5 la sută) a fost antrenată, dincolo de motivele de restrângere a cererii externe invocate anterior, de perpetuarea dificultăților de adaptare a ofertei la exigențele cererii interne (finale și intermediare) în majoritatea sectoarelor industriale²⁰, fapt care a condus la scăderea cu 5 puncte procentuale (până la +0,6 la sută) a dinamicii anuale a volumului cifrei de afaceri aferente producției industriale livrate pe piața internă.

În ceea ce privește activitatea de construcții, decelerarea ritmului valorii adăugate brute (cu 5,3 puncte procentuale, până la +3,8 la sută) este imputabilă îndeosebi segmentului „clădiri rezidențiale”, afectat în principal de: (i) sistarea, la începutul anului, a lucrărilor executate prin Agenția Națională pentru Locuințe, din cauza lipsei fondurilor; (ii) blocarea derulării unor proiecte, în principal ca urmare a situației juridice neclare a unor terenuri; (iii) întârzierea încheierii unor contracte ca urmare a recalculării prețurilor de vânzare după aprecierea consistentă a leului față de euro și a procesului de renegociere aferent.

2. Piața muncii²¹

Rata șomajului a coborât la cel mai scăzut nivel din ultimii 13 ani, semnalând menținerea presiunilor pe piața forței de muncă²², în pofida slăbirii cererii de forță de muncă suplimentară. Introducerea cotei unice de impozitare a avut efecte diferite asupra costurilor cu forța de muncă și respectiv asupra cererii de consum: în timp ce dinamica anuală a salariilor brute a scăzut (inclusiv datorită practicii de negociere a salariului net în unele ramuri private ale economiei), compensând parțial evoluția nefavorabilă a productivității muncii în industrie, accelerarea ritmului anual al salariilor nete a stimulat consumul privat.

2.1. Forța de muncă

Primele indicii privind slăbirea cererii de forță de muncă suplimentară au fost consemnate în trimestrul IV 2004, fiind reflectate atât de ancheta asupra forței de muncă în gospodării (AMIGO), din care rezultă atenuarea creșterii anuale a

²⁰ Excepții sunt industria de prelucrare a petrolului și de cocsificare a cărbunelui, industria mijloacelor de transport și industria ușoară, care au înregistrat intensificări de până la 17 puncte procentuale ale ritmului corespunzător volumului cifrei de afaceri pentru producția destinată pieței interne.

²¹ În absența unei alte mențiuni, analiza în dinamică a datelor prezentate în această secțiune s-a realizat prin comparație cu perioada similară din anul anterior.

²² Presiunile pe piața forței de muncă rezultă din dificultatea cu care angajatorii găsesc personal în structura și cu calificarea dorite, cu posibil efect de majorare a salariilor negociate.

populației ocupate în sectoarele secundar și terțiar (5,4 la sută față de 7 la sută în trimestrele II și III 2004), cât și de evidențele ANOFM, numărul locurilor de muncă vacante identificate de această instituție scăzând cu peste 40 la sută față de trimestrul III 2004. Deși în trimestrul I 2005 indicatorul raportat de ANOFM a revenit la valori semnificativ superioare celor din intervalul anterior, oportunitățile de angajare s-au redus cu circa 12 la sută comparativ cu aceeași perioadă a anului 2004, situație care a persistat și în luna aprilie.

Posibile explicații pentru această evoluție constau în:

- (i) încetinirea creșterii economice, în special în sectorul secundar;
- (ii) diminuarea numărului angajărilor în vederea ameliorării indicatorilor de eficiență, în condițiile în care, în unele activități, dinamica productivității muncii²³ a rămas de-a lungul mai multor trimestre inferioară ritmului de creștere a salariilor, iar concurența în sectorul bunurilor comercializabile s-a accentuat (atât pe piața internă, cât și pe cea externă). Accelerarea ritmului anual de creștere a numărului de salariați din economie în primele cinci luni ale anului 2005 nu poate fi asociată exclusiv sporirii cererii de forță de muncă, o altă posibilă influență fiind aceea a formalizării unor contracte de muncă, în urma relaxării regimului fiscal.
- (iii) dificultățile cu care se confruntă angajatorii în identificarea personalului cu o calificare corespunzătoare, admise public de unele companii, dar sugerate și de înregistrarea, în trimestrul I 2005, a unui raport supraunitar²⁴ (1,32:1) între numărul locurilor de muncă identificate de ANOFM și numărul de persoane nou angajate.

În contextul reducerii cu 35,5 la sută față de trimestrul I 2004 a concedierilor și al numărului semnificativ mai mic al șomerilor neindemnizați care și-au reînnoit cererea de loc de muncă și al persoanelor care au solicitat intrarea în evidențele ANOFM pentru a beneficia de venitul minim garantat (categorii cu șanse reduse de a-și găsi un loc de muncă din cauza lipsei unei calificări), oferta excedentară de forță de muncă s-a restrâns în primele luni ale anului 2005, rata șomajului înregistrat coborând de la o medie de 7,8 la sută în trimestrul I 2004 la 6,2 la sută și respectiv 5,6 la sută în trimestrele I-II 2005.

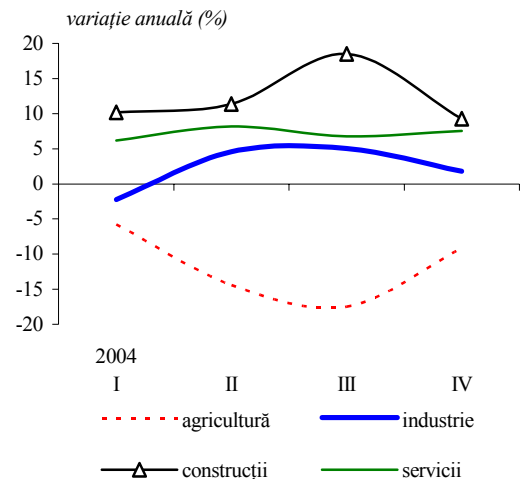
2.2. Venituri

Spre deosebire de trimestrele anterioare, când creșterea în termeni reali a salariului mediu brut pe economie a fost similară cu cea a salariului net, în trimestrul I 2005 ritmurile celor doi indicatori au fost sensibil diferite (7,1 la sută și respectiv 13,1 la

²³ calculată ca raport între indicele de volum anual al VAB corespunzător sectorului respectiv și indicele anual al populației ocupate în acel sector

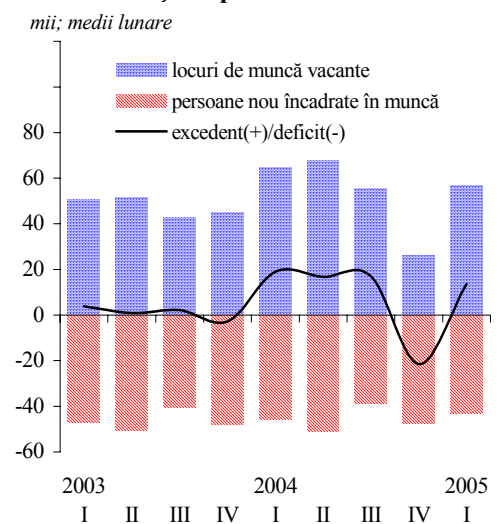
²⁴ similar trimestrelor I-III 2004

Populația ocupată pe sectoare de activitate



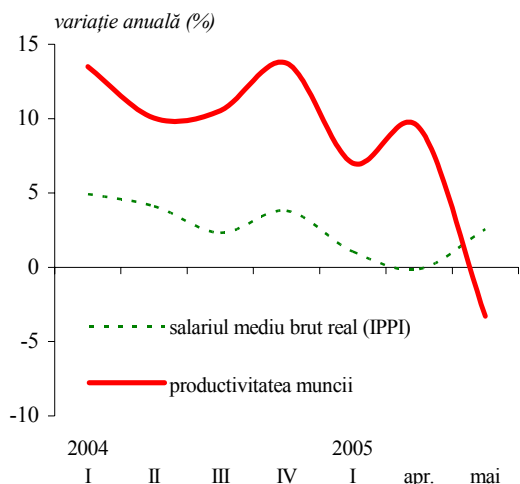
Sursa: INS - AMIGO

Locuri de muncă vacante și ocuparea acestora



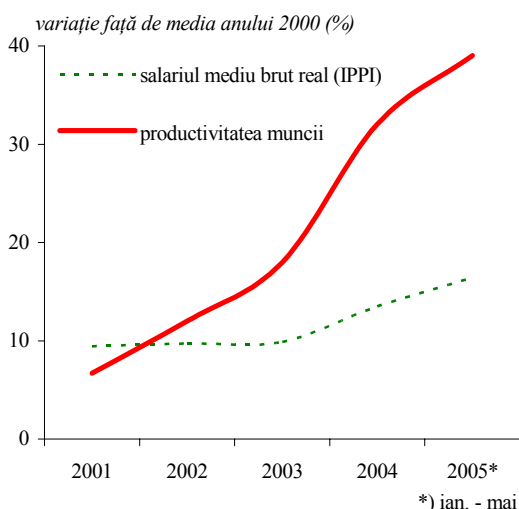
Sursa: ANOFM

Evoluția salariului brut și a productivității muncii în industrie (a)



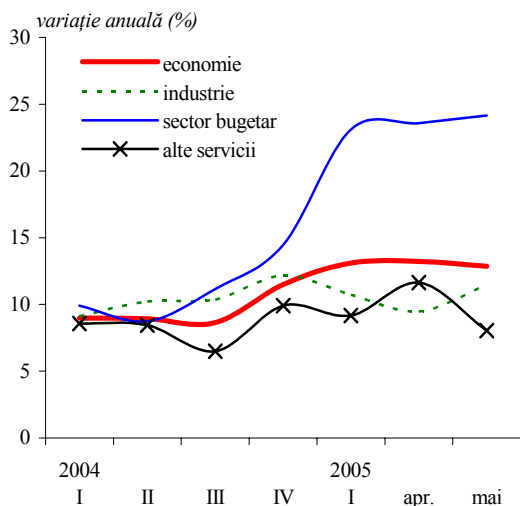
Sursa: INS, calcule BNR

Evoluția salariului brut și a productivității muncii în industrie (b)



Sursa: INS, calcule BNR

Evoluția salariului net real*



*) deflatat cu IPC

Sursa: INS, calcule BNR

sută), ca urmare a relaxării fiscale realizate prin introducerea cotei unice de impozitare.

Majorarea salariului brut s-a datorat: (i) creșterii salariului minim brut pe țară la 3,1 milioane lei²⁵ (3,3 milioane lei conform contractului colectiv de muncă la nivel național semnat de confederațiile sindicale și patronate), (ii) acordării de majorări salariale și prime anuale în sectorul bugetar (în luna ianuarie) și (iii) derulării negocierilor salariale efectuate în sectorul privat, pe fondul menținerii condițiilor restrictive pe piața muncii. Cu toate acestea, datorită practicii de negociere a salariului net în unele activități economice private²⁶ (caz în care introducerea cotei unice de impozitare a favorizat angajatorul), dinamica anuală a salariului brut s-a încetinit comparativ cu trimestrele anterioare²⁷, având un efect de temperare a presiunilor din partea costurilor.

În cazul industriei²⁸, influența pozitivă a evoluției mai lente a câștigurilor salariale brute asupra costurilor unitare cu forța de muncă a fost însă neutralizată de diminuarea ritmului anual de creștere a productivității (de la 13,7 la 7 la sută)²⁹, situație consemnată îndeosebi în ramurile orientate spre piața externă. În pofida evoluțiilor recente, sporul de productivitate realizat în perioada ianuarie-mai 2005 se menține semnificativ superior nivelului consemnat în anul 2000 – care a marcat începutul fazei actuale de expansiune a ciclului economic –, asigurând un decalaj pozitiv considerabil față de dinamica salariului brut real.

Pe partea cererii, accelerarea cu 1,6 puncte procentuale față de trimestrul precedent a dinamicii anuale a salariului mediu net real a alimentat în continuare consumul populației; în același sens au acționat majorarea pensiilor (+14,2 la sută în termeni reali) și a influxurilor de venituri din muncă și transferuri private³⁰ (+25,9 la sută), ritmurile anuale de creștere a acestora fiind însă inferioare celor din trimestrul IV 2004.

Primele două luni ale trimestrului II 2005 nu au consemnat modificări semnificative comparativ cu trimestrul anterior în pri-

²⁵ HG nr. 2346 din 14/12/2004

²⁶ practică vizibilă în special în serviciile private (unde rata anuală de creștere a salariului brut real s-a comprimat la circa 1 la sută), dar și în unele ramuri industriale

²⁷ În plus, chiar în cazul în care negocierile au vizat salariul brut, este posibil ca introducerea cotei unice să fi condus la scăderea presiunilor exercitate de angajați și respectiv a disponibilității angajatorilor de a acorda majorări salariale.

²⁸ singurul sector pentru care există date privind productivitatea muncii în trimestrul I 2005

²⁹ Ecartul pozitiv dintre dinamica productivității muncii în industrie și cea a salariului brut real (deflatat prin IPPI) s-a îngustat cu 4 puncte procentuale față de nivelul înregistrat în trimestrul IV 2004.

³⁰ acestea fiind însă erodate de aprecierea nominală a monedei naționale față de euro (+10,5 la sută în perioada ianuarie-mai 2005 comparativ cu perioada similară a anului anterior)

vința evoluției câștigurilor salariale și a influenței acestora asupra cererii de consum și a costurilor unitare nominale cu forța de muncă din industrie, majorarea ritmului anual de creștere a acestora din urmă (cu 4,6 puncte procentuale, până la 12,5 la sută) datorându-se scăderii semnificative a productivității muncii în luna mai. De remarcat menținerea sau chiar accentuarea dinamicii ridicate a costurilor unitare cu forța de muncă în ramurile cu impact semnificativ asupra prețurilor de consum (industria alimentară, ușoară, energetică), în pofida relativei îmbunătățiri observate în trimestrul anterior.

3. Prețuri de import și prețuri de producție

Trimestrul I 2005 a consemnat evoluții mixte în ceea ce privește presiunile inflaționiste exercitate de costuri, în condițiile în care reducerea ritmului de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă, ameliorarea condițiilor pe piața produselor agricole și menținerea la niveluri nesemnificative a variației prețurilor bunurilor de consum și de capital importate au fost însoțite de mișcări de amploare ale prețurilor importurilor energetice. Tendințele par să se mențină și la nivelul trimestrului II, excepție făcând prețurile produselor vegetale, unde este previzibilă o inversare de trend.

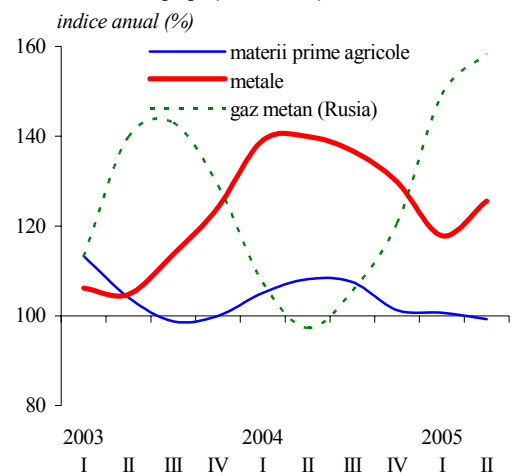
3.1. Prețurile de import

În trimestrul I 2005, presiunile exercitate de prețurile externe ale bunurilor importate s-au intensificat comparativ cu trimestrul anterior, ritmul de creștere a valorii unitare a achizițiilor externe de bunuri majorându-se de la 3,6 la 5,9 la sută. În condițiile în care mișcările înregistrate la nivelul valorii unitare a bunurilor importate din Uniunea Europeană (principalul partener extern³¹) au fost nesemnificative – ritm anual de numai 0,5 la sută, în creștere cu mai puțin de 1 punct procentual față de trimestrul IV 2004 –, evoluția poate fi asociată în bună măsură accentuării trendului ascendent al prețurilor produselor minerale³², furnizate în general de piețe non-UE; în cadrul acestora, gazele naturale au exercitat cele mai mari presiuni, ritmul anual de creștere a prețurilor pe piața externă majorându-se de la 20,6 la sută în trimestrul IV 2004 la 49,3 la sută în trimestrul I 2005. Celelalte grupe de mărfuri cu o pondere semnificativă în structura coșului de consum – produsele vegetale, alimentare, îmbrăcăminte și încălțăminte – au consemnat evoluții favorabile ale prețurilor de import, scăderile de preț sau decelerările de ritm înregistrate în perioada analizată favorizând dezinflația pe piața internă.

³¹ peste 60 la sută din importuri

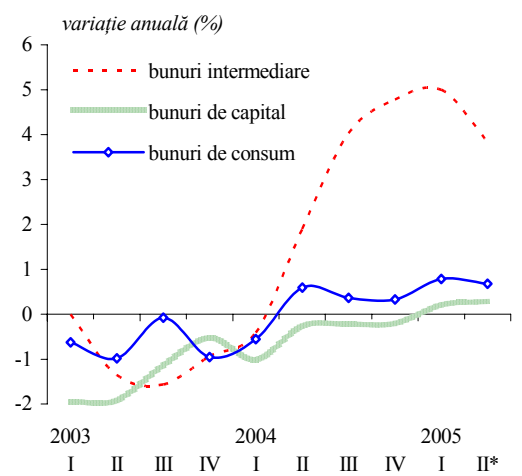
³² minereuri, cărbune, țiței brut, produse petroliere, gaze naturale

Evoluția prețurilor materiilor prime pe piețele internaționale



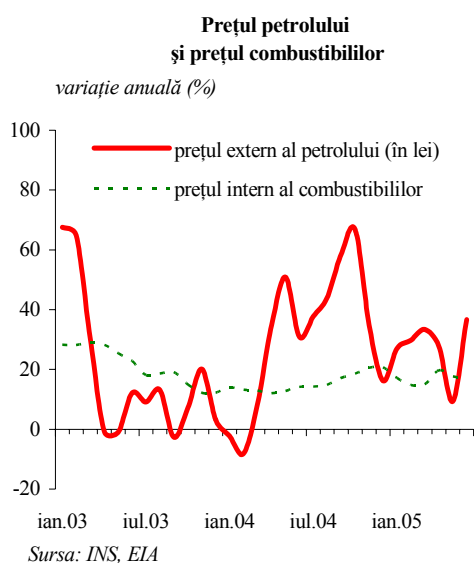
Sursa: FMI

Evoluția indicelui prețurilor producției industriale și a componentelor acestuia în UE-25



Sursa: Eurostat

*) aprilie -

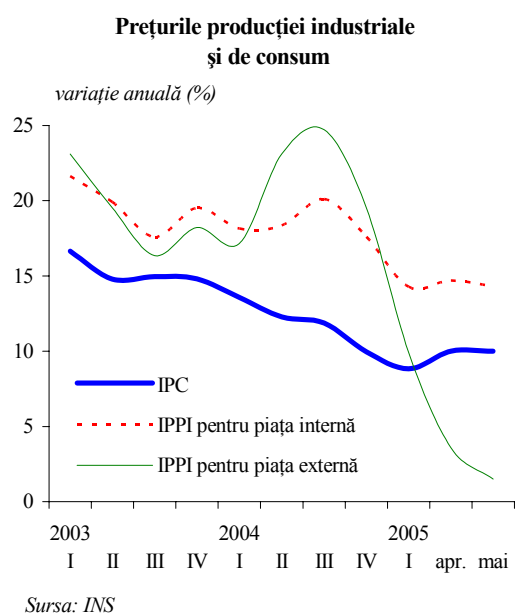


Tendențele observate în primele trei luni ale anului 2005 par să se mențină și la nivelul trimestrului II: (i) trendul ascendent al prețului gazelor naturale pe piața internațională a continuat și în intervalul aprilie-mai, ritmul cumulat de creștere față de aceeași perioadă a anului anterior urcând la 58,3 la sută; (ii) dinamica anuală a prețului petrolului a continuat să se reducă ușor (de la 49,4 la sută în trimestrul I la 45,6 la sută³³), ca urmare a evoluțiilor favorabile din lunile aprilie și mai³⁴ (mișcarea ascendentă a fost reluată în luna iunie, la finele acesteia atingându-se un nou maxim istoric: 58,5 dolar SUA/baril); (iii) presiunile exercitate de prețurile bunurilor industriale achiziționate de pe piața externă au rămas neesențiale³⁵, în special pe segmentul bunurilor de consum și al celor de capital.

Evoluția cursului de schimb al leului în raport cu principalele valute a avut influențe diferite asupra prețurilor interne în perioada analizată. Pe de o parte, procesul dezinflaționist a fost sprijinit de aprecierea nominală a leului în raport cu euro, care a continuat pe parcursul ambelor trimestre (cu o intensitate mai scăzută, totuși, în trimestrul II); pe de altă parte, presiunile exercitate de prețurile importurilor energetice au fost accentuate de creșterea cotațiilor leu-dolar SUA în intervalul aprilie-iunie 2005³⁶.

3.2. Prețurile de producție

3.2.1. Prețurile producției industriale



Dinamica prețurilor producției industriale pentru piața internă s-a înscris în trimestrul I 2005 pe un trend descrescător (rată anuală de 14,3 la sută, comparativ cu 17,6 la sută în trimestrul anterior), reducând astfel decalajul pozitiv față de ritmul anual al prețurilor de consum. Aportul favorabil al costurilor cu unele materii prime (carne, metale, lână) și al aprecierii monedei naționale a compensat impactul majorărilor de tarife operate în cazul utilităților, atenuarea ritmurilor de creștere a prețurilor fiind vizibilă în majoritatea ramurilor industriale. O evoluție de sens contrar s-a înregistrat în industria extractivă, pe segmentul hidrocarburilor (+7,8 puncte procentuale față de trimestrul anterior, până la 29,6 la sută), menținând ridicate presiunile asupra costurilor de producție în industria de prelucrare a țițeiului.

Mișcarea descendentă a fost mai evidentă în industria prelucrătoare (-4,2 puncte procentuale, până la 13,7 la sută), fiind susținută de influența pozitivă a costurilor cu materiile prime în

³³ calcul realizat pe baza cotațiilor Brent

³⁴ ulterior puseului înregistrat în primele zile ale lunii aprilie, preluat imediat de prețurile interne ale combustibililor

³⁵ Prețurile producției industriale livrate pe piața externă de UE-25 (exclusiv construcțiile și energia) s-au majorat în intervalul aprilie-mai 2005 cu doar 1,4 la sută în termeni anuali (1,9 la sută în trimestrul I 2005).

³⁶ a se vedea subsecțiunea *Cursul de schimb și fluxurile de capital*

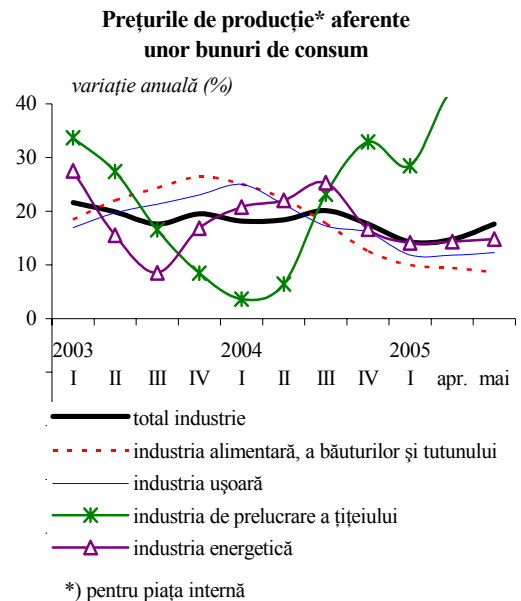
cadru unor ramuri, dar și de competiția mai puternică la care este supus, de regulă, acest sector. La nivelul unor ramuri industriale (industria alimentară, mașini și echipamente, mijloace de transport rutier, mobilă), un factor suplimentar care a acționat în sensul temperării variației prețurilor de producție l-a reprezentat evoluția costului unitar cu forța de muncă. Cu toate acestea, pe ansamblul sectorului prelucrător nu s-au înregistrat progrese în sensul atenuării dinamicii acestui element de cost, ritmul anual înregistrat în trimestrul I 2005 (7,9 la sută) fiind ușor superior celui din trimestrul anterior.

Rata anuală de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața externă s-a plasat pe o traiectorie similară celei descrise de componenta internă (+9,9 la sută în perioada analizată comparativ cu +19,5 la sută în trimestrul anterior), evoluția datorându-se exclusiv aprecierii nominale a cursului de schimb al monedei naționale (în cazul ajustării cu evoluția cursului de schimb, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața externă s-a majorat cu 1,1 puncte procentuale).

Trimestrul II a debutat cu modificări substanțiale ale prețurilor gazelor naturale și combustibililor³⁷, însă în majoritatea ramurilor prelucrătoare ritmul prețurilor de producție pentru piața internă s-a menținut pe un trend descendent în intervalul aprilie-mai, posibil datorită climatului concurențial din aceste sectoare, dar și faptului că o parte din contractele cu furnizorii de utilități au fost încheiate anterior lunii aprilie. În cazul livrărilor către piața externă, prețurile producției industriale și-au consolidat trendul descrescător, în principal pe seama evoluțiilor din metalurgie și din industria de prelucrare a țițeiului. În acest ultim caz, evoluțiile divergente ale dinamicii prețurilor de producție pentru piața internă și respectiv pentru piața externă ar putea fi explicate prin alinierea în mai mică măsură a prețurilor interne la nivelurile practice pe piața internațională, astfel încât modificările relative determinate de ascensiunea prețului petrolului sunt de mai mare amplitudine.

3.2.2. Prețurile producției agricole

Prețurile producției agricole au crescut în trimestrul I 2005 cu 0,8 la sută față de trimestrul anterior³⁸, factorul determinant fiind în continuare scumpirea produselor animale cu 3,4 la sută (în special carne de bovine, carne de pasăre și lapte), deși într-o evidentă decelerare comparativ cu trimestrul anterior (-7,7 puncte procentuale). Factorii explicativi ai scumpirii



³⁷ reflectate de accelerarea cu 17 și respectiv 13,6 puncte procentuale a ritmului anual de creștere a prețurilor pe segmentul extracției hidrocarburilor și al prelucrării țițeiului în perioada aprilie-mai față de trimestrul I

³⁸ Seria de date referitoare la prețurile producției agricole este disponibilă numai din ianuarie 2004 și nu permite comparații de ritmuri anuale între trimestrele IV 2004 și I 2005.

produselor animale rămân scăderea ofertei interne, dar și tendința producătorilor autohtoni de a recupera prin preț pierderile acumulate sau/și investițiile efectuate în perioadele anterioare. La nivelul produselor vegetale, reducerea cu aproximativ 1 la sută a prețurilor de producție s-a datorat, ca și în perioada anterioară, cerealelor, prețul legumelor și al fructelor cunoscând accelerări puternice de ritm, posibil pe seama ofertei limitate, dar și a deteriorării mai rapide a produselor în lipsa unor spații de depozitare adecvate.

La nivelul trimestrului II 2005, tendința descendentă a dinamicii prețurilor produselor animale pare să continue. Astfel, datele statistice disponibile pentru lunile aprilie și mai confirmă semnalele referitoare la detensionarea pieței cărnii și a laptelui observate în intervalul anterior, iar mediul concurențial creat în aceste sectoare de consolidarea poziției marilor operatori, ca urmare a preluărilor și achizițiilor încheiate pe parcursul anului anterior, susțin ideea perpetuării acestor tendințe. O inversare de trend este previzibilă însă pe segmentul produselor vegetale, efect al influenței exercitate de condițiile meteo nefavorabile asupra ofertei de legume și fructe.

IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

Potrivit Legii nr. 312/2004 privind Statutul BNR, intrată în vigoare la 30 iulie 2004, obiectivul fundamental al politicii monetare îl constituie „asigurarea și menținerea stabilității prețurilor”. Subordonându-se prevederilor acestei legi, în al doilea trimestru al anului 2005 banca centrală a urmărit să imprime politicii monetare conduita necesară asigurării sustenabilității dezinflației atât pe termen scurt, cât, mai ales, pe termen mediu.

Pe fondul relativei atenuări – în a doua parte a intervalului – a constrângerii exercitate asupra conducerii politicii monetare de creșterea, începând cu semestrul II 2004, a riscului atragerii de capital volatil, autoritatea monetară a întrerupt seria ajustărilor descrescătoare ale ratei dobânzii de politică monetară pe care a inițiat-o în iunie 2004; reducerile au fost graduale – în pas cu progresul dezinflației – prudența scăderii ratei dobânzii de politică monetară fiind de natură a nu perturba anticipațiile inflaționiste. Ultima etapă a acestui proces s-a derulat în luna aprilie, când Consiliul de administrație al BNR a decis să coboare cu 2 puncte procentuale plafonul randamentelor aferente atragerii de depozite³⁹, el fiind ulterior menținut constant la nivelul de 12,5 la sută. În paralel, declinul ratei medii efective a dobânzii la depozitele atrase de banca centrală a fost întrerupt, ea stabilizându-se în jurul valorii medii lunare de 8,0 la sută. Astfel, deși s-a restrâns, decalajul temporar pe care BNR l-a creat (din luna ianuarie) între cele două rate proprii de dobândă și-a continuat existența; el a fost considerat drept cea mai puțin nocivă soluție de conciliere de către banca centrală a situației conflictuale în care, pe de o parte, erau necesare ancorarea anticipațiilor inflaționiste și prevenirea scăderii ratei dobânzii depozitelor bancare și, pe de altă parte, devenise prioritară descurajarea intrărilor de capital volatil. În acest context, restrictivitatea condițiilor monetare a fost menținută prin contribuția esențială adusă de consolidarea aprecierii nominale a monedei naționale în raport cu euro.

³⁹ Având în vedere trendul descrescător din ultima perioadă a randamentelor pe piața monetară, banca centrală a efectuat în aprilie și o repoziționare a ratelor dobânzilor la facilitățile pe care le oferă băncilor; astfel, randamentul la facilitatea de depozit a fost redus de la 5,0 la 4,0 la sută, în timp ce rata dobânzii la facilitatea de credit a fost coborâtă de la 25,0 la 20,0 la sută.

Constrângerea majoră pe care a exercitat-o – începând cu semestrul II 2004 – creșterea intrărilor de capital cu potențial volatil asupra implementării politicii monetare a continuat să fie resimțită de BNR în trimestrul II 2005 (mai cu seamă în prima parte a acestuia), banca centrală confruntându-se în această perioadă cu clasică dilemă privind nivelul ratei dobânzii. Astfel, pe de o parte, BNR a fost conștientă de faptul că o eventuală scădere a ratei dobânzii la un nivel descurajant pentru intrările de capital ar fi imprimat o accelerare nesustenabilă a cererii agregate; pe de altă parte, era evident pentru autoritatea monetară că evitarea coborârii ratei dobânzii la un nivel care ar fi stimulat suplimentar cererea agregată ar fi sporit atractivitatea pieței românești din perspectiva capitalului speculativ. Optarea pentru cea de a doua soluție ar fi ridicat o nouă dilemă în fața băncii centrale, pe care aceasta ar fi trebuit să o tranșeze fie prin acceptarea unei aprecieri mai consistente a leului față de euro, fie prin sporirea eforturilor și costurilor de sterilizare a intrărilor de capital.

BNR a preferat însă să recurgă la o soluție mixtă; aceasta a constat în: (i) flexibilizarea cursului de schimb (noiembrie 2004) – concretizată în sporirea aprecierii leului în raport cu euro și (ii) reducerea graduală și prudentă a ratei dobânzii, banca centrală provocând totodată, la începutul anului, apariția unui decalaj temporar între rata efectivă a dobânzii aferente operațiunilor de sterilizare (mai joasă) și rata dobânzii de politică monetară, cu scopul evitării influențării substanțiale a anticipațiilor inflaționiste. Chiar și în aceste condiții, BNR a fost nevoită să continue practica intervențiilor pe piața valutară și să facă eforturi substanțiale de sterilizare a excedentului de lichiditate din sistem, eforturi al căror rezultat s-a concretizat în diminuarea considerabilă a impactului evoluției cererii agregate asupra performanțelor inflației.

În contextul acestei abordări mixte, BNR a considerat riscul crescut de atragere a capitalului cu potențial volatil ca dominând cadrul economic al începutului lunii aprilie, în condițiile în care, pe de o parte, (i) momentul liberalizării accesului nerezidenților la operațiunile cu depozite la termen în lei devenise iminent și (ii) diferențialul ratelor dobânzilor interne față de piețele internaționale se dovedise a fi încă ridicat, iar, pe de altă parte, (iii) dezinflația continua să se situeze în perioada parcursă pe o traiectorie compatibilă cu atingerea obiectivului anual. Pe acest fond, banca centrală a scăzut cu două puncte procentuale rata dobânzii de politică monetară. În plus, rata efectivă a dobânzii aferente operațiunilor de sterilizare a fost stabilizată la un nivel inferior – de 8 la sută – BNR urmărind prin aceste decizii să provoace o coborâre a palierului așteptărilor investitorilor privind perspectivele imediate ale oportunităților de câștig oferite de plasamentele în instrumente ale BNR.

Efectul de descurajare pe care restrângerea diferențialului dintre ratele dobânzilor pieței interne și randamentele pieței internaționale pare să-l fi exercitat asupra intrărilor de capital volatili⁴⁰ începând cu a doua jumătate a lunii aprilie, conjugat cu conturarea pericolului de a fi compromisă atingerea țintei de inflație a acestui an au determinat banca centrală să stopeze, în luna mai, reducerea ratei dobânzii de politică monetară, nivelul acesteia fiind menținut ulterior la 12,5 la sută.

Prin această conduită a politicii ratei dobânzii, banca centrală a dorit în primul rând să minimizeze efectele secundare și impactul nefavorabil asupra anticipațiilor inflaționiste ale acțiunii unor factori ai ofertei care au stat la originea stopării dezinflației în luna aprilie și a reaccelerării inflației în trimestrul al doilea. Ritmul anual de creștere a prețurilor de consum a revenit în luna aprilie la nivelul de două cifre (10,0 la sută, cu 1,3 puncte procentuale peste cel din luna martie), în principal ca efect al majorării peste așteptări a prețurilor administrate, a accizelor și a prețului petrolului. Alte șocuri nefavorabile ale ofertei, constând în accentuarea deprecierei leului față de dolar și în înrăutățirea condițiilor meteorologice, au continuat să fie resimțite de prețurile de consum și în lunile următoare, astfel încât pe ansamblul perioadei rata medie anuală a inflației (9,9 la sută) a rămas superioară celei consemnate în trimestrul precedent.

Un argument important al deciziilor favorabile accentuării în această perioadă a prudenței în manevrarea pârghiei ratei dobânzii l-a constituit conturarea unei relative slăbiri a forței dezinflaționiste a cursului de schimb leu/euro, în condițiile în care acesta și-a încetinit considerabil scăderea, manifestând, în acest interval, o tendință de stabilizare; temperarea întăririi leului s-a produs pe fondul: (i) revenirii segmentului interbancar al pieței valutare interbancare la un deficit – care s-a menținut relativ ridicat pe parcursul trimestrului, deși, pe ansamblu, piața valutară (incluzând operațiunile caselor de schimb) a continuat să înregistreze excedente substanțiale, (ii) moderării anticipațiilor operatorilor pieței valutare privind potențialul de apreciere a leului, precum și, într-o oarecare măsură, al (iii) efectuării unor intervenții valutare de către banca centrală. În plus, aprecierea nominală pe care a acumulat-o în acest an moneda națională a exercitat și un efect stimulat din perspectiva dinamicii pe termen scurt a cererii agregate. Astfel, aceasta nu a determinat doar o reorientare a cheltuielilor dinspre piața internă spre cea externă, ci a stimulat suplimentar absorbția internă, în special consumul populației, prin încurajarea deciziei acestui segment de a cheltui imediat (pentru achiziționarea de

⁴⁰ Volumul intrărilor de capital s-a restrâns și ca urmare a reorientării interesului investitorilor către alte piețe financiare.

bunuri importate) în detrimentul celei de a economisi, având în vedere scăderea accelerată a ratelor dobânzilor la depozitele în lei în paralel cu efectul de avuție al aprecierii; în plus, întărirea leului a sprijinit prin efectul său de bilanț amplificarea cererii de împrumuturi în devalua a persoanelor fizice, denaturând percepția acestora asupra riscurilor asociate acestei categorii de credite.

În aceste condiții, o dată cu relativa atenuare a îngrijorării legate de parcurgerea noii etape de liberalizare a mișcărilor de capital⁴¹, BNR a devenit tot mai preocupată de ritmul creșterii cererii interne, care devenise riscant de alert din perspectiva sustenabilității procesului de macrostabilizare. Datele statistice apărute în acest interval au relevat accelerarea în trimestrul I al anului a dinamicii absorbției interne, alimentată în principal de efervescența consumului populației, a cărui rată anuală de creștere s-a menținut deosebit de înaltă (12,5 la sută, față de 12,8 la sută în trimestrul precedent). Principalul resort al acestui comportament l-a constituit sporirea venitului permanent disponibil al populației, indusă, pe de o parte, de acordarea la finele anului 2004 a majorărilor salariale cu caracter electoral, și, pe de altă parte, de introducerea cu începere din ianuarie 2005 a cotei unice de impozitare a veniturilor. Factorii stimulativi ai consumului gospodăriilor au continuat să acționeze și în lunile următoare, evoluțiile specifice sugerând prelungirea în trimestrul II a dinamicii alerte a acestuia. Astfel: (i) ritmul anual de creștere în termeni reali a salariului mediu net a rămas înalt (13,0 la sută în lunile aprilie-mai), (ii) trendul ascendent al volumului remiterilor din străinătate s-a accentuat, iar (iii) numărul de angajați din economie s-a majorat tot mai rapid (posibil și prin trecerea unor locuri de muncă din sectorul informal în cel formal). Ca urmare, ratele medii anuale de creștere a volumului cifrei de afaceri din comerțul cu bunuri și servicii de piață au consemnat în perioada aprilie-mai 2005 valori superioare celor din prima parte a anului; totodată, în această perioadă, proiecțiile avansate de marile rețele comerciale de vânzare cu amănuntul privind nivelul și/sau dinamica volumului cifrei de afaceri estimate pentru acest an au fost revizuite ascendent. Orientarea masivă a sporului cererii de bunuri a populației către produsele importate a constituit un factor important al deteriorării deficitului balanței comerciale, care s-a adâncit în primele cinci luni ale anului cu 46,4 la sută față de perioada similară a anului precedent.

Prudența deciziilor BNR privind rata dobânzii de politică monetară a fost justificată și de conturarea unei relative slăbiri a

⁴¹ Liberalizarea cu începere din data de 11 aprilie 2005 a accesului nerezidenților la constituirea de depozite la termen în lei s-a realizat calm, fără a produce efecte sesizabile pe segmentul valutar al pieței financiare.

economisirii financiare nete a populației. Astfel, scăderea mai rapidă a randamentelor depozitelor la termen în lei a redus atractivitatea acestor plasamente, iar dinamica lor reală anuală a consemnat o relativă încetinire, în pofida faptului că portofoliul de certificate de trezorerie ale acestui segment a continuat să se comprime. În schimb, începând cu luna aprilie, trendul variației anuale a depozitelor în valută aparținând persoanelor fizice a revenit pe o pantă ascendentă; acesta nu a contrabalansat însă pe deplin pierderea de ritm a depozitelor în monedă națională, astfel încât, pe ansamblu, viteza de creștere a depunerilor în bănci ale populației s-a redus.

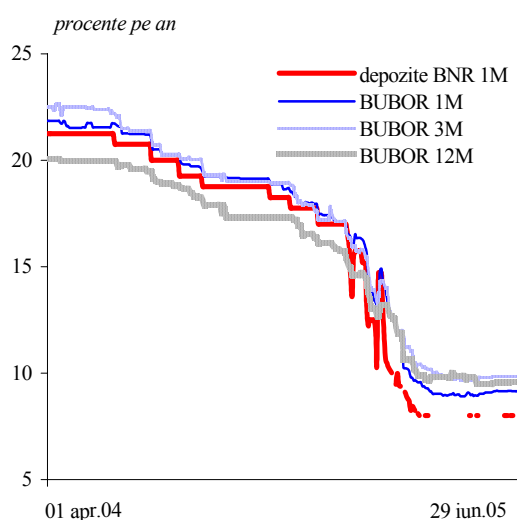
În același timp, ritmul de creștere a împrumuturilor bancare ale persoanelor fizice – îndeosebi a celor în lei – s-a întezit, la aceasta contribuind și atenuarea restrictivității condițiilor de creditare. Astfel, în intervalul martie-mai, ratele dobânzilor la creditele în lei și-au accelerat declinul, iar ofertele promoționale ale băncilor – îndeosebi cele ce propuneau scadențe mai lungi pentru noile împrumuturi – s-au înmulțit. Preferința populației pentru creditele în deize a rămas însă ridicată, o influență stimulative asupra acesteia având atât stabilitatea cursului leu/euro, cât și scăderea ratelor dobânzilor aferente acestei categorii de împrumuturi. Declinul acestor randamente a constituit unul din efectele adverse ale deciziei BNR de creștere, începând cu perioada de observare 24 februarie-23 martie, a ratei rezervelor minime obligatorii aferente unora din pasivele în valută. În plus, eficacitatea acestei măsuri a fost redusă, cel puțin temporar, de reacția băncilor, concretizată în sporirea substanțială, în preambulul implementării deciziei, a resurselor atrase de pe piața internațională (+36,2 la sută, respectiv +1 242,2 milioane euro). Un motiv suplimentar de preocupare pentru banca centrală l-a constituit creșterea progresivă a ponderii creditului de consum în sporul de împrumuturi solicitate și obținute de populație.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

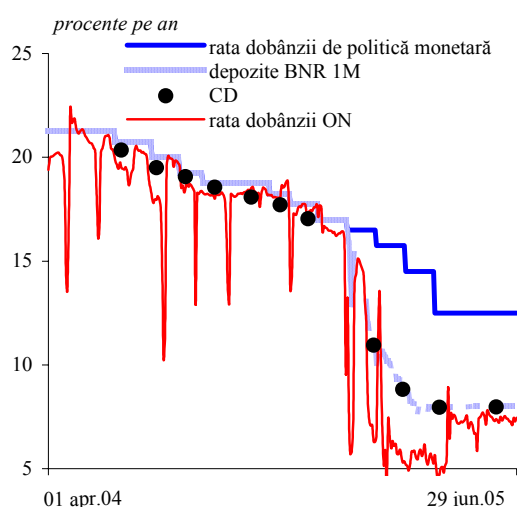
Momentul liberalizării la 11 aprilie a accesului nerezidenților la constituirea de depozite la termen în lei a fost traversat cu calm, neexercitând efecte sesizabile asupra evoluțiilor ulterioare de pe segmentul interbancar al pieței valutare. Condițiile monetare și-au păstrat austeritatea; leul a continuat să se aprecieze față de euro, iar ratele dobânzilor pe termen scurt au manifestat o tendință de stabilizare. Procesul de remonetizare a economiei a continuat în pofida relativei deteriorări a economisirii bancare a populației. Evoluția creditului neguvernamental a consemnat un punct de inflexiune în luna martie, dinamica sa anuală reluându-și creșterea după o perioadă de treisprezece luni în care s-a aflat într-o scădere aproape continuă.

2.1. Ratele dobânzilor

Rata dobânzii efective la depozitele atrase de BNR și ratele BUBOR



Ratele dobânzilor pe piața monetară



Revenirea BNR la maniera tradițională de derulare a operațiunilor *open market*, creșterea implicită a fermității controlului monetar, precum și stoparea, începând cu luna mai, a declinului ratei dobânzii de politică monetară au avut ca efect creșterea graduală și ulterior stabilizarea ratelor dobânzilor tranzacțiilor interbănci pe un palier mult mai apropiat de cel al randamentelor aferente depozitelor băncii centrale; astfel, în iunie, rata medie a dobânzii tranzacțiilor interbănci s-a situat la nivelul de 7,4 la sută, față de valoarea de 5,7 la sută pe care a înregistrat-o în luna martie.

Creșterea rolului licitațiilor de depozite⁴² în drenarea de către banca centrală a excedentului de lichiditate din sistem a stimulat apropierea ratei medii a dobânzilor tranzacțiilor interbănci de cea efectivă a BNR. În același timp, plaja de variație a randamentelor interbancare s-a redus semnificativ; astfel, în cazul celei mai tranzacționate scadențe (ON, cu o pondere de 90 la sută din totalul tranzacțiilor pieței interbancare) ratele medii zilnice ale dobânzilor au fluctuat în intervalul 4,5-7,8 la sută, acesta fiind mult mai îngust decât cel consemnat în trimestrul I (4,2-16,4 la sută). Excepția a constituit-o sfârșitul perioadei de menținere a rezervelor minime obligatorii 24 martie-23 aprilie când, datorită subevaluării amplitudinii mișcării factorilor autonomi⁴³ ai lichidității, unele instituții de credit au înregistrat deficite temporare de rezerve, fiind nevoite să-și procure resurse pe termen foarte scurt la rate ale dobânzilor ce au urcat sporadic până la un nivel de 20 la sută⁴⁴.

Pe ansamblul perioadei, stabilitatea relativă dovedită de ratele de dobândă a redus oportunitățile de arbitrajare între diferite scadențe ale depozitelor, volumul mediu zilnic al tranzacțiilor interbănci diminuându-se cu aproximativ 20 la sută față de primele trei luni ale anului.

Moderarea anticipațiilor operatorilor pieței monetare privind ritmul de scădere a ratelor dobânzilor interbancare a determinat încetinirea coborârii curbei ratelor BUBOR (1W-12M); aceasta s-a situat la sfârșitul lunii iunie pe un palier inferior, în medie, cu 1,3 puncte procentuale celui de la sfârșitul primului trimestru. Cele mai mici variații negative s-au înregistrat în cazul cotațiilor pe 1W și 12M (de 0,9 și, respectiv, 1,3 puncte procentuale). În schimb, cotațiile pentru scadența ON au con-

⁴² confirmată de scăderea cu 91 la sută a apelului la facilitatea de depozit

⁴³ Absorbțiile sezoniere de lichiditate ale Trezoreriei și creșterea cererii de numerar, specifică apropierii Sărbătorilor de Paști, s-au suprapus în acest interval.

⁴⁴ Pe 22 aprilie a fost apelată facilitatea de credit de către o bancă, după un interval de circa doi ani și jumătate de neutilizare a ei.

semnat o revenire după declinul accentuat pe care l-au înregistrat în primul trimestru, majorându-se, în medie, cu 0,22 puncte procentuale față de luna martie; ca urmare, marja dintre acestea și cotațiile pe scadențe mai lungi (diferența mediilor lunare BUBOR 12M-BUBOR ON) s-a comprimat de la 3 puncte procentuale în luna martie la 1,6 puncte procentuale în luna iunie⁴⁵. Ecartul între ratele BUBOR ON și randamentele aferente tranzacțiilor pe această scadență s-a redus, în medie, de la 2,2 puncte procentuale în luna martie la 0,6 puncte procentuale în luna iunie.

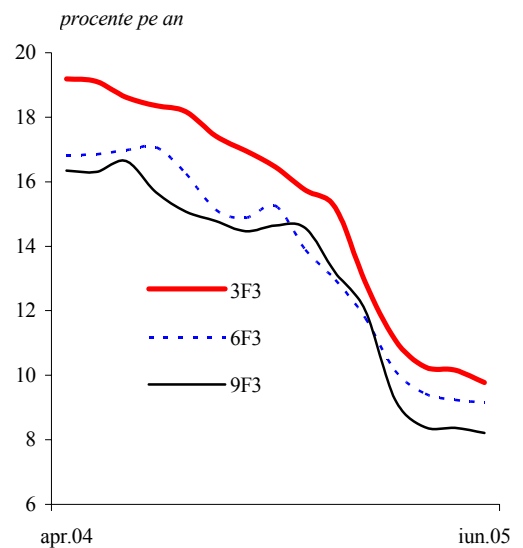
Ratele *forward* implicite, calculate pe baza cotațiilor efective din luna iunie, indică conservarea randamentelor interbancare în următoarele 3 luni (nivelul anticipat pentru luna septembrie al ratei BUBOR 3M este de 9,8 la sută, cu 0,06 puncte procentuale inferior celui actual); pentru lunile decembrie și martie 2006, se anticipează că BUBOR 3M va scădea cu 0,6 și, respectiv, 1,6 puncte procentuale față de valoarea lunii septembrie. În același timp, rezultatele sondajului BNR privind anticipațiile pieței bancare indică o reducere a ratei BUBOR 12M cu 0,3 puncte procentuale în luna august și cu 1,7 puncte procentuale până în luna august 2006 (față de nivelul înregistrat de aceasta la sfârșitul lunii iunie 2005).

O tendință de creștere a caracterizat și randamentele pieței primare a titlurilor de stat. Excepție au făcut doar ratele dobânzilor obligațiunilor de stat cu scadența de 2 ani, care au consemnat un ușor declin (de 0,01 puncte procentuale⁴⁶) și cele ale înscrisurilor publice cu maturitatea de 3 ani, care în luna iunie și-au întrerupt ascensiunea (înregistrând un recul de 0,2 puncte procentuale față de luna precedentă).

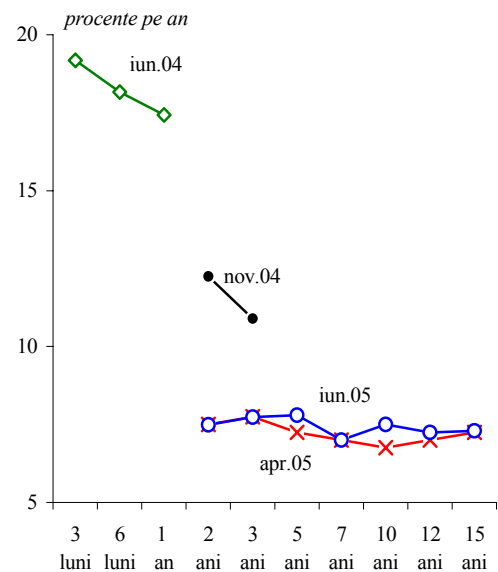
Aceste evoluții s-au produs în condițiile în care MFP a acceptat la licitațiile organizate oferte de cumpărare de titluri de stat a căror valoare a fost superioară cu circa 1 923 miliarde lei cuantumului înscrisurilor publice ajunse la maturitate (spre deosebire de trimestrul precedent când s-au efectuat răscumpărări nete de titluri de stat însumând peste 18 200 miliarde lei). Obligațiunile de stat cu scadențele de 3 și 5 ani emise la sfârșitul trimestrului II au avut atașate randamente de 7,74 și 7,80 la sută, acestea fiind cu 0,99 și respectiv 1,30 puncte procentuale superioare celor de la finele trimestrului I 2005.

Un eveniment al perioadei, localizat în aprilie, l-a constituit premiera emiterilor obligațiunilor de stat cu scadențe de 7, 10, 12 și 15 ani. Prin prelungirea scadențelor titlurilor de stat puse

Rate forward implicite



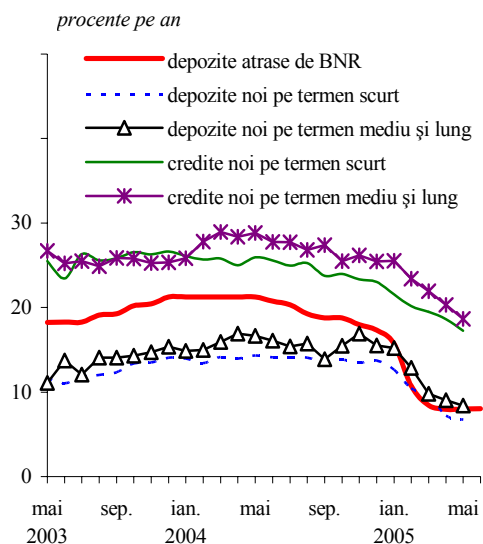
Curba randamentelor titlurilor de stat



⁴⁵ Reducerea cotațiilor pentru scadențele mai lungi s-a produs și datorită diminuării primei de risc ca urmare a restrângerii volatilității ratelor dobânzilor.

⁴⁶ sfârșitul trimestrului II față de sfârșitul trimestrului I

Ratele dobânzilor în sistemul bancar



în circulație MFP a urmărit, pe de o parte, consolidarea împrumuturilor de pe piața internă, iar pe de altă parte, diversificarea ofertelor de plasament pentru operatorii pieței titlurilor de stat; randamentele acestor titluri de stat s-au înscris, în intervalul aprilie-iunie, pe o plajă cuprinsă între 6,75 și 7,50 la sută.

În intervalul martie-mai 2005, ratele dobânzilor practicate de bănci în relațiile cu clienții nebankari neguvernamentali și-au continuat traiectoria imprimată de reducerea pronunțată, operată în primele trei luni ale anului, asupra ratelor dobânzilor BNR. Ajustarea descendentă nu a fost uniformă de-a lungul perioadei; în cazul randamentelor oferite pentru depozitele noi, cea mai amplă coborâre a fost consemnată în aprilie, în timp ce în cazul creditelor acordate în acest interval, cea mai semnificativă scădere a survenit abia în luna mai. Pe ansamblul perioadei, scăderea cumulată a celor dintâi (3,4 puncte procentuale) a devansat-o cu circa 0,3 puncte procentuale pe cea aparținând celor din urmă.

Spre deosebire de intervalul precedent, declinul ratelor dobânzilor a fost mai pronunțat pe segmentul relațiilor cu clienții persoane fizice, ceea ce reflectă faptul că acestea au preluat cu o mai mare întârziere impulsul ratelor dobânzilor BNR; astfel, randamentul mediu oferit pentru depozitele noi la termen aparținând populației au scăzut cu 4,4 puncte procentuale, iar rata medie a dobânzii aferente noilor împrumuturi s-a comprimat cu 6,3 puncte procentuale. Restrângerea ecartului dintre cele două categorii de rate ale dobânzii are ca explicație adâncirea concurenței pe piața cu amănuntul, băncile comerciale confruntându-se cu reducerea cotei de piață ca urmare a creșterii numărului societăților financiare interesate în a finanța populația și a multiplicării ofertelor promoționale ale acestora.

Ca urmare a reducerii nivelului nominal al ratelor dobânzilor, în ultimele două luni din perioada analizată marja reală a ratelor dobânzilor la depozitele la termen (calculată *ex-ante*⁴⁷) a continuat să scadă, nivelul ei tinzând spre zero.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Contrar așteptărilor inițiale ale publicului, liberalizarea începând cu 11 aprilie 2005 a accesului nerezidenților la operațiuni cu depozite la termen în lei nu a generat în perioada imediat următoare efecte sesizabile la nivelul indicatorilor cantitativi și de preț ai segmentului interbancar al pieței valutare. Absența potențialelor șocuri ar putea fi pusă atât pe

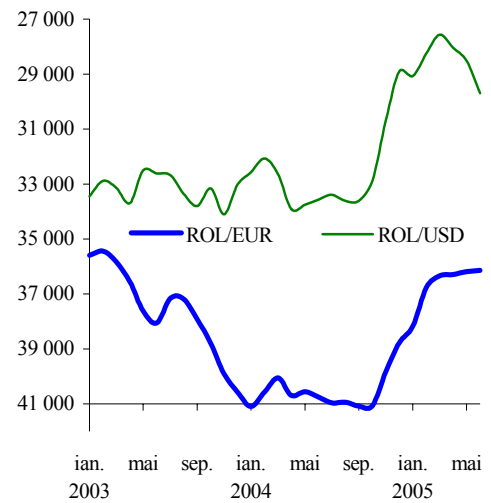
⁴⁷ pe baza rezultatelor sondajului BNR privind anticipațiile inflaționiste ale pieței bancare

seama reducerilor succesive ale ratei dobânzii de politică monetară operate de BNR în lunile premergătoare liberalizării, cât și pe cea a producerii pe termen scurt a unei deplasări relativ generalizate către alte piețe financiare⁴⁸ a interesului investitorilor financiari din Europa Centrală și de Est, ambele evoluții concurând în această perioadă la relativa temperare de ritm⁴⁹ a intrărilor de capital cu potențial volatil pe piața românească.

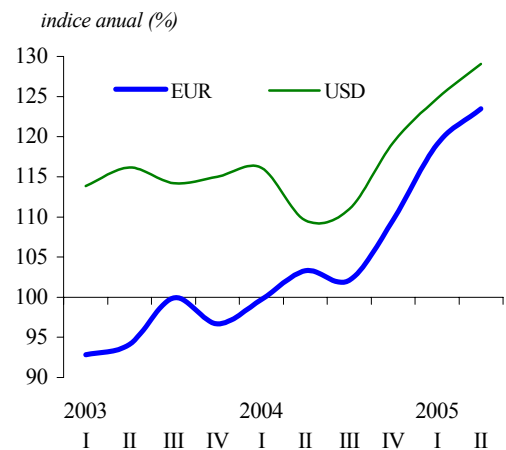
În acest context, deși leul a continuat să se aprecieze față de euro, ritmul acestui proces a fost mult mai lent, cursul de schimb acumulând în luna iunie față de luna martie o scădere de doar 0,5 la sută în termeni nominali și de 2,9 la sută în termeni reali. O evoluție de sens opus a înregistrat în acest interval raportul leu/dolar SUA ca urmare a întăririi puternice a monedei americane pe piețele financiare internaționale, leul depreciindu-se față de aceasta atât în termeni nominali (7,3 la sută), cât și în termeni reali (5,3 la sută). Calculată ca variație anuală medie la nivelul trimestrului al doilea, întărirea monedei naționale s-a consolidat însă în raport cu ambele valute (12,3 la sută față de euro și, respectiv, 17,5 la sută față de dolarul SUA).

Pe fondul tendinței de stabilizare pe care raportul leu/euro a manifestat-o de-a lungul perioadei, volatilitatea acestui curs s-a redus treptat, atingând în luna iunie minimumul său istoric. La aceasta a contribuit în mod esențial creșterea importanței relative a așteptărilor operatorilor valutare în formarea ratei de schimb a monedei naționale în detrimentul influenței exercitate de alți factori (amplarea și configurația fluxurilor financiare, dinamica tranzacțiilor comerciale cu străinătatea și modificările aduse unor reglementări specifice⁵⁰). Procesul a fost catalizat atât de reparația și amplificarea deficitelor pieței valutare interbancare, cât și de sporirea relativă, pe acest fundal, a eficacității manierei de intervenție a BNR pe această piață, care s-a caracterizat, în această perioadă, prin restrângerea frecvenței și, în special, a volumului acestor operațiuni.

Cursul de schimb nominal



Evoluția în termeni reali a cursului de schimb*



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

Sursa: INS, BNR

⁴⁸ inclusiv ca urmare a majorărilor operate de FED asupra ratei dobânzilor operațiunilor de piață monetară

⁴⁹ În trimestrul al doilea al acestui an vânzările nete de devize ale nerezidenților pe piața valutară interbancară au fost net inferioare celor consemnate în intervalul februarie-martie 2005.

⁵⁰ Regulamentul nr. 4/2005 privind regimul valutar cu normele de aplicare (în vigoare începând cu 11 aprilie) și Circulara nr. 17/2005 privind modificarea limitei poziției nete totale a tranzacțiilor valutare ale sucursalelor din România ale băncilor, persoane juridice străine (în vigoare începând cu 1 iunie).

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro			
	2004		2005	
	trim.I	5 luni	trim.I	5 luni
Contul financiar	644	1 025	66	914
Investiții directe	491	875	373	953
rezidenți în străinătate	-7	-5	8	2
nerezidenți în România	498	880	365	951
Investiții de portofoliu	0	-144	-123	68
rezidenți în străinătate	-5	-1	-138	53
nerezidenți în România	5	-143	15	15
Alte investiții de capital	411	1 051	1 356	1 889
Pe termen mediu și lung	285	543	1 321	1 746
rezidenți în străinătate	19	17	-20	-22
nerezidenți în România	266	526	1 341	1 768
Investiții pe termen scurt	204	350	47	434
rezidenți în străinătate	-38	-74	-94	-75
nerezidenți în România	242	424	141	509

Stabilizarea relativă a cursului de schimb s-a produs în pofida influenței adverse exercitate în acest interval de înrăutățirea deficitului balanței comerciale, de majorarea substanțială a plăților reprezentând serviciul datoriei private externe, precum și de menținerea unui volum ridicat al plasamentelor rezidenților în străinătate⁵¹. Impactului acestor factori asupra ratei de schimb a leului i s-au contrapus însă: (i) creșterea în ritm susținut a valorii transferurilor curente private; (ii) majorarea volumului investițiilor directe (în intervalul aprilie-mai acestea au crescut cu 56 la sută comparativ cu trimestrul I 2005 și cu 51 la sută față de perioada similară din anul precedent); (iii) menținerea unui volum relativ ridicat al intrărilor de devize aferente împrumuturilor și creditelor pe termen scurt și pe termen lung (valoarea acestora a fost mai redusă comparativ cu primul trimestru al acestui an însă în creștere cu aproximativ 80 la sută comparativ cu perioada similară din anul precedent); (iv) diminuarea ieșirilor de devize aferente investițiilor de portofoliu ale rezidenților. În plus, majorarea substanțială a soldului pozitiv al contului „erori și omisiuni” a reprezentat indiciul subestimării de proporții a intrărilor de devize evidențiate în balanța de plăți în primele cinci luni ale anului.

Pe termen scurt, sezonalitățile și aspectele conjuncturale vor fi determinante pentru comportamentul cursului de schimb al monedei naționale, acesta urmând a fi influențat de: (i) creșterea sezonieră a ofertei de devize a pieței pe seama remiterilor din străinătate și a veniturilor din turism; (ii) eventuala sporire a atractivității plasamentelor pe piața financiară locală, ca efect al reducerii primei de risc solicitate de investitorii nerezidenți; (iii) posibila adâncire a deficitului balanței comerciale și, într-o mai mică măsură de (iv) extinderea graduală a aplicării ratei rezervelor minime obligatorii de 30 la sută asupra tuturor pasivelor în valută cu scadență mai mare de doi ani. Acțiunea primilor doi factori s-a făcut deja puternic simțită în iulie, ea determinând revenirea raportului ofertă-cerere de devize pe segmentul interbancar al pieței valutare la valori supraunitare; pe acest fond, leul și-a accelerat din nou aprecierea față de moneda unică europeană.

2.3. Moneda și creditul

Moneda⁵²

În perioada martie-mai 2005, procesul de remonetizare a economiei s-a consolidat, dinamica anuală a masei monetare (M2), exprimată în termeni reali, continuând să înregistreze cele

⁵¹ În intervalul aprilie-mai valoarea acestora s-a dublat față de trimestrul I 2005.

⁵² Dacă nu se precizează altfel, variațiile procentuale se referă la ritmurile anuale de creștere, exprimate în termeni reali.

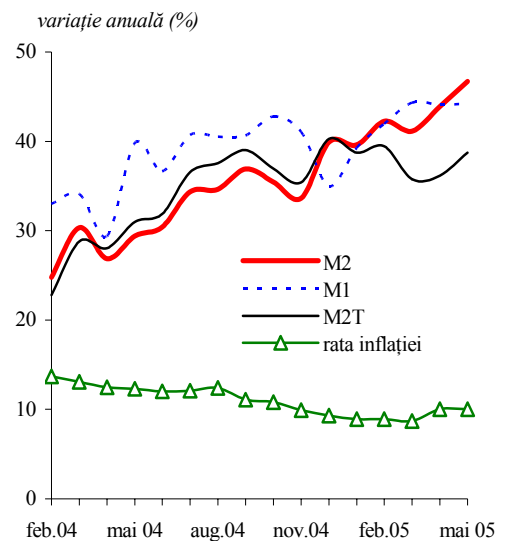
mai înalte valori ale ultimilor nouă ani. Printre factorii care au contribuit la expansiunea activelor monetare ale agenților nebancari s-au numărat: (i) creșterea veniturilor populației⁵³, (ii) continuarea intrărilor substanțiale de capital străin (inclusiv în contextul procesului de privatizare), (iii) menținerea dinamicii înalte a activității economice și a perspectivelor favorabile ale acesteia, (iv) creșterea creditului neguvernamental și (v) restrângerea alternativelor de economisire financiară ale publicului.

În același interval, ritmul de creștere anuală a cvasibanilor și-a continuat trendul ascendent, el atingând valoarea maximă a ultimilor nouă ani, în special ca efect al dinamizării substanțiale a depozitelor la termen ale agenților economici⁵⁴. Sporul relativ al banilor destinați economisirii a continuat să se apropie foarte mult de cel al masei monetare în sens restrâns (M1), reușind chiar să-l devanseze (cu 3 puncte procentuale) în luna mai; ponderea M1 în masa monetară M2 s-a menținut, însă, la un nivel apropiat celui consemnat în anul anterior (în jur de 23 de procente). Cea mai dinamică componentă a acestui agregat monetar au constituit-o depozitele la vedere, principalii determinanți ai creșterii acestora fiind: (i) majorarea veniturilor operatorilor economici, (ii) reducerea treptată a costului de oportunitate al deținerii de bani destinați tranzacțiilor curente, (iii) restrângerea plăților în numerar (soldul tranzacțiilor efectuate prin carduri s-a majorat în trimestrul I 2005 față de trimestrul IV 2004 cu 10,8 procente, în termeni reali) și (iv) reluarea activității în unele ramuri cu caracter sezonier.

În primele patru luni ale anului, ponderea depozitelor în valută în total M2 s-a plasat pe o pantă clar descrescătoare, ajungând în luna aprilie la minimumul ultimilor șase ani și jumătate (32,8 la sută). În luna mai însă, proporția deținută de componenta valutară în masa monetară a cunoscut un reviriment, crescând la 34,3 la sută.

Depozitele agenților economici⁵⁵ au înregistrat în lunile martie-mai niveluri record ale dinamicii anuale reale, ca urmare îndeosebi a accelerării creșterii depozitelor în lei ale companiilor. În luna mai însă, structura pe monede a depozitelor agenților economici s-a modificat în favoarea celor în devaliză, saltul semnificativ al acestora fiind determinat de: (i) vărsarea în conturi a unor sume importante în contextul derulării

Masa monetară și rata inflației



Structura masei monetare (M2)

	procente						
	2004				2005		
	I	II	III	IV	I	apr.	mai.
	<i>medii lunare</i>						
M1	22,5	24,3	25,3	24,5	22,7	23,7	23,8
Numerar în circulație	12,4	13,4	13,7	12,7	11,6	12,7	12,1
Depozite în lei	49,0	49,7	51,4	52,4	53,4	54,5	53,7
Depozite în valută	38,7	36,9	34,9	34,9	35,1	32,8	34,3

⁵³ Reducerea cotei de impozitare a veniturilor populației, acordarea de prime cu ocazia Sărbătorilor de Paști, acordarea celui de al treisprezecelea salariu și de majorări salariale în sectorul bugetar, suplimentarea (înaintea alegerilor) a plăților bugetare sociale (sporuri de alocații și de pensii).

⁵⁴ inclusiv certificate de depozit și obligațiuni emise de bănci (în lei)

⁵⁵ depozite la vedere, depozite la termen, depozite în valută, depozite condiționate și certificate de depozit, în lei și valută

procesului de privatizare⁵⁶, (ii) continuarea trendului descendent al ratelor dobânzilor bonificate de bănci, (iii) posibila încetinire a intrărilor de capital cu potențial volatil și (iv) efectuarea de cumpărări nete substanțiale de valută de către agenții economici (destinate achitării importurilor masive și a serviciului datoriei private externe). Pe ansamblu, creșterea depozitelor agenților economici în perioada analizată a mai fost alimentată de efectuarea unor răscumpărări nete de titluri de stat de către MFP și de menținerea nivelului relativ ridicat al fluxului de credite neguvernamentale.

Contrar evoluției plasamentelor agenților economici, depozitele populației⁵⁷, exprimate în termeni reali, și-au încetinit, începând cu luna martie, viteza de creștere anuală, aceasta reflectând, în principal, relativa deteriorare a cererii de monedă națională a acestui segment, destinată economisirii. În condițiile în care, în acest interval, s-au consemnat și o restrângere a investițiilor populației în certificate de trezorerie, precum și menținerea la un nivel înalt a ritmului de creștere a veniturilor persoanelor fizice, relativa slăbire a înclinației gospodăriilor spre constituirea de depozite bancare la termen, în monedă națională, ar putea fi corelată în principal cu scăderea randamentelor oferite de instituțiile de credit.

Creditul neguvernamental

În luna martie 2005, evoluția creditului neguvernamental a consemnat un punct de inflexiune, dinamica sa anuală reluându-și creșterea după o perioadă de 13 luni în care s-a aflat într-o scădere aproape continuă; la originea acestei schimbări de traiectorie s-a aflat accelerarea dinamicii creditelor acordate persoanelor fizice. Factorii care au antrenat cu prioritate creșterea creditului neguvernamental în perioada analizată au fost majorarea veniturilor disponibile ale populației, ameliorarea situației financiare a companiilor și perspectivele favorabile ale acesteia, precum și atenuarea restrictivității condițiilor de creditare. Principalele resorturi ale sporirii ofertei de credite a băncilor le-au constituit: (i) creșterea competiției în sistemul bancar, (ii) limitarea oportunităților de investiții alternative ale instituțiilor de credit⁵⁸ și (iii) majorarea fondurilor atrase din străinătate⁵⁹; la rândul ei, cererea de credite

⁵⁶ În luna mai 2005, din privatizarea societății Distrigaz Sud s-au încasat 311 milioane euro, din care 128 milioane euro au reprezentat echivalentul pachetului de acțiuni, iar 183 milioane euro majorarea de capital.

⁵⁷ economii, conturi curente în lei și depozite în valută

⁵⁸ Randamentele oferite de plasamentele externe au continuat să fie inferioare celor ale creditelor interne, iar stocul titlurilor de stat deținute de bănci s-a redus cu 13 la sută în primele cinci luni ale anului 2005.

⁵⁹ inclusiv prin atragerea unor fonduri înainte de intrarea în vigoare a majorării de la zero la sută la 30 la sută a ratei rezervei minime obligatorii pentru pasivele în valută cu scadența reziduală mai mare de doi ani.

a fost impulsionată de aprecierea și, ulterior, de relativa stabilizare a cursului de schimb și de reducerea ratelor dobânzilor.

Structura pe scadențe a creditelor s-a modificat în acest interval în favoarea împrumuturilor pe termen mediu și lung, ponderea acestora majorându-se la peste jumătate din totalul creditelor curente. Această evoluție ar putea fi, pe de o parte, rezultatul creșterii maturității depozitelor clienților și, pe de altă parte, efectul intensificării eforturilor băncilor de a-și adapta oferta preferințelor clienților.

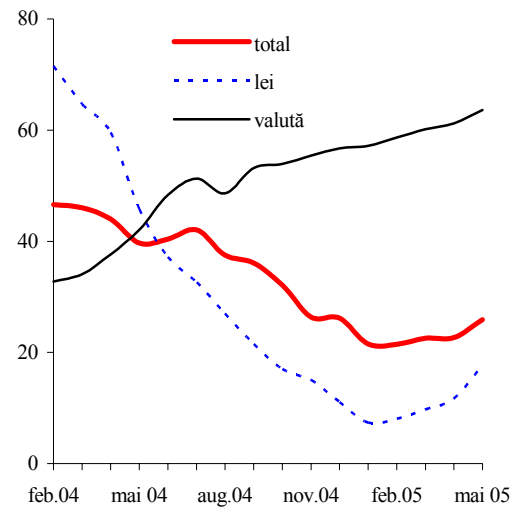
În pofida creșterii restrictivității mecanismului rezervelor minime obligatorii impuse pasivelor în valută, creditele în devize (exprimate în euro) au continuat să crească mai rapid decât cele în lei, ele rămânând predominante îndeosebi în portofoliul companiilor; astfel, ponderea creditelor în devize în total s-a menținut în lunile martie-mai în jurul valorii de 60 la sută. Începând cu luna februarie, volumul resurselor atrase din străinătate de către bănci⁶⁰ s-a stabilizat la aproape două treimi din cel al creditelor neguvernamentale acordate în valută (față de o medie de 47 la sută în trimestrul IV 2004).

Creditele acordate populației au consemnat un puternic reviriment; astfel, după un recul ce s-a prelungit pe durata a 12 luni, în perioada martie-mai ritmul de creștere anuală a acestora s-a înscris în mod tot mai clar pe un trend ascendent. Tendința a fost imprimată îndeosebi de consolidarea dinamicii împrumuturilor în lei, în contextul diversificării ofertelor promoționale de produse bancare. Persoanele fizice au solicitat în special credite în lei pe termen mediu și, respectiv, împrumuturi în valută pe termen lung. Din perspectiva structurii pe destinații, stocul creditelor de consum⁶¹ a fost clar majoritar, în cazul ambelor tipuri de monedă.

În lunile martie-aprilie, împrumuturile bancare ale agenților economici, exprimate în termeni reali, au înregistrat o încetinire de ritm, datorată temperării creșterii creditului în valută (inclusiv ca urmare a efectului exercitat de aprecierea monedei naționale față de euro asupra echivalentului în lei al creditului în valută). În luna mai însă, ritmul de creștere anuală a creditelor solicitate de agenții economici și-a reluat ascensiunea, în principal pe seama revigorării componentei în lei. Agenții economici au preferat să se îndatoreze preponderent pe termen scurt, atât în valută, cât și în lei, sumele astfel procurate fiind destinate achitării importurilor și efectuării plăților legate de

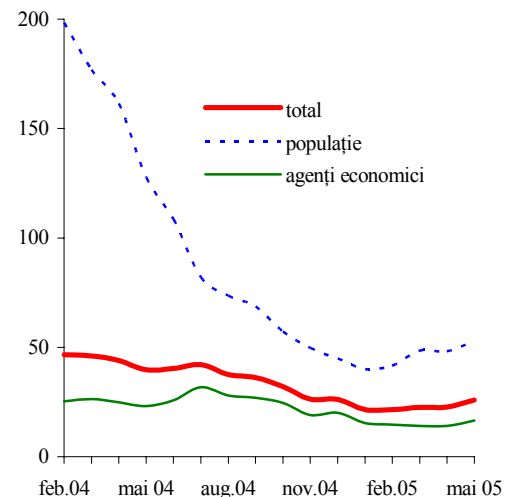
Creditul neguvernamental pe monede

variație anuală reală (%)



Creditul neguvernamental pe tipuri de clienți

variație anuală reală (%)



⁶⁰ Împrumuturi de la bănci străine și depozite ale băncilor străine.

⁶¹ Pe baza datelor din situația „Comportamentul financiar al populației și agenților economici în profil teritorial” – BNR.

desfășurarea activității curente. O notă aparte au făcut societățile comerciale care s-au orientat din ce în ce mai mult spre scadențele lungi, acest tip de credite fiind singurul a cărui pondere în total credite ale companiilor s-a plasat pe o pantă crescătoare.

Pentru a contracara tendința de accentuare a unor aspecte nefavorabile ale evoluției creditului neguvernamental și pentru a asigura o expansiune sănătoasă și sustenabilă pe termen lung a acestuia, banca centrală a adoptat în cursul lunii iulie măsuri suplimentare destinate: (i) descurajării creditării în valută, (ii) îmbunătățirii structurii creditului neguvernamental și (iii) prevenirii apariției unor potențiale riscuri de ordin prudential. Astfel, Consiliul de administrație al BNR a hotărât extinderea graduală⁶² a aplicării ratei rezervelor minime obligatorii de 30 la sută asupra tuturor pasivelor în valută, indiferent de scadență și de data atragerii lor. Totodată, s-a decis reducerea⁶³ de la 18 la 16 la sută a ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei cu scadența mai mică de doi ani. O altă măsură adoptată în acest context a fost cea de modificare a prevederilor normelor privind limitarea riscului de credit pentru persoanele fizice⁶⁴, în sensul înăsprii condițiilor de accesare a împrumuturilor bancare.

⁶² Măsura se implementează în două etape: începând cu perioada de aplicare 24 iulie-23 august 2005 se aplică o rată de 15 la sută pentru pasivele în valută cu scadența mai mare de 2 ani atrase înainte de 23 februarie 2005 inclusiv, iar începând cu perioada de aplicare 24 august-23 septembrie se aplică o rată de 30 la sută pentru pasivele menționate anterior.

⁶³ Începând cu perioada de aplicare 24 august-23 septembrie.

⁶⁴ Noile prevederi urmează să intre în vigoare de la data de 28 august 2005.

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției plasează rata anuală a inflației la sfârșitul acestui an în intervalul 7,5-8 la sută. Atingerea țintei pentru finele anului 2006 presupune ajustarea conduitei politicii monetare pentru eliminarea treptată a excesului de cerere și pentru reancorarea anticipațiilor inflaționiste la traiectoria programată a dezinflației. Efectele combinate ale ratelor reale ale dobânzilor, cursului real de schimb, prețurilor importurilor și anticipațiilor vor neutraliza efectele inflaționiste ale ajustărilor de prețuri administrate anticipate pentru anul viitor.

Principalele riscuri a căror materializare ar putea abate traiectoria inflației de la cea proiectată se referă la: supraestimarea restrictivității nivelului actual al cursului asupra cererii agregate, sporirea deficitului de cont curent mult mai rapid decât a investițiilor străine, necesitatea de limitare a deficitului fiscal prin majorarea semnificativă a impozitelor indirecte, creșterea accelerată a prețului petrolului, abaterea de la scenariul utilizat în proiecție a ajustărilor de prețuri administrate și reinflamarea anticipațiilor inflaționiste.

1. Introducere

Proiecția BNR cu privire la perspectivele inflației pleacă de la premisa unei politici monetare compatibile cu reducerea ratei inflației în ritmul programat. Unul dintre principalele instrumente de politică monetară ale BNR este rata dobânzii aferentă depozitelor atrase de la băncile comerciale. Decalajele temporale specifice mecanismului de transmisie a politicii monetare prin intermediul modificării ratei dobânzii limitează eficacitatea acestei politici pe termen scurt. BNR apreciază că orizontul în cadrul căruia traiectoria proiectată a ratei dobânzii de politică monetară poate produce efectele dorite este de cel puțin 4 trimestre. Din acest motiv, ținta anuală de inflație relevantă pentru proiecțiile curente ale ratei dobânzii BNR este cea aferentă sfârșitului anului 2006 (5 la sută). Pe termen mai scurt, banca centrală utilizează instrumente alternative pentru a preveni abaterea substanțială a inflației de la traiectoria programată datorită unor evenimente neanticipate. Spre exemplu, BNR poate apela la intervenții ocazionale pe piața valutară sau la măsuri suplimentare cu efecte asupra structurii și ratei de creștere a creditului neguvernamental.

Evoluțiile macroeconomice recente sugerează existența unui exces de cerere cu potențial de acumulare a unor presiuni inflaționiste pe termen scurt. Acest exces de cerere sau deviație pozitivă a PIB (vezi Casetă 2) se datorează parțial caracterului stimulativ indus de efectul net, propagat în prezent, al ratelor

reale ale dobânzilor și al cursului de schimb real din perioadele precedente.

Spre deosebire de perioada precedentă anului 2005, evoluțiile recente marchează o tendință de inversare a sensului influențelor cursului de schimb și ratelor dobânzilor asupra cererii agregate. Ultimele trei trimestre înregistrează o apreciere reală substanțială a monedei naționale în raport cu moneda euro. Efectul de temperare a presiunilor inflaționiste exercitat de această apreciere este însă compensat parțial de efectul stimulativ al ratelor reale ale dobânzilor. Scăderea puternică a ratelor dobânzilor din ultimele două trimestre a urmărit, în cea mai mare parte, diminuarea riscurilor de atragere a unor capitaluri speculative, în condițiile eliminării restricției privind accesul nerezidenților la depozite în monedă națională.

Conform scenariului principal al proiecției, procesul de reducere continuă a ratei anuale a inflației se va relua începând cu trimestrul III, întreruperea acestuia din trimestrul II fiind de natură temporară⁶⁵. Ținând seama de informațiile disponibile în prezent, prognoza BNR plasează rata inflației pentru sfârșitul acestui an în intervalul 7,5-8 la sută. Astfel, inflația proiectată depășește punctul central al țintei stabilite pentru anul 2005, dar se încadrează în intervalul de variație de +/-1 punct procentual. Proiecția unei inflații mai ridicată decât nivelul programat de 7,5 la sută se datorează, în principal, unor majorări de prețuri administrate mai mari decât cele programate la data stabilirii țintei, menținerii unui exces de cerere superior celui anticipat anterior, creșterilor neașteptat de mari ale prețului petrolului pe piața mondială, precum și efectelor anticipate pe care recente inundații le vor genera în sensul creșterii prețurilor la unele produse alimentare.

Atingerea țintei pentru finele anului 2006 presupune ajustarea conduitei politicii monetare pentru contracararea efectelor depășirii țintei în anul 2005 asupra anticipațiilor privind inflația anului 2006 și pentru temperarea excesului de cerere. În plus, atingerea țintei este condiționată și de lipsa unor șocuri deosebite care să afecteze economia românească. În condițiile în care se anticipează ca în următoarele șase trimestre majorările prețurilor administrate să continue să înregistreze valori superioare țintei de inflație, decelerarea ratei de creștere a prețurilor libere (inflația *COREI*) va avea rolul determinant pentru continuarea dezinflației. Reducerea ratei inflației prețurilor libere va fi indusă în scenariul de bază de scăderea prețurilor bunurilor de import, de reducerea anticipațiilor inflaționiste și de diminuarea excesului de cerere.

⁶⁵ Creșterea ratei inflației din trimestrul II a fost concentrată la nivelul lunii aprilie, fiind corelată cu măsurile de majorare a prețurilor administrate și a accizelor unor categorii de produse, cele mai importante fiind cele asociate prețului combustibililor.

2. Scenariul de bază al proiecției

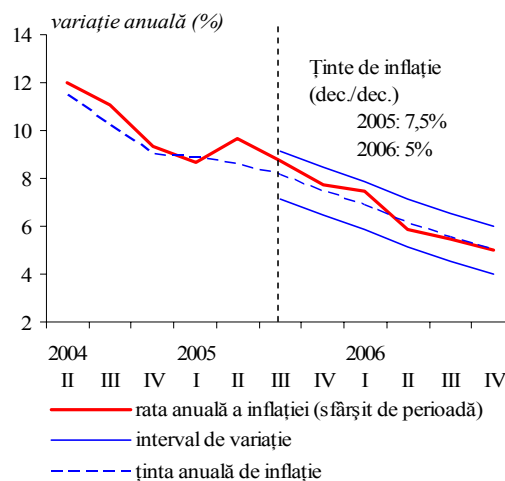
2.1. Presiuni exogene asupra inflației

Cu o pondere, în anul 2005, de 22 la sută în coșul de referință al indicelui prețurilor de consum, bunurile și serviciile cu prețuri administrate exercită o influență semnificativă asupra procesului inflaționist, inclusiv prin impactul pe care îl au asupra anticipațiilor de inflație. În ultimii ani, ritmul de creștere a prețurilor administrate a fost sensibil superior ratei inflației prețurilor libere. Se anticipează că acest fenomen se va manifesta și în perioadele următoare, ținând seama de necesitatea alinierii prețurilor interne la valorile de recuperare a costurilor și, în cazul prețului la gazele naturale, la valorile de referință din Uniunea Europeană. Astfel, pentru a doua jumătate a anului 2005 se prevăd creșteri ale prețurilor la gazele naturale, la energia electrică și la energia termică. Deși programul de ajustări pentru anul 2006 nu a fost încă definitivat, se presupune că procesul de aliniere a prețurilor administrate va continua. În cazul acestui scenariu, creșterea prețurilor administrate ar urma să exercite și pe parcursul anului 2006 presiuni inflaționiste.

Evoluția prețurilor externe reprezintă un factor potențial de presiune exogenă asupra ratei inflației, prin intermediul impactului său asupra dinamicii prețurilor bunurilor de import. Ca aproximație pentru evoluția prețurilor externe se utilizează datele privind evoluția indicelui armonizat al prețurilor de consum (HICP) pentru zona euro, considerată reprezentativă pentru întreaga economie a Uniunii Europene. Prognozele provin de la publicația Consensus Forecasts, care sintetizează opiniile unui număr mare de analiști. Conform acestei surse, pentru anul 2005 rata anuală medie a inflației HICP se va situa aproape de 2 la sută, analiștii anticipând o ușoară scădere a acesteia în 2006. În aceste condiții, ținând seama și de nivelul și volatilitatea reduse în comparație cu cele ale evoluției cursului de schimb, impactul prețurilor externe asupra prețurilor bunurilor de import este considerat neutru pentru perioadele următoare. O abatere semnificativă de la acest scenariu s-ar produce în cazul unei noi creșteri substanțiale a prețului internațional al petrolului (vezi secțiunea 3. Incertitudini asociate proiecției).

Ca un factor excepțional, se estimează că recente inundații vor genera presiuni inflaționiste pe termen scurt datorită consecințelor negative asupra producției agricole. Din acest motiv, în scenariul principal al proiecției s-a luat în calcul pentru trimestrul III 2005 o creștere a prețurilor produselor alimentare atribuită inundațiilor.

Previțiuni privind evoluția inflației



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

Caseta 2

PIB potențial și deviația PIB

Economia manifestă o tendință de creștere pe termen lung, măsurată prin creșterea produsului intern brut (PIB) real. Dar această creștere nu este constantă în timp: de-a lungul ciclului de afaceri există perioade de expansiune, în care creșterea economică înregistrează niveluri ridicate, urmate de perioade de stagnare în care creșterea economică este lentă sau chiar apar scăderi ale PIB. Fluctuațiile sunt neregulate, durata și mărimea lor variind atât între țări, cât și de la o perioadă la alta în aceeași țară, ceea ce creează probleme în măsurarea lor.

În general, fluctuațiile PIB sunt rezultatul unor șocuri (i.e. impulsuri de schimbare) asupra cererii agregate sau asupra ofertei agregate. Șocurile asupra cererii influențează totalul veniturilor destinate cheltuirii, putând fi generate, spre exemplu, de măsuri de politică fiscală (modificări de cheltuieli ale guvernului și/sau de impozite), de schimbarea condițiilor care influențează economisirea și îndatorarea (mișcări ale ratelor dobânzilor) sau de fluctuațiile schimburilor comerciale cu alte țări (exporturi și importuri). Șocurile asupra ofertei de bunuri și servicii sunt provocate de regulă de influențe asupra costurilor pe care le suportă producătorii (prețuri ale materiilor prime, salarii). Întrucât cantitățile vândute (de producătorii interni) nu pot fi diferite de cele cumpărate (de către consumatorii interni și cei străini), orice șoc asupra cererii sau ofertei agregate duce la modificarea cantității totale de bunuri și servicii tranzacționate în economie, a cărei măsură este produsul intern brut sau venitul real.

Mărimea PIB depinde de capacitatea productivă a unei economii, iar aceasta este determinată de factori fundamentali precum mărimea stocului de capital, factorii demografici și educaționali ce afectează forța de muncă din economie, nivelul tehnologic, organizarea economiei. Majoritatea acestor factori se modifică lent de-a lungul timpului. Factorul cel mai flexibil este cantitatea de ore de lucru ce poate fi angajată pe piața muncii. Din acest motiv, pe termen scurt, cantitatea de bunuri și servicii produsă în economie poate fi crescută (scăzută) prin plata de către producători a unui număr mai mare (mai mic) de ore de muncă.

Cantitatea de (ore de) muncă angajată și stocul de capital activ produc o anumită cantitate de bunuri și servicii. Dacă, pe ansamblul economiei, partea din venituri destinată cheltuirii crește, cantitățile produse anterior devin insuficiente. Pentru a răspunde acestei cereri suplimentare și a spori producția, este necesar ca producătorii să angajeze o cantitate mai mare de muncă (capitalul nu poate fi sporit decât lent). Întrucât creșterea orelor de muncă ce pot fi cumpărate este natural limitată, iar producătorii intră în competiție pentru angajări, prețul pe piața muncii (salariul) tinde să crească. În plus, atunci când cantitatea de muncă sporește fără o creștere corespunzătoare a stocului de capital, productivitatea tinde să se reducă, cu alte cuvinte producția tinde să crească mai lent decât proporțional cu orele de muncă depuse.

Atât competiția producătorilor pe piața muncii, cât și scăderea productivității pe măsura creșterii cantității de muncă angajate determină creșterea costurilor pe produs. Această situație creează presiuni inflaționiste. Producătorii pot decide, din anumite motive, amânarea creșterii prețurilor pe care le practică. În măsura în care aceasta se întâmplă, PIB crește fără ca presiunile inflaționiste create să se materializeze. O dată ce menținerea neschimbată a prețurilor amenință să diminueze semnificativ profiturile, producătorii se vor decide să majoreze prețurile. În acest fel, presiunile acumulate anterior conduc, după un timp, la inflație efectivă. Presupunând nemodificate celelalte condiții din economie, creșterile de prețuri rezultate reduc puterea de cumpărare a consumatorilor și, în consecință, achizițiile de bunuri și servicii din economie (i.e. PIB). Cum vânzările nu pot depăși cumpărările, procesul se încheie prin ajustarea producției (și a cantității de muncă angajate) la un nivel de echilibru la care nu există presiuni inflaționiste.

Acest nivel al PIB la care stocul de capital și cantitatea de muncă efectiv angajată în producție se află într-un raport care nu generează presiuni inflaționiste este denumit **PIB potențial**. Întrucât PIB potențial crește în timp datorită progresului tehnic și acumulării de capital fizic și uman, seria cronologică a valorilor sale este numită și **trendul PIB**.

Așa cum am arătat mai sus, pe termen scurt PIB poate fi mai mare decât PIB potențial, ceea ce implică acumularea temporară de presiuni inflaționiste. Întrucât aceste presiuni devin cu atât mai mari cu cât producția crește fără ca prețurile să se modifice (sau cu cât ele se modifică mai lent decât producția), abaterea producției de la PIB potențial, denumită **deviația PIB**, este utilizată drept măsură sintetică a intensității presiunilor asupra prețurilor acumulate în economie. O deviație PIB pozitivă (unde PIB curent este mai mare decât cel potențial) indică presiuni inflaționiste. Simetric, o deviație PIB negativă indică presiuni deflaționiste (în sensul scăderii prețurilor). Pe termen lung, presiunile acumulate se eliberează, prețurile devin flexibile, iar deviația PIB tinde totdeauna către zero, aducând PIB la nivelul potențial (de trend).

Întrucât presiunile inflaționiste implică un PIB curent peste cel potențial, iar PIB curent este egal cu cantitatea de bunuri și servicii solicitată de cumpărători la prețurile în vigoare, o deviație PIB pozitivă este denumită și exces de cerere. Excesul de cerere poate fi redus sau eliminat prin politici macroeconomice – monetare, fiscale, de venituri. Politica monetară poate acționa asupra excesului de cerere printr-o varietate de instrumente, o măsură clasică fiind aceea de majorare a dobânzilor. Aceasta urmărește să creeze stimulente pentru creșterea economisirii, astfel încât o mai mică parte a veniturilor să fie destinată cheltuirii în perioada curentă. În același timp, dobânzile mai mari duc la creșterea costului îndatorării, temperând efectuarea de cheltuieli finanțate prin credite. Încetinirea ritmului de cheltuire a veniturilor în perioada curentă duce la diminuarea presiunilor cererii asupra producției, reducând sau eliminând deviația PIB curent de la potențial. Ca urmare, este înlăturată cauza potențialelor creșteri viitoare de prețuri.

Estimarea deviației PIB este o sarcină dificilă, în primul rând pentru că PIB potențial este o variabilă neobservabilă. Astfel, cunoscând nivelul efectiv al PIB real, nu se poate determina direct ce proporție din acesta reprezintă PIB potențial și, respectiv, exces de cerere. Estimarea excesului de cerere se face indirect, folosind atât metode statistice, cât și opiniile experților. Incertitudinea inerentă estimării PIB potențial și a deviației PIB este accentuată de caracterul revizibil al datelor statistice privind PIB efectiv.

Pentru orizontul proiecției actuale, estimările BNR plasează rata de creștere a PIB compatibilă cu stabilitatea prețurilor în economia românească la un nivel de circa 5,5 la sută.

2.2. Presiuni din partea cererii agregate

2.2.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

Conform estimărilor, la nivelul trimestrului II 2005, PIB se situează peste nivelul său potențial, semnalând acumularea unor presiuni inflaționiste pe termen scurt.

Existența acestui exces de cerere este sugerată de dinamica consumului populației, care se menține, conform estimărilor, peste tendința de evoluție pe termen mediu. Acest fapt poate fi explicat pe de o parte de majorarea veniturilor disponibile ale populației în condițiile introducerii cotei unice de impozitare în luna ianuarie 2005, dar și de evoluțiile de pe piața muncii. Astfel, scăderea ratei șomajului și creșterea numărului salariaților din economie comparativ cu traiectoriile înregistrate în ultimii ani indică existența unor presiuni pe piața forței de muncă, reflectate și de dinamica salariului brut real. În același timp, agregatul monetar M1 real se situează peste tendința manifestată recent, evoluție determinată de creșterea volumului tranzacțiilor ca urmare a majorării venitului disponibil agregat. Evoluția consumului populației este susținută, de asemenea, de revirimentul creditelor de consum în lei începând cu luna martie a anului curent.

Formarea brută a capitalului fix pare a se situa sub nivelul indicat de tendința ultimilor ani. Această estimare este influențată în principal de dinamica din trimestrul IV 2004. Datele statistice oficiale indică pentru acea perioadă o scădere drastică a ratei de creștere a investițiilor. Această scădere implică o schimbare abruptă a comportamentului investițional, întrucât nu se înscrie în tiparul de până acum al fluctuațiilor sezoniere. În plus, un ritm de activitate atât de scăzut în sectorul investițiilor este dificil de explicat având în vedere creșterea pe ansamblul economiei a cererii de forță de muncă.

Importurile au crescut semnificativ comparativ cu tendința manifestată în perioadele anterioare. În schimb, exporturile și-au menținut viteza anuală de creștere, în parte datorită dependenței de cererea externă (aproximată prin PIB în zona euro), care în prezent nu exercită o influență favorabilă pentru economia României. În plus, diferența dintre dinamica importurilor și cea a exporturilor a fost influențată și de aprecierea considerabilă în termeni reali a monedei naționale de la începutul anului 2005.

2.2.2. Implicații ale evoluțiilor recente ale cursului leului și ale ratelor dobânzilor

Excesul de cerere din perioada curentă se datorează parțial efectului stimulativ indus de efectul net, propagat în prezent, al ratelor reale ale dobânzilor și al cursului de schimb real din perioadele precedente. În trimestrul II 2005, leul și-a continuat aprecierea în raport cu euro începută după noiembrie 2004, apreciere mai lentă totuși față de trimestrul anterior. Astfel, în primul semestru al anului, aprecierea în termeni reali a monedei naționale a depășit tendința normală care se manifestă pe termen lung datorită creșterii mai rapide a productivității interne comparativ cu cea din zona euro (tendință derivată din efectul Balassa-Samuelson). Acest episod de apreciere poate fi atribuit în mare parte impactului ajustării politicii de intervenție a BNR pe piața valutară în noiembrie 2004 în vederea liberalizării accesului nerezidenților la depozite în lei programate pentru luna aprilie 2005, precum și semnalului pozitiv transmis de semnarea tratatului de aderare la Uniunea Europeană. Această ipoteză este sprijinită de experiența altor țări în tranziție, care au înregistrat aprecieri importante ale monedelor naționale în preajma unor evenimente similare. Totodată, adâncirea semnificativă a deficitului extern din prima parte a anului sugerează că nivelul actual al cursului monedei naționale exercită presiuni în sensul reducerii excesului de cerere pentru producția internă, în special prin reorientarea cheltuielilor către importurile devenite mai ieftine.

Rata nominală efectivă a dobânzii BNR a fost redusă în trimestrul II 2005 în medie cu peste 3 puncte procentuale față de trimestrul I. Creșterea intrărilor de capital pe parcursul ultimilor ani, dar și tendința de reducere a primei de risc acceptate de investitorii care achiziționează active financiare în moneda națională au determinat o tendință normală de reducere a ratelor reale ale dobânzilor. Totuși, în ultimele două trimestre, scăderea ratei nominale a dobânzii a fost mai accentuată decât cea sugerată de această tendință, pentru a diminua riscul atragerii unor capitaluri speculative în condițiile parcurgerii unei noi etape de liberalizare a contului de capital. Ca urmare, rata reală a dobânzii efective a BNR a ajuns la un nivel cu potențial efect stimulativ asupra cererii agregate din perioadele viitoare.

Reflectând particularitățile mecanismului de transmisie, reducerea puternică a ratei efective a dobânzii BNR din trimestrul I 2005 s-a propagat cu oarecare întârziere în ratele nominale ale dobânzilor băncilor comerciale oferite la depozite, respectiv percepute la credite. Astfel, în trimestrul II ratele reale ale acestor dobânzi par să fi ajuns la niveluri stimulative pentru activitatea economică. Totuși, datorită faptului că ajustarea

ratelor dobânzilor băncilor comerciale nu este completă, acestea transmit doar parțial în economie impulsul stimulat al ratei dobânzii BNR. Ajustarea ratelor dobânzilor percepute la credite a fost de mai mică amploare decât cea a ratelor dobânzilor oferite la depozite, scăderea puternică a ratei BNR reflectându-se doar într-o mică măsură în reducerea costului creditelor. Diminuarea mai rapidă a dobânzilor la depozite a avut drept rezultat o încetinire a ritmului economisirii, favorizând prin aceasta cererea de consum. Pe ansamblu, se anticipează că efectul dinamicii ratelor reale ale dobânzilor bancare va fi de stimulare pe termen scurt a excesului de cerere.

Acest efect stimulat al dobânzilor compensează însă numai parțial impactul restrictiv al aprecierii în termeni reali a monedei naționale în raport cu euro. Ca urmare, efectul combinat al dinamicii ratelor reale ale dobânzilor și cursului real este de limitare a excesului de cerere din economie.

2.2.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

Având în vedere evoluțiile proiectate ale ratelor dobânzilor, cursului de schimb și ale factorilor exogeni ai cererii agregate, deviația PIB față de nivelul său potențial va înregistra în cadrul orizontului vizat de șase trimestre o traiectorie în linii mari descendentă. În aceste condiții, excesul de cerere ar putea fi eliminat către a doua parte a anului viitor.

La momentul actual, impactul factorilor exogeni sau independenți de politica monetară – în principal cererea externă și politica fiscală – asupra excesului de cerere este considerat neutru pe parcursul intervalului de prognoză⁶⁶. În cadrul proiecției, înscrierea excesului de cerere pe traiectoria descendentă necesară continuării dezinflației și atingerii țintei de inflație implică întărirea relativă a efectului moderator asupra activității economice exercitat de interacțiunea ratelor dobânzilor și a cursului de schimb. Este de așteptat menținerea în continuare a unui efect semnificativ al cursului de schimb, de temperare a expansiunii cererii agregate. Proiecția indică augmentarea acestui efect, în cursul anului viitor, cu presiuni moderate din partea ratelor reale ale dobânzilor.

În scenariul principal al proiecției, moneda națională va cunoaște atât presiuni în sensul aprecierii – generate de factori de natură fundamentală și conjuncturală –, cât și în sensul deprecierei – induse, în principal, de cererea de valută determinată de deficitul comercial al balanței de plăți. Pe

⁶⁶ Efectele inițiale ale modificărilor de la începutul acestui an ale cotelor de impozitare au fost încorporate în evaluarea din perioada curentă a excesului de cerere – vezi secțiunea 2.2.1.

termen scurt, proiecția anticipează că factorii din prima categorie vor prevala, însă în a doua parte a orizontului de proiecție presiunea acestora se va atenua. Printre factorii din prima categorie, diferența dintre ratele nominale ale dobânzilor pe termen scurt de pe piața bancară românească și cea europeană (ca aproximare pentru piața internațională) este prognozată să rămână pozitivă. În același timp însă, această diferență se va restrânge pe parcursul anului 2006 datorită scăderii diferenței dintre ratele inflației din economia românească și, respectiv, economiile partenere în comerțul internațional, creșterii preconizate a ratelor dobânzilor de intervenție ale BCE și Fed⁶⁷, precum și unei ușoare reduceri, pe ansamblul întregului an, a diferenței aferente ratelor reale ale dobânzilor respective⁶⁸.

Ratele dobânzilor practicate de băncile comerciale în raport cu clienții neguvernamentali vor continua ajustările specifice la evoluțiile ratei efective a dobânzii BNR. Astfel, rata dobânzii la depozite se va adapta relativ rapid la semnalul dat de rata dobânzii BNR, în vreme ce rata dobânzii aferentă creditelor neguvernamentale în lei este prevăzută să manifeste o inerție ceva mai ridicată în procesul de captare a acestui semnal. În ceea ce privește rata dobânzii BNR, proiecția de bază implică o traiectorie a acesteia compatibilă cu atingerea țintei de inflație, ceea ce ar presupune valori real pozitive moderate pentru perioada de referință.

La nivelul factorilor exogeni ai cererii agregate, influența politicii fiscale este considerată neutră din două considerente: pe de o parte, coordonatele programului bugetar nu sunt clar trasate pe termen mediu și nici chiar pe termen scurt. Pe de altă parte, estimarea impulsurilor politicii fiscale asupra cererii agregate presupune un grad ridicat de aproximare în lipsa unei clasificări a datelor statistice referitoare la execuția bugetară care să respecte structura componentelor cererii agregate⁶⁹.

Nivelul activității economice din România este influențat de asemenea de cererea externă pentru produsele românești. Se presupune că aceasta din urmă este corelată semnificativ cu

⁶⁷ La ultima sa ședință de politică monetară, Banca Centrală Europeană a menținut nemodificat nivelul ratei dobânzii de intervenție la 2 la sută (valoare stabilită încă din iunie 2003). Se anticipează că rata dobânzii interbancare reprezentative pentru piața europeană (EURIBOR 3M) va rămâne constantă în 2005, dar va înregistra o ușoară creștere în cursul anului 2006 (surse: Bloomberg, Consensus Forecasts, bănci centrale).

⁶⁸ Considerând randamentele depozitelor la termen ca fiind reprezentative pentru ratele dobânzilor pe termen scurt, un efect marginal în sensul reducerii diferențialului de dobânzi provine și din majorarea impozitului pe dobânzile aferente depozitelor la termen ale persoanelor fizice de la 10 la sută la 16 la sută, măsură preconizată de Ministerul Finanțelor Publice a se aplica începând cu luna ianuarie a anului 2006.

⁶⁹ Integrată în clasificarea conturilor naționale după metodologia ESA95.

evoluțiile economice înregistrate de principalii parteneri de schimburi comerciale ai României, în principal statele membre ale Uniunii Europene. Ca aproximație pentru condițiile viitoare ale cererii externe se utilizează proiecțiile privind zona euro⁷⁰, aceasta deținând cea mai mare pondere în economia Uniunii Europene. Prognozele existente vizează o ușoară accelerare a ritmului creșterii economice din zona euro în a doua parte a anului 2005 și în anul 2006, sugerând o refacere lentă a cererii de importuri a economiilor regiunii.

2.2.4. Implicații asupra creșterii PIB și a componentelor cererii agregate

Eliminarea preconizată a excesului de cerere va avea efecte de temperare relativă a ritmului creșterii economice, deoarece chiar în cazul unor acumulări pozitive la nivelul determinanților PIB potențial, transformarea acestora în creștere economică efectivă este un proces de durată. Astfel, ritmul susținut al investițiilor străine directe și reducerea gradului de impozitare a profiturilor firmelor își vor face probabil resimțite efectele maxime asupra creșterii economice dincolo de orizontul prezentei proiecții (trimestrul IV 2006).

Evoluțiile proiectate ale ratelor dobânzilor, cursului de schimb al leului și factorilor exogeni ai cererii agregate implică efecte specifice asupra componentelor cererii agregate. Astfel, la nivelul consumului privat se anticipează o încetinire a ritmului de creștere datorată impactului contracționist al creșterilor de prețuri la utilități și efectelor măsurilor prudențiale și ale celor de politică monetară menite a tempera ascensiunea creditului neguvernamental și a stimula economisirea. Acest comportament al dinamicii consumului este însă dependent de menținerea unei politici de venituri a guvernului în limitele acumulărilor permise de creșterea prognozată a economiei și de ținta de inflație pentru anul 2006.

Asupra dinamicii formării brute de capital fix se anticipează influențe cu efect net pozitiv. Astfel, este de așteptat ca nivelul redus de impozitare a profiturilor, perspectiva aderării apropiate la Uniunea Europeană și procesele de restructurare și de îmbunătățire a infrastructurii legate de aceasta, precum și nivelul cursului de schimb stimulat pentru importurile de rețehnologizare să compenseze impactul negativ pe care l-ar putea avea condițiile mai restrictive de creditare și reducerea ritmului activității economice.

⁷⁰ Prognozele privind evoluția viitoare a economiei din zona euro sunt de asemenea furnizate de publicația *Consensus Forecasts*.

Constrângeri ar putea fi de așteptat în continuare la nivelul exporturilor, cel puțin în cazul ramurilor în care costurile cu forța de muncă sunt relativ preponderente (spre exemplu cele din industria ușoară). Printre factorii cu potențial de a afecta competitivitatea externă a acestor ramuri se numără aprecierea reală a monedei naționale și concurența acerbă pe care o întrețin economii cu o productivitate ridicată și un cost redus al forței de muncă (China, Turcia etc.). Cu toate că sporirea preconizată a cererii de importuri din partea economiilor zonei euro⁷¹ ar putea oferi oarecare stimulente exporturilor românești, se anticipează totuși că acest efect va fi relativ redus.

În ceea ce privește evoluția importurilor, aceasta va fi stimulată, pe de o parte, de aprecierea monedei naționale și de o relansare a activității de investiții, dar pe de altă parte va fi constrânsă de diminuarea preconizată a ritmului de creștere a consumului populației.

2.3. Alte influențe asupra inflației proiectate

Inflația bunurilor de import⁷² reprezintă un canal direct prin care cursul de schimb influențează prețurile bunurilor de consum. Prețurile bunurilor de import depind de mai mulți factori: prețurile din țara lor de origine (prețurile externe menționate mai sus, exprimate în valută), cursul de schimb la care se face conversia valorii importurilor din valută în lei, cheltuielile suplimentare de transport, desfacere și eventuală prelucrare și adaosul comercial al celor ce vând produsele importate în România. Evoluția cursului de schimb este, din punct de vedere istoric, cel mai important determinant al inflației bunurilor de import. Impactul acesteia nu este imediat și uniform de-a lungul spectrului bunurilor de import. În plus, impactul nu este neapărat simetric în cazul unei mișcări ascendente a cursului⁷³, comparativ cu una descendentă, sau în cazul unei modificări percepute ca fiind temporară, comparativ cu una percepută drept permanentă. Pe medie, proiecția prevede că aprecierea leului din ultimele două trimestre a avut și va continua să aibă în perioadele următoare un efect important de temperare a presiunilor inflaționiste datorate altor factori.

Anticipațiile inflaționiste reprezintă un factor important de determinare a ratei inflației prețurilor libere. Importanța antici-

⁷¹ către care se îndreaptă aproximativ 60 la sută din exporturile românești

⁷² Definim generic drept prețuri ale bunurilor de import prețurile finale (la consumator) în lei ale oricăror bunuri și servicii în a căror valoare de producție (achiziție) figurează un cost important sub forma bunurilor importate.

⁷³ În cazul unei aprecieri nominale a monedei naționale, impactul este cu atât mai rapid cu cât concurența pe piața unui bun este mai mare și cererea pentru acel bun este mai sensibilă la nivelul prețului său.

pațiilor se datorează influenței lor în stabilirea prin negociere a salariilor, precum și a altor prețuri contractuale ale factorilor de producție. Acestea reprezintă elemente importante de cost pentru producători și comercianți, afectând în aval prețurile bunurilor și serviciilor de consum.

Modul în care se formează anticipațiile și modul în care acestea răspund șocurilor din economie influențează viteza de derulare a procesului dezinflaționist. Dezinflația avansează cu atât mai lent cu cât anticipațiile privesc mai mult spre trecut, la valorile anterioare ale inflației. Rolul unei politici antiinflaționiste transparente și consecvente, caracteristică unui regim de țintire directă a inflației, este de a oferi garanții privind prioritatea acordată obiectivului atingerii țintei anunțate, stabilind astfel un punct de referință credibil pentru anticipațiile publicului.

Conform proiecției, nivelul anticipațiilor este în scădere de-a lungul întregului orizont de prognoză, urmând tendința prelungită de reducere a ratei inflației din ultimii ani. Dat fiind însă nivelul încă relativ ridicat al inflației, proiecția prevede în continuare o contribuție semnificativă a anticipațiilor la creșterea trimestrială a prețurilor libere.

3. Incertitudini asociate proiecției

Proiecția inflației se bazează pe un set de ipoteze. Posibilitatea de infirmare în viitor a acestor ipoteze generează incertitudine cu privire la proiecție și, ca urmare, riscul ca traiectoria implicită a dobânzii de politică monetară să nu conducă inflația la țintă. În secțiunea de față sunt prezentate principalele elemente de incertitudine ale proiecției și riscurile relevante pentru perioada de referință.

Evaluarea presiunilor inflaționiste și a gradului în care ratele dobânzilor și nivelul cursului de schimb al monedei naționale influențează activitatea economică reprezintă un element esențial în proiecția inflației. Această evaluare se bazează pe estimări ale unor variabile care nu pot fi observate direct, ceea ce reprezintă o primă sursă de incertitudine.

Presiunile inflaționiste sunt approximate prin excesul de cerere din economie, sau deviația PIB curent de la PIB potențial (vezi Caseta 2). Nivelul PIB potențial, reprezentând cantitatea de bunuri și servicii care poate fi produsă în economie fără să genereze presiuni inflaționiste, nu poate fi observat și măsurat direct. Dat fiind nivelul cunoscut sau prognozat al PIB efectiv, supraestimarea PIB potențial poate conduce la subestimarea presiunilor inflaționiste. Simetric, subestimarea PIB potențial implică supraestimarea presiunilor inflaționiste.

Măsura în care ratele dobânzilor și cursul de schimb al leului exercită efecte stimulative sau restrictive asupra excesului de cerere este dată de abaterea nivelurilor lor efective de la acele niveluri la care, pe ansamblul economiei, tendințele de creștere și cele de scădere a cererii pentru producția națională se neutralizează reciproc. Caracterul neobservabil al acestor niveluri neutre generează incertitudine, întrucât măsurile de politică monetară se transmit asupra excesului de cerere tocmai prin intermediul ratelor dobânzilor și al cursului de schimb.

Pentru proiecția actuală, riscurile provin din incertitudinile referitoare atât la ratele dobânzilor, cât și la cursul de schimb. Pe parcursul ultimelor două trimestre au avut loc scăderi substanțiale ale ratelor dobânzilor din economie, precum și o apreciere accentuată a cursului de schimb al leului în raport cu euro. Aceste evoluții rapide se derulează pe fondul altor schimbări structurale importante, incluzând introducerea cotei unice de impozit, impredictibilitatea mai mare a intervențiilor BNR pe piața valutară, continuarea procesului de liberalizare a contului de capital, majorarea impozitului pe veniturile din dobânzi. În aceste condiții de reaşezare a stimulentei în economie este mai dificil decât de obicei, chiar pentru agenții economici înșiși, să se evalueze cât de stimulative sau restrictive sunt nivelurile actuale ale dobânzilor și cursului de schimb.

Ca urmare, apare riscul ca efectele dobânzilor și cursului de schimb asupra excesului de cerere să fie diferite de cele proiectate. În cazul ratelor dobânzilor, riscurile de sub- și supraestimare par echilibrate. În privința cursului de schimb, balanța riscurilor pare să încline către supraestimarea restrictivității nivelului actual al cursului asupra cererii agregate.

Există două argumente în acest sens. Un argument ține de experiența altor țări, care indică episoade cu aprecieri reale substanțiale și persistente. Persistența acestor aprecieri sugerează că ele nu au provocat pierderi substanțiale de competitivitate, care ar fi reclamat corecții ulterioare prin depreciere. Menținerea relativ constantă în ultimele perioade a cotei procentuale a exporturilor românești în importurile totale (extracomunitare) ale Uniunii Europene⁷⁴ și dinamica nemodificată a volumului exporturilor sprijină aceeași idee.

De asemenea, impactul economic al cursului ar putea fi diminuat de efectele de avuție și de bilanț provocate de aprecierea leului. Acestea determină reducerea costului în lei al creditelor în valută, făcând mai facile atât contractarea (prin sporirea activelor bilanțiere calculate în euro ale firmelor), cât și

⁷⁴ Cota procentuală medie pe primele 5 luni ale anului a fost de 1,3 la sută, nivel similar cu cel înregistrat în medie pe întregul an 2004.

rambursările și plata dobânzilor asociate unor asemenea credite. Reducerea acestor costuri duce la creșterea venitului disponibil al debitorilor, impulsionând consumul și investițiile.

O a doua sursă majoră de incertitudine pentru proiecție o reprezintă evenimente viitoare posibile dar neincluse în proiecție datorită caracterului lor nesistematic și, ca atare, impredictibil. În aceste condiții, abordarea cu prudență a proiecției necesită identificarea unor conjuncturi care ar implica riscuri semnificative pentru atingerea țintei de inflație la sfârșitul anului 2006.

O astfel de conjunctură nefavorabilă ipotetică ar reprezenta-o înrăutățirea percepției de risc de țară referitoare la România. O implicație posibilă ar fi scăderea ritmului de creștere a investițiilor de capital sensibil sub acela al creșterii deficitului de cont curent. Din punctul de vedere al atingerii țintei de inflație, aceasta generează riscul unei depreciere relativ substanțială a monedei naționale pe perioada proiecției. Deprecierea s-ar propaga în inflație prin intermediul prețurilor de import și ar acționa în sensul relaxării efectului restrictiv al cursului de schimb asupra excesului de cerere. O astfel de evoluție ar face dificilă atingerea țintei de inflație de 5 la sută la sfârșitul anului 2006. În acest caz, întreaga povară a comprimării excesului de cerere ar trece asupra ratelor dobânzilor, ceea ce ar implica niveluri substanțial mai ridicate (în funcție de magnitudinea deprecierei) ale dobânzii de politică monetară.

O altă conjunctură generatoare de risc pentru atingerea țintei de inflație ar putea fi reprezentată de adoptarea unor măsuri de natura majorării impozitelor indirecte pentru a limita creșterea deficitului bugetar pe anul 2006. O posibilă măsură, deja ajunsă în dezbateri publice, este creșterea taxei pe valoarea adăugată. Întrucât creșterea TVA are efecte substanțiale asupra prețurilor, aplicarea acestei măsuri ar necesita ajustarea în sus a țintei de inflație, în funcție de magnitudinea creșterii taxei. Chiar în condițiile revizuirii țintei de inflație, atingerea acesteia ar implica dobânzi mai mari și o apreciere mai accentuată a leului, comparativ cu scenariul de bază. Aceasta s-ar datora faptului că o eventuală modificare a taxei anunțată cu întârziere ar lăsa timp insuficient politicii monetare pentru o reacție anticipativă, distribuită în timp, a ratei dobânzii BNR.

A treia sursă de incertitudine provine din prognozele sau scenariile incluse în proiecție cu privire la variabilele exogene. O sursă importantă de risc o reprezintă posibilitatea unor abateri substanțiale de la scenariul utilizat în proiecție pentru ajustările prețurilor administrate. De asemenea, un risc mereu relevant îl reprezintă o creștere substanțială a prețului petrolului în perioada de referință. O inflamație rapidă a acestuia generează în

mod potențial o dublă presiune asupra prețurilor interne. Primul impact este unul direct asupra prețurilor interne ale combustibililor, în condițiile în care acestea încep să devină tot mai corelate cu cele de pe piața internațională. Al doilea impact este indirect, prin presiunea prețului țițeiului asupra inflației principalilor parteneri comerciali ai României, care la rândul său se transmite parțial asupra inflației importate.

Nu în ultimul rând, un risc potențial survine din incertitudinea cu privire la formarea anticipațiilor inflaționiste. Abateri de la scenariul de bază ar putea proveni de la posibilul efect perturbator asupra anticipațiilor al unor episoade precum ajustările prețurilor administrate sau creșterea TVA ori a altor impozite indirecte. Incertitudinile agenților economici cu privire la efectele propagate ale acestor majorări și la ritmul ulterior al continuării dezinflației ar putea provoca ajustarea substanțială în sens ascendent a anticipărilor. Comportamentul publicului, înclinat către protejarea împotriva riscurilor, ar putea transforma aceste anticipații în creșteri efective de prețuri, unul dintre canale fiind acela al revendicărilor salariale neacoperite de câștiguri de productivitate. Pe de altă parte, în condițiile unor niveluri nominale scăzute ale randamentelor depozitelor la termen, inflamarea anticipațiilor inflaționiste ar putea face ca nivelul real al acestora să devină negativ, realimentând inflația prin inhibarea economisirii și stimularea excesului de cerere agregată prin intermediul cererii de consum.

4. Evaluarea de politică monetară

Potrivit proiecției privind evoluția prețurilor, atingerea țintei de inflație stabilită pentru finele anului 2006 presupune creșterea gradului de restrictivitate a condițiilor monetare și menținerea acestuia de-a lungul întregii perioade. Totodată, din scenariul de bază al proiecției se desprinde concluzia conform căreia, în pofida unei eventuale întăriri imediate a politicii monetare, rata anuală a inflației va depăși în decembrie obiectivul de inflație al anului 2005. Aceasta se va datora, pe de o parte, faptului că impulsurile politicii monetare nu sunt eficiente pe termen scurt, ele transmițându-se (prin intermediul cererii agregate) asupra ritmului de creștere a prețurilor cu un anumit decalaj de timp; deși este ușor mai redus decât cel specific economiilor dezvoltate, acesta apreciem că are în condițiile actuale o întindere de 12-16 luni. Pe de altă parte, depășirea va rezulta din acțiunea factorilor de natura ofertei asupra prețurilor de consum, care se dovedește a fi în 2005 mai amplă decât s-a avut în vedere inițial (ajustări mai consistente de prețuri administrate decât cele programate, creșteri neașteptat de mari ale prețului petrolului pe piața mondială, efecte potențiale ale recentelor

inundații și ale condițiilor meteorologice nefavorabile asupra prețurilor produselor agricole).

Pornind de la aceste premise, în favoarea relativei înăsprirea condițiilor monetare pledează, în primul rând, conturarea în trimestrul al doilea al anului 2005 a unui trend crescător al excedentului de cerere agregată și a perspectivei prelungirii acestuia în perioada imediat următoare, precum și riscul sporirii și al declanșării potențialului inflaționist al acestor evoluții; reacția promptă a politicii monetare este cu atât mai necesară cu cât marja de manevră a politicii fiscale și, mai ales, a politicii veniturilor este aproape nulă în acest an, deciziile majore în domeniu fiind deja adoptate de guvern. Cu toate că a fost parțial anihilat de creșterea importurilor și a dimensiunii deficitului balanței comerciale, potențialul inflaționist acumulat de cererea internă în special pe seama consumului privat – motorul creșterii economice din ultimele trimestre – s-ar putea declanșa în absența întăririi politicii monetare, ca urmare a: (i) posibilei modificări a structurii consumului populației în sensul reorientării parțiale a sporului său spre piața internă (inclusiv cea a serviciilor); (ii) probabilității ridicate a scăderii relative a autoconsumului, date fiind performanțele mult mai reduse din această vară ale agriculturii; (iii) eventualei creșteri a importurilor de produse alimentare (legume și fructe) ale căror prețuri sunt mult mai sensibile la presiunea crescută a cererii; (iv) potențialei majorări a cererii de bunuri și servicii necesare refacerii – sprijinită prin alocații bugetare și prin donații – a gospodăriilor afectate de inundații.

Un alt argument care justifică creșterea restrictivității politicii monetare îl constituie necesitatea contracarării efectelor secundare ale: (i) ajustărilor semnificative de prețuri ce se vor efectua în a doua parte a anului 2005, dar și în cursul anului viitor, și (ii) majorărilor prețurilor alimentare provocate de recente inundații și manifestări meteorologice nefavorabile. În același timp, înăsprirea condițiilor monetare constituie, în perioada imediat următoare, unicul mijloc eficace de a calma și apoi de a ancora anticipațiile inflaționiste – canal principal de dezinflație –, în condițiile în care acestea s-au deteriorat în ultimele luni ca efect al acțiunii ambelor categorii de factori: ai cererii și ai ofertei.

Un motiv suplimentar de întărire a politicii monetare în perioada următoare îl constituie necesitatea stopării și apoi a inversării tendinței de erodare a economisirii financiare a populației, a cărei eventuală prelungire ar întreține efervescența consumului gospodăriilor populației și implicit presiunile inflaționiste ale acestuia; pe termen mai îndelungat slăbirea economisirii populației ar putea avea ca efect frânarea refacerii

intermedierii bancare și reducerea potențialului de creștere a investițiilor.

Întărirea politicii monetare ar putea exercita, însă, cel puțin în perioada de început, un efect advers asupra deficitului comercial, existând riscul ca acesta să se amplifice la niveluri incompatibile cu sustenabilitatea balanței de plăți și implicit cu cea a dezinflației pe termen mediu. Astfel, deși ar exercita un impact moderator asupra inflației importate, o accelerare nesustenabilă a ritmului de apreciere a leului în raport cu euro, care ar decurge din implementarea deciziei BNR, ar avea drept consecințe nefavorabile:

a) Anihilarea rezervei de competitivitate externă pe care o mai dețin exporturile românești, în situația în care rata de schimb a leului s-ar apropia sau ar atinge nivelul care provoacă pierderi exportatorilor. Efectul contracționist al aprecierii leului asupra exporturilor și implicit asupra creșterii economice ar putea fi, însă, considerabil atenuat de: (i) procesul de restructurare pe care l-ar iniția și întreprinde exportatorii sub presiunea exercitată de cursul de schimb; (ii) reorientarea către piața internă a producătorilor ale căror segmente externe de desfacere se restrâng; (iii) posibilitatea supraestimării restrictivității nivelului actual al cursului de schimb.

b) Sporirea cererii interne totale (vezi cap. Politică monetară) sau doar a celei pentru importuri, inclusiv datorită majorării volumului creditelor în valută, care ar continua în pofida aplicării măsurilor pe care banca centrală le-a adoptat pentru descurajarea acestei creditări.

Urmarea riscantă – din perspectiva dezinflației – a unor asemenea evoluții ar fi producerea unei corecții relativ brutale a cursului de schimb al leului și a traiectoriei lui.

Preocupărilor pentru asigurarea condițiilor necesare reșezării cât mai rapide a ratei anuale a inflației pe traiectoria programată li se mai contrapune, însă, în acest interval, creșterea îngrijorării generate de reparația și amplificarea excedentului de valută al pieței interbancare. Atenția acordată acestei evoluții decurge din existența unor indicii clare privind stoparea ieșirilor și reluarea intrărilor de capital cu potențial speculativ pe piața românească, care s-ar putea datora reconsiderării, în sensul reducerii, a primei de risc solicitate de nerezidenți pe această piață. Coroborarea acestei ultime ipoteze cu cea a menținerii atractivității scăzute a piețelor financiare internaționale, cel puțin pe termen scurt, relevă probabilitatea ridicată a creșterii intrărilor de capital volatili în perioada următoare. Creșterea restrictivității politicii monetare în acest context ar putea avea drept consecințe fie accelerarea și creșterea magnitudinii aprecierii leului (care va genera la scară mai amplă efectele prezentate în

scenariul anterior), fie revenirea băncii centrale la practica sterilizării masive a intrărilor de capital, ceea ce ar provoca costuri substanțiale – financiare și de credibilitate – autorității monetare.

Evaluarea de către CA al BNR a ansamblului riscurilor cu care se va confrunta politica monetară în încercarea de a atinge ținta de inflație a anului 2006 a relevat cu claritate necesitatea creșterii restrictivității politicii monetare. În același timp însă, s-a considerat că persistența constrângerii exercitate asupra manevrării pârghiei ratei dobânzii și asupra politicii de control al lichidității de risc al atragerii de intrări suplimentare de capital potențial speculativ impune o dozare specifică a instrumentelor politicii monetare. Totodată, inclusiv din perspectiva adoptării în această lună a strategiei de țintire directă a inflației, precum și a faptului că abordarea directă a anticipațiilor inflaționiste reprezintă un canal separat pe care trebuie să acționeze politica monetară, alături de eliminarea elementului structural al excesului de cerere agregată, s-a reiterat necesitatea creșterii transparenței băncii centrale și a consecvenței mesajelor de politică monetară. Pe acest fond, în scopul creșterii rolului de semnal al ratei dobânzii, Consiliul de administrație al BNR a decis să elimine decalajul dintre rata dobânzii de politică monetară și rata efectivă de sterilizare, acestea fiind unificate la nivelul de 8,5 la sută (superior cu 0,5 puncte procentuale ratei medii efective a dobânzii operațiunilor de sterilizare din luna iulie). În același timp, s-a hotărât ca BNR să mențină vigilența care să-i permită să sesizeze și să reacționeze prompt la orice evoluție care ar putea afecta procesul dezinflației.