



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

Mai 2006

anul II, nr. 4

Serie nouă

ISSN 1582-2923

NOTĂ

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

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

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

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

Cuvânt înainte

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

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

Raportul asupra inflației a fost finalizat în data de 10 mai 2006 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 11 mai 2006.

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

Lista abrevierilor

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

Cuprins

I. SINTEZĂ.....	7
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI.....	9
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	12
1. Cererea și oferta.....	12
1.1. Cererea	12
1.2. Oferta.....	18
2. Piața muncii.....	19
2.1. Forța de muncă	20
2.2. Venituri.....	20
3. Prețuri de import și prețuri de producție	22
3.1. Prețurile de import.....	22
3.2. Prețurile de producție	24
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	27
1. Politica monetară	27
2. Piețe financiare și evoluții monetare	31
2.1. Ratele dobânzilor.....	31
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	33
2.3. Moneda și creditul	36
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	39
1. Scenariul de bază al proiecției	40
1.1. Proiecția inflației	40
1.2. Presiuni exogene asupra inflației	42
1.3. Presiuni din partea cererii agregate.....	45
1.4. Riscuri și incertitudini asociate proiecției.....	51
2. Evaluarea de politică monetară	54

I. SINTEZĂ

Procesul dezinflației a continuat în trimestrul I 2006, nivelul de 8,4 la sută atins de rata anuală a inflației în martie fiind cu 0,2 puncte procentuale inferior celui din decembrie 2005 și cu 0,7 puncte procentuale mai mic decât valoarea proiectată (*Raportul asupra inflației* din februarie 2006). Decelerarea inflației s-a datorat, în principal, scăderii ritmului de creștere a prețurilor administrate – exclusiv prețurile energiei –, care a reflectat influența favorabilă exercitată de aprecierea nominală a leului. În schimb, declinul inflației CORE2 s-a întrerupt, rata anuală specifică consemnând în luna martie 2006 un nivel identic celui de la sfârșitul anului precedent (5,6 la sută). În luna aprilie, dezinflația s-a accelerat, dar scăderea ratei anuale a inflației s-a datorat exclusiv unui efect de bază, manifestat nu numai la nivelul IPC total, ci și al inflației CORE2. Totuși, evoluțiile curente, reflectate de variațiile lunare, au fost relativ mai puțin favorabile, respectiv stagnare a CORE2 și dublare a ratei inflației totale.

O întrerupere a declinului relativ prelungit a consemnat și ritmul de creștere a PIB, care s-a accelerat în trimestrul IV 2005 la 4,3 la sută (de la 2,4 la sută în trimestrul anterior). La reamplificarea excedentului de cerere au contribuit, în principal, dinamizarea investițiilor și a consumului guvernamental și într-o mai mică măsură consumul gospodăriilor populației, a cărui creștere a consemnat în acest interval o ușoară încetinire. Cu toate acestea, cererea de consum a populației a continuat să genereze presiuni inflaționiste, în condițiile în care principala sa componentă – achizițiile de mărfuri – și-a accelerat dinamica comparativ cu trimestrul anterior.

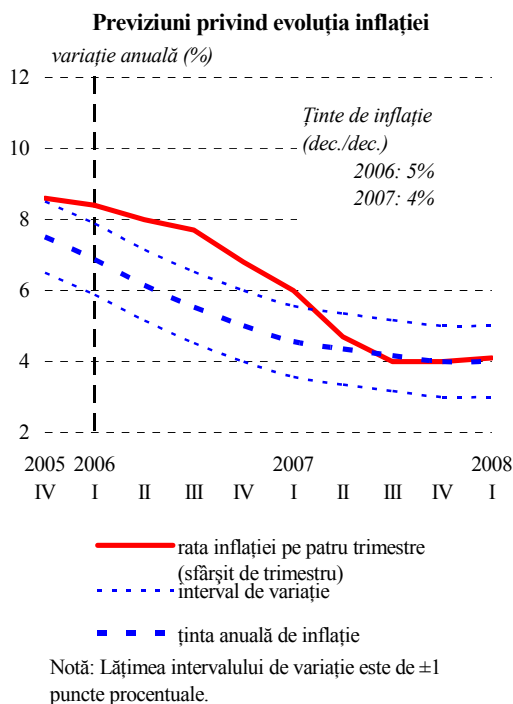
Confruntată cu perspectiva persistenței ritmului prea alert de creștere a consumului și a presiunilor inflaționiste dezvoltate de aceasta, precum și cu riscul prelungirii în aceste condiții a orizontului de timp necesar eliminării excedentului de cerere, banca centrală a continuat să sporească în trimestrul I 2006 restrictivitatea politicii monetare, concentrând în această direcție întregul set de instrumente aflate la dispoziția sa. Astfel, în luna februarie BNR a majorat la 8,5 la sută rata dobânzii de politică monetară, complementând impactul acestei măsuri asupra pieței financiare prin creșterea fermității controlului exercitat asupra lichidității de pe piața monetară. Tot în scopul întăririi politicii monetare, dar și pentru a crește eficacitatea mecanismului de transmisie monetară, BNR a continuat să sporească restrictivitatea mecanismului rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în valută ale instituțiilor de credit; rata acestor rezerve a fost majorată în martie, pentru a doua oară în trimestrul I, atingând nivelul de 40 la sută. Totodată, autoritatea monetară a menținut în vigoare măsurile prudențiale de temperare a expansiunii creditului neguvernamental – în special a componentei sale în valută – și a hotărât să accelereze implementarea legislației de reglementare și supraveghere a activității de creditare a instituțiilor financiare nebancale.

Actualizarea proiecției evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu a pus în evidență faptul că, în următoarele luni ale anului 2006, trendul inflației se va plasa la un nivel superior comparativ cu proiecția anterioară. Cauza principală a acestei deplasări o va constitui majorarea în trimestrul II a impozitelor indirecte aplicate produselor din tutun și alcool și înrăutățirea, pe acest fond, a anticipațiilor inflaționiste. Presiuni inflaționiste suplimentare va exercita și excedentul de cerere, în condițiile în care amplitudinea și durata menținerii acestuia se preconizează să crească față de proiecția anterioară, inclusiv datorită relativei relaxări a politicii fiscale în următoarele trimestre. Impactul inflaționist substanțial al acestor factori va anihila influența favorabilă ce va decurge din reducerea – față de programul inițial pentru 2006 – a amplitudinii ajustărilor de prețuri administrate. Astfel, la finele anului curent rata anuală a

inflației urmează să atingă 6,8 la sută, nivel superior cu 1,8 puncte procentuale țintei centrale (cu 0,2 puncte procentuale peste proiecția anterioară). Trendul proiectat al dezinflației se va accelera, însă, în 2007, în principal ca efect al aducerii la valori negative consistente a excedentului de cerere și al ameliorării anticipațiilor inflaționiste; în aceste condiții, în a doua parte a anului rata anuală a inflației va reveni pe o traiectorie compatibilă cu atingerea țintei în marjele stabilite. Aceasta presupune implementarea unor politici macroeconomice mai austere și, implicit, sporirea față de proiecția anterioară a restrictivității condițiilor monetare în sens larg, inclusiv prin contribuția adusă de creșterea efectelor măsurilor prudențiale și administrative implementate de BNR în trimestrele anterioare.

Similar exercițiilor precedente de prognoză, balanța riscurilor asociate actualei proiecții este net dominată de factorii care pot acționa în direcția frânării dezinflației. Surse majore de incertitudine și de risc – mai ales din perspectiva impactului lor asupra anticipațiilor inflaționiste – le reprezintă calendarul și magnitudinea ajustărilor de prețuri administrate, precum și modificările ce ar putea fi aduse în perioada următoare regimului fiscal. În același timp, relaxarea politicii fiscale și posibil și a politicii de venituri ar putea încetini sau chiar stopa anticipatul trend de scădere a excedentului de cerere; un impact similar ar avea eventuala supraestimare a gradului de restrictivitate a condițiilor monetare, datorată inclusiv potențialei transmiteri cu întârziere a impulsurilor întăririi politicii monetare asupra ratelor dobânzilor active practicate de bănci în relațiile cu clienții, pe fundalul creșterii concurenței în sectorul bancar. În plus, creșterea peste așteptări a intrărilor de capital străin de diverse naturi ar putea genera pe termen scurt un nivel mai înalt al surplusului de cerere agregată. La încetinirea sau chiar stoparea dezinflației ar mai putea contribui, în orizontul de prognoză, creșterea peste așteptări atât a prețurilor internaționale ale țiteiului și gazelor naturale, cât și a prețurilor unor produse alimentare.

În fața multitudinii de riscuri inflaționiste identificate în contextul evaluării proiecției evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu, Consiliul de administrație al BNR a adoptat soluția menținerii pe o perioadă mai îndelungată a conduitei restrictive a politicii monetare în paralel cu înregistrarea de progrese pe linia dezinflației. Prin urmare, în ședința sa din 11 mai, Consiliul de administrație al BNR a decis să nu modifice rata dobânzii de politică monetară, menținerea acesteia la 8,5 la sută, în condițiile consolidării dezinflației, având ca efect înăsprirea condițiilor monetare. Concomitent, CA al BNR a hotărât să continue să exercite un control ferm asupra lichidității de pe piața monetară și să monitorizeze atent evoluția creditului în lei, precum și a creditului neguvernamental total. De asemenea, CA al BNR și-a reiterat hotărârea de a reacționa prompt – prin toate instrumentele aflate la dispoziția sa – la evoluțiile macroeconomice care ar putea periclita menținerea dezinflației pe traiectoria programată pe termen mediu.



II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

Rata anuală de creștere a prețurilor de consum s-a situat la sfârșitul trimestrului I 2006 la 8,4 la sută, cu 0,2 puncte procentuale sub nivelul lunii decembrie (deși proiecția prezentată în Raportul asupra inflației din luna februarie indica o întrerupere temporară a procesului dezinflaționist în trimestrul I 2006). Cu toate acestea, indicatorul a continuat să evolueze în afara benzii de ± 1 puncte procentuale care încadrează ținta de 5 la sută stabilită pentru anul 2006; acesta a reintrat însă în interval în luna aprilie, când rata anuală a inflației a coborât la 6,92 la sută. Similar trimestrului anterior, persistența excesului de cerere a favorizat propagarea șocurilor de natura ofertei care au afectat primele trei luni ale anului (ajustări de prețuri administrate, insuficiența unor produse agricole, influențe contemporane ale unor modificări fiscale viitoare).

După puseul înregistrat în luna ianuarie 2006 ca urmare a corecțiilor aplicate prețurilor energiei electrice și gazelor naturale (+1,9 și respectiv +17,2 la sută¹), rata anuală a inflației a coborât în lunile următoare sub nivelul atins la finele anului anterior. Principala contribuție în acest sens a revenit dezinflației înregistrate de produsele cu prețuri administrate, exclusiv energia, ca urmare a tendinței de apreciere nominală a monedei naționale (medicamente, servicii de telefonie). Decelerarea ratei anuale a inflației a fost mai pregnantă în luna aprilie, dar s-a datorat exclusiv unui efect de bază², manifestat nu numai la nivelul IPC total, ci și al inflației CORE2. Evoluțiile curente, reflectate de variațiile lunare, au fost însă nesatisfăcătoare – stagnare a CORE2 și dublare a inflației totale (în principal sub influența șocurilor de natura ofertei generate de o nouă corecție a prețului gazelor naturale, de reluarea mișcării ascendente a prețului carburanților și de scumpirea produselor de panificație³).

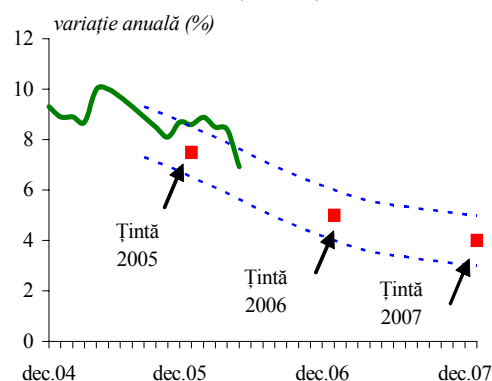
Un impact nefavorabil asupra nivelului general al prețurilor au continuat să exercite în trimestrul I 2006 produsele cu prețuri volatile, ritmul anual înregistrat de această grupă plasându-se constant cu peste 5 puncte procentuale deasupra mediei. Trebuie precizat totuși că persistența acestui ritm înalt decurge din manifestarea unui efect de bază, reducerea la jumătate a variației trimestriale a prețurilor volatile reflectând evoluții

¹ Variații față de luna anterioară.

² Asociat creșterii puternice a prețului gazelor naturale în urma modificării regimului de tarificare în aprilie 2005 și devansării calendarului de majorare a accizelor pentru produse din tutun și carburanți, atât ca moment (din iulie în aprilie), cât și ca nivel.

³ Drept consecință a creșterii prețurilor utilităților și materiei prime.

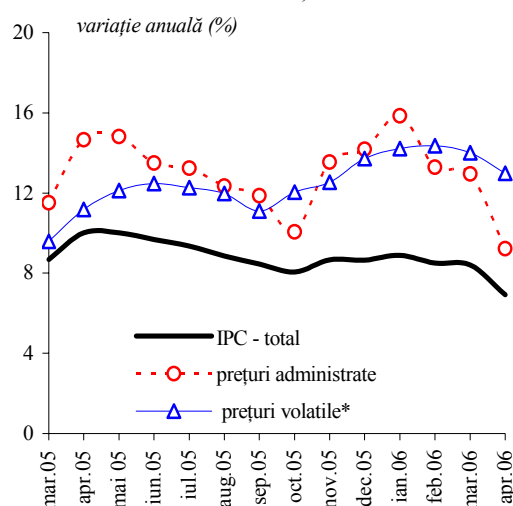
Evoluția inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

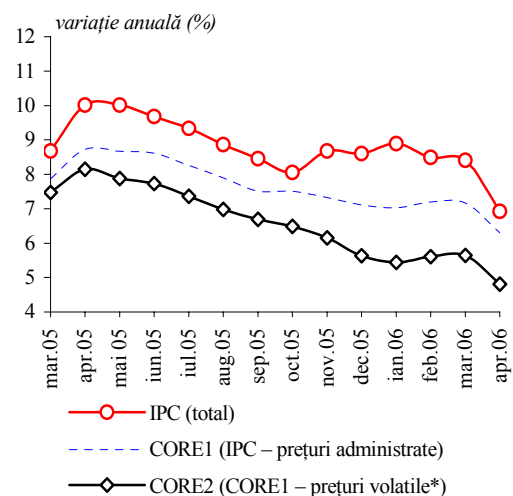
Rata inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

Inflația totală și inflația de bază (CORE)



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

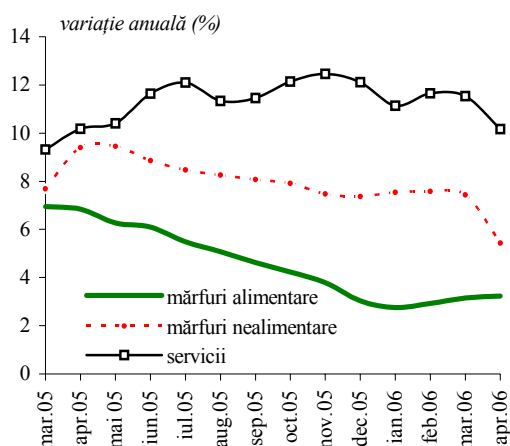
Sursa: INS, calcule BNR

Prețuri administrate versus prețuri libere

	variație anuală (%): sfârșitul perioadei				
	2005				2006
	I	II	III	IV	I
Rata inflației	8,7	9,7	8,5	8,6	8,4
Prețuri administrate	11,5	13,5	11,9	14,2	13,0
1. Mărfuri nealimentare:	12,1	15,7	14,4	14,1	15,9
energie electrică	12,5	12,5	9,6	9,6	7,0
energie termică	12,0	12,0	12,0	20,0	20,0
gaze naturale	21,6	41,9	45,3	36,4	52,2
medicamente	1,7	-0,3	-2,4	-5,1	-5,5
2. Servicii, din care:	10,7	10,3	8,1	14,1	8,2
apă, canal, salubritate	23,2	27,3	25,6	25,8	24,8
telefon	3,7	-0,6	-3,7	8,5	-3,4
transport de călători pe calea ferată	12,0	12,0	14,9	8,7	8,7
transport urban (de călători)	16,4	24,5	23,2	23,2	20,5
Prețuri libere (CORE1)	7,9	8,6	7,5	7,1	7,2

Sursa: INS, calcule BNR

Structura CORE2 pe grupe de mărfuri



Sursa: INS, calcule BNR

Prețurile de consum pe categorii de produse

	variație anuală (%): sfârșitul perioadei				
	2005				2006
	I	II	III	IV	I
Alimente, băuturi, tutun	7,8	8,1	6,2	7,5	6,8
Îmbrăcăminte și încălțăminte	5,4	4,6	4,0	3,9	3,8
Produse de uz casnic și menaj, mobilă	6,3	5,9	4,5	3,6	2,8
Combustibili	15,1	17,5	16,2	9,0	9,4
Întreținerea locuințelor*	16,6	22,2	21,4	20,8	23,0
Igienă, sănătate	5,0	3,7	2,4	1,0	0,2
Transport	15,4	20,4	20,9	19,7	16,6
Poștă și telecomunicații	0,7	-0,3	-3,1	6,8	0,6
Recreere și cultură	8,3	7,3	7,6	7,9	7,0
Bunuri și servicii diverse	6,6	5,9	4,9	4,1	6,5

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

Sursa: INS, calcule BNR

curente mai favorabile decât cele anticipate (atât la nivelul mărfurilor alimentare din această categorie, cât și la cel al combustibililor). Și în acest caz, întărirea monedei naționale a reprezentat un factor explicativ important; alături de aceasta au acționat declinul abrupt al cotațiilor pe piața internațională a petrolului din prima jumătate a lunii februarie și inversarea raportului cerere-ofertă pe piața ouălor⁴.

Din perspectiva inflației de bază (CORE2), procesul dezinflaționist a stagnat la nivelul trimestrului I, rata anuală de 5,6 la sută consemnată în luna martie 2006 fiind egală cu cea de la sfârșitul anului 2005, în condițiile în care ușoara accelerare de ritm vizibilă pe segmentul mărfurilor a compensat reducerea de dinamică pe cel al serviciilor.

Dominantă pare să fi fost influența unor șocuri ale ofertei generate de scumpirea unor materii prime alimentare și de decizia producătorilor de țigări de a încorpora treptat în preț majorarea de accize programată în luna iulie. Ideea este susținută de faptul că eliminarea impactului șocurilor menționate a pus în evidență existența unei dezinflații în cazul ambelor grupe de mărfuri vizate (0,8 puncte procentuale pentru cele alimentare și 0,3 puncte procentuale pentru cele nealimentare).

Excesul de cerere a constituit în continuare un factor inhibitor în progresul dezinflației, deviația PIB de la nivelul său potențial rămânând pozitivă, chiar dacă în ușoară scădere comparativ cu trimestrul anterior; de altfel, această reducere a fost probabil asociată în bună măsură șocului negativ de ofertă indus de rezultatele slabe consemnate de sectorul agricol în anul 2005. Totuși, similar trimestrelor anterioare, presiunea inflaționistă exercitată de expansiunea cererii de consum a fost limitată de dezvoltarea unui mediu puternic concurențial în sectorul de retail, cu efect și asupra competiției în sectorul productiv; în plus, aceasta din urmă a fost stimulată de atractivitatea bunurilor de consum importate, susținută de aprecierea nominală a monedei naționale.

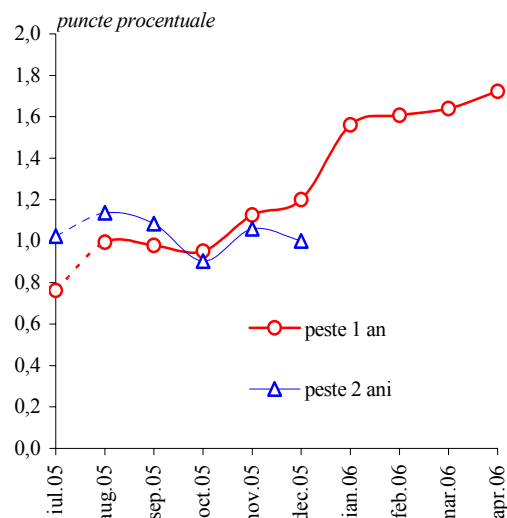
O contribuție suplimentară la frânarea dezinflației în primul trimestru al anului 2006 poate fi atribuită menținerii sau chiar deteriorării anticipațiilor inflaționiste, relevate de anchetele de conjunctură disponibile. Astfel, opiniile exprimate de managerii companiilor din industria prelucrătoare participanți la sondajele realizate de Institutul Național de Statistică și respectiv de BNR indică o creștere a ponderii celor care apreciază că vor opera majorări de prețuri, în timp ce estimările privind dinamica

⁴ Prețul acestui produs s-a redus pe parcursul intervalului analizat cu 32,6 la sută (martie 2006/decembrie 2005), coborând rata inflației în primele trei luni ale anului cu 0,3 puncte procentuale.

prețurilor de producție formulate de operatorii industriali participanți la sondajul Grupului de Economie Aplicată sunt similare cu cele avansate în trimestrul IV 2005. Incertitudini privind viteza dezinflației se desprind și din sondajul realizat de BNR pe piața bancară, decalajul dintre rata așteptată a inflației pe orizontul de 12 luni și traiectoria inflației compatibilă cu țintele anuale ale BNR lărgindu-se în intervalul analizat cu încă 0,4 puncte procentuale⁵.

La sfârșitul lunii martie 2006, rata anuală efectivă a inflației s-a situat cu 0,7 puncte procentuale sub proiecția prezentată în *Raportul asupra inflației* publicat în luna februarie⁶. Deviația se explică îndeosebi prin scăderea cotațiilor leu-euro la niveluri sensibil inferioare celor anticipate, asociată unor intrări de capital, în special de natura investițiilor directe și remiterilor muncitorilor români în străinătate; în acest context, intervalul analizat a consemnat o apreciere nominală a leului față de euro de 4,3 la sută (martie 2006/decembrie 2005), în contrast cu stabilitatea avută în vedere la realizarea proiecției. Traiectoria pronunțat descendentă a cursului de schimb a generat deflație pe segmentele de prețuri administrate ancorate la acest parametru (medicamentele, serviciile de telefonie) și a limitat creșterea prețurilor legumelor și fructelor, imprimată de deficitul de ofertă creat de producția agricolă slabă a anului anterior. În aceste condiții, atât dinamica anuală a prețurilor administrate, cât și cea a prețurilor volatile alimentare s-au plasat sub proiecția corespunzătoare lunii martie (cu 0,6 și respectiv 4,2 puncte procentuale). În mod similar, prețul combustibililor a evoluat sub așteptări (ritm anual efectiv cu 0,4 puncte procentuale sub cel prognozat), un impact favorabil având în intervalul analizat atât cursul de schimb, cât și prețul extern al petrolului.

Ecartul dintre inflația așteptată și ținta anuală de inflație



⁵ Martie 2006 față de decembrie 2005.

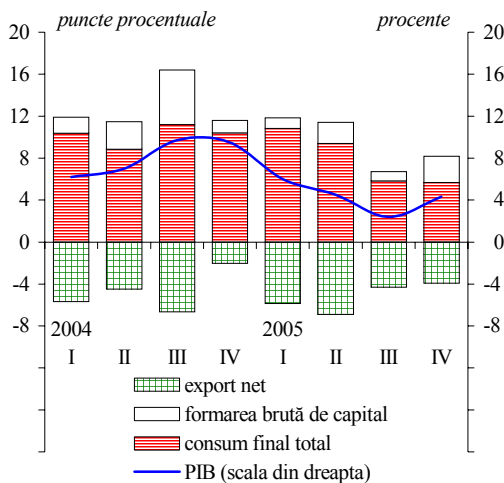
⁶ Cu date efective până la luna decembrie, inclusiv.

III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

În trimestrul IV 2005 dinamica anuală a PIB a înregistrat o redresare (4,3 la sută⁷, nivel superior cu 1,5 puncte procentuale celui prognozat), după reducerile consecutive consemnate în primele trei trimestre ale anului. Tiparul de creștere economică nu s-a modificat față de trimestrul precedent – investițiile și, în mai mică măsură, exporturile și-au consolidat dinamica, iar consumul final și-a încetinit din nou rata de creștere. Cu toate acestea, cererea de consum a continuat să genereze presiuni inflaționiste. În privința ofertei, creșterea economică a fost în continuare serios afectată de pierderile din agricultură, în timp ce sectorul industrial, deși a consemnat o ușoară dinamizare comparativ cu trimestrul anterior, a rămas la una dintre cele mai modeste performanțe din ultimii șapte ani.

Contribuția componentelor cererii la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

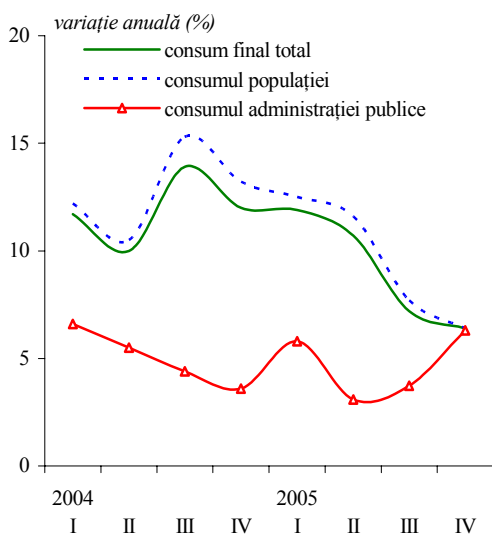
1.1. Cererea

Intensificarea dinamicii anuale a PIB în trimestrul IV (+1,9 puncte procentuale față de nivelul revizuit de 2,4 la sută din perioada anterioară) a fost susținută de două dintre componentele interne ale cererii finale (formarea brută de capital fix și consumul guvernamental), dar și de ameliorarea ecarterului negativ de ritm dintre segmentele cererii externe nete, indusă în principal de dinamizarea exporturilor de bunuri și servicii. Acestor evoluții li s-au contrapus frânarea cu încă 1,3 puncte procentuale a creșterii consumului privat și scăderea accelerată a rezervelor de produse agricole, cu efect de adâncire a contribuției negative a variației stocurilor la dinamica PIB.

1.1.1. Cererea de consum

Temperarea ratei de creștere a consumului final în trimestrul IV nu a antrenat și reducerea potențialului inflaționist al cererii de consum, în condițiile în care atât volumul achizițiilor de bunuri, cât și cel al unor servicii cu prețuri libere (în special hoteluri și restaurante) și-au accelerat dinamica în comparație cu intervalul anterior.

Consumul final efectiv



Sursa: INS

⁷ În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum.

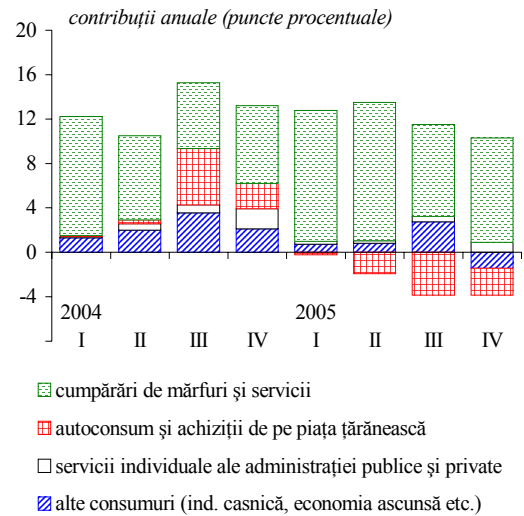
Cererea de consum a populației

Diminuarea până la 6,4 la sută a ritmului aferent consumului final efectiv al populației a fost atribuită în principal rezultatelor slabe din agricultură, reflectate nu numai în persistența scăderii autoconsumului și achizițiilor de pe piața țărănească (-14,3 la sută), ci și în reducerea puternică a consumului de bunuri aferente industriei casnice⁸, care a condus la restrângerea cu 12 la sută a postului *alte consumuri* (față de +19,1 la sută în trimestrul III). Un factor suplimentar a fost înjumătățirea ratei de creștere a volumului serviciilor (7,3 la sută), imputabilă în principal cererii pe segmentul *transporturi*. În sens opus au evoluat însă achizițiile de mărfuri, a căror dinamică s-a accelerat cu 1,1 puncte procentuale (până la 20 la sută), evoluție care semnaleză menținerea presiunii inflaționiste a cererii de consum. O influență similară, dar de mai mică amploare, a exercitat și accelerarea ritmului de creștere a cheltuielilor de consum individual efectuate de administrația publică și privată (5,9 la sută), principala cauză fiind probabil continuarea operațiunilor de ajutorare a sinistraților în urma inundațiilor.

Creșterea robustă a vânzărilor de bunuri și servicii s-a produs pe fondul: (i) menținerii dinamicii ridicate a venitului disponibil al populației (o contribuție deloc neglijabilă revenind influxurilor provenind din munca în străinătate și din transferurile curente), dar și al (ii) reducerii interesului pentru plasamente pe piețele financiare, tendință reflectată de accentuarea declinului depozitelor bancare (ca urmare a nivelului scăzut al ratelor dobânzilor pasive), doar parțial atenuată de trendul ascendent al activelor sub forma acțiunilor listate la bursă, a titlurilor OPC și a polițelor de asigurare – categorii care sunt însă mult mai slab reprezentate în portofoliul financiar al populației⁹. În plus, plasamentele imobiliare, deja descurajate de creșterea exagerată a prețurilor în ultimii ani, au resimțit din plin efectul măsurilor adoptate de BNR în scopul limitării creditului pentru persoanele fizice, în special a celui în valută; deși a rămas deosebit de ridicată (circa 117 la sută, în termeni reali), dinamica anuală a creditelor noi pe termen lung acordate populației s-a redus la mai puțin de jumătate din nivelul consemnat în trimestrul III.

Reglementările BNR au temperat și apelul populației la credite bancare destinate cumpărării de bunuri durabile – în termeni

Creșterea consumului final al populației



Sursa: INS, calcule BNR

⁸ Definită prin activitatea de prelucrare, în cadrul gospodăriilor populației, a produselor de bază (din producția proprie sau cumpărate).

⁹ În anul 2005, depozitele bancare au reprezentat peste 58 la sută din valoarea totală a instrumentelor de economisire-investiții utilizate de populație, în timp ce ponderea cumulată a plasamentelor în acțiuni listate, fonduri mutuale și polițe de asigurare a fost de circa 20 la sută (potrivit unui studiu efectuat de UniCredit Group). În ceea ce privește evoluția depozitelor la termen nou constituite de persoanele fizice în trimestrul IV, variația în termeni reali a fost din nou negativă (-9 la sută, față de -7,1 la sută în intervalul precedent).

reali, ritmul anual al creditelor noi pe termen scurt și mediu acordate persoanelor fizice a scăzut de la 36,7 la sută în trimestrul III la 15,2 la sută în trimestrul IV¹⁰. Creditul acordat de băncile comerciale a constituit probabil unicul canal de atenuare a apetitului de consum, având în vedere faptul că segmentul finanțării nebankare (*leasing*, companii de credit specializate) nu pare să fi înregistrat o evoluție similară – afirmație susținută nu numai de semnalele din piață, ci și de persistența ritmului alert de creștere a volumului cifrei de afaceri provenind din vânzările de produse de folosință îndelungată (peste 27 la sută, nivel asemănător intervalului precedent). În aceste condiții, deși vânzările de bunuri de uz curent și-au majorat rata de creștere cu 2 puncte procentuale (până la circa 18 la sută), achizițiile de produse durabile au reprezentat și în trimestrul IV segmentul cel mai dinamic al comerțului cu amănuntul.

În ceea ce privește piața de proveniență a bunurilor de consum, trimestrul IV a continuat tendința consemnată în primele nouă luni ale anului, importurile aducându-și o contribuție crescândă la acoperirea cererii. Astfel, în timp ce dinamica ofertei autohtone a bunurilor de uz curent a pierdut din vigoare, iar cea aferentă bunurilor de folosință îndelungată (inclusiv autovehicule) a înregistrat, pentru prima oară în 2005, o inversare de semn¹¹, volumul importurilor de bunuri de consum pare să-și fi păstrat ritmul alert de creștere (detașându-se, și în trimestrul IV, indicele volumului fizic al importurilor de autoturisme – peste 140 la sută)¹².

Cererea de consum guvernamental

Cheltuielile administrației publice pentru consumul final s-au majorat cu 6,3 la sută; ritmul de creștere a fost mai alert față de trimestrul III – evoluție neanticipată, având în vedere efectul de bază asociat derulării alegerilor generale în ultima parte a anului 2004 și fluctuația nesemnificativă a dinamicii numărului de salariați din acest sector.

¹⁰ De menționat totuși faptul că împrumuturile pe termen mediu nu sunt destinate exclusiv consumului, ci pot fi contractate pentru efectuarea de investiții imobiliare (achiziții de terenuri, lucrări de reparații).

¹¹ Volumul cifrei de afaceri pentru producția industrială de bunuri de uz curent destinată pieței interne s-a majorat cu 5,6 la sută în trimestrul IV (9,9 la sută în intervalul anterior); ritmul de creștere corespunzător bunurilor durabile (exclusiv autovehicule) a coborât de la +12,7 la sută la -1 la sută, iar cel pentru autovehicule de la +4,8 la sută la -4,5 la sută (în privința acestei din urmă categorii, trebuie precizat însă că informația se referă la întreaga producție de mijloace de transport rutier, destinată atât consumului populației, cât și modernizării parcului auto al sectoarelor public și corporatist).

¹² În absența unor date statistice privind variația de volum a importurilor pe grupe de mărfuri, au fost efectuate calcule aproximative bazate pe valoarea și indicele valorii unitare pentru produsele cuprinse în Nomenclatorul Combinat (N.C.).

Evoluții bugetare

Conform așteptărilor, în trimestrul IV 2005, cheltuielile sectorului public au înregistrat o puternică expansiune, acestea constituind astfel un factor important de stimulare a cererii interne pe termen scurt. Impactul execuției bugetare asupra absorbției interne a fost cu atât mai important cu cât, spre deosebire de trimestrele anterioare, în acest interval ea s-a încheiat cu un sold negativ¹³, iar acesta a fost de aproape două ori superior celui consemnat în trimestrul IV al anului anterior (1,5 la sută din PIB față de 0,8 la sută din PIB). Astfel, anul 2005 s-a finalizat cu un deficit de 0,8 la sută din PIB, acesta situându-se, însă, cu 0,2 puncte procentuale sub valoarea programată, respectiv cu 0,4 puncte procentuale sub deficitul consemnat în 2004.

Creșterea cheltuielilor bugetare în trimestrul IV (cu 16,6 la sută în termeni reali față de perioada similară a anului 2004) nu a fost uniform repartizată de-a lungul intervalului; 46,5 la sută din volumul total al cheltuielilor s-a concentrat în decembrie, deficitul bugetar lunar atingând, astfel, nivelul record de 1,8 la sută din PIB. Relaxări substanțiale au consemnat în special cheltuielile materiale (38,2 la sută, comparativ cu 11,2 la sută în trimestrul III), precum și transferurile (24,6 la sută, față de o dinamică medie de 3,3 la sută în primele trei trimestre); la majorarea celor dintâi au contribuit în bună măsură alocațiile bugetare suplimentare destinate achitării datoriilor restante din sistemul asigurărilor sociale de sănătate. În schimb, ritmul de creștere a cheltuielilor de personal s-a redus la jumătate în raport cu media precedentelor trei trimestre (ajungând la 6,8 la sută), evoluție datorată și efectului de bază indus de majorările salariale din sectorul bugetar acordate în trimestrul IV 2004¹⁴. La rândul lor, plățile de dobânzi aferente datoriei publice și-au prelungit tendința pronunțată de scădere consemnată în intervalul anterior (-30,1 la sută), ca urmare a restrângerii volumului emisiunilor de titluri de stat, extinderii maturităților specifice și menținerii pe o traiectorie descendentă a ratelor de dobândă aferente. O comprimare accentuată au suferit și cheltuielile de capital (-12,3 la sută), reflectând reducerea resurselor publice alocate investițiilor, tendință care a caracterizat, de altfel, cea mai mare parte a anului 2005¹⁵.

¹³ În primele trei trimestre, execuția bugetară s-a finalizat cu surplusuri cuprinse între 0,1 la sută și 0,4 la sută din PIB.

¹⁴ În perioada menționată s-au majorat salariile personalului din învățământ (cu procente cuprinse între 13 și 38 la sută), precum și cele ale funcționarilor publici (cu 20 la sută).

¹⁵ În trimestrele II și III, cheltuielile de capital ale sectorului public au înregistrat scăderi anuale de 35,5 la sută, respectiv 6,7 la sută.

Veniturile bugetului general consolidat s-au majorat în trimestrul IV 2005 cu 7,9 la sută, accelerarea ușoară de ritm a creșterii acestora față de trimestrul precedent datorându-se îndeosebi dinamizării încasărilor din TVA (la 38,7 la sută, față de 25,4 la sută în intervalul anterior) și din taxe vamale (29 la sută), asociată creșterii alerte a consumului de bunuri și servicii și a importurilor. În schimb, viramentele din impozitul pe profit și cele din impozitul pe venit s-au diminuat cu 22,9 la sută, respectiv cu 12,9 la sută, față de perioada corespunzătoare a anului anterior, valoarea lor continuând să recepteze efectul introducerii cotei unice de impozitare.

1.1.2. Cererea de investiții

Similar intervalului anterior, formarea brută de capital fix a reprezentat componenta cea mai dinamică a cererii interne, însă sustenabilitatea acestui trend este discutabilă, în condițiile în care nivelul record al ritmului anual de creștere (21,3 la sută)¹⁶ s-a produs pe fondul manifestării unui efect de bază. De asemenea, nu trebuie ignorat faptul că intensificarea efortului investițional a fost în mare măsură determinată de lucrările de reconstrucție a regiunilor afectate de inundații – construcții noi (15,3 la sută) și reparații capitale (circa 16 la sută). În schimb, deși au continuat să se extindă cu o viteză ridicată (15,7 la sută), investițiile în utilaje realizate în trimestrul IV nu și-au modificat ritmul de creștere comparativ cu intervalul anterior.

Din punctul de vedere al modalității de finanțare, extinderea achizițiilor de utilaje (inclusiv mijloace de transport) s-a bazat atât pe consolidarea surselor proprii (în condițiile menținerii impactului favorabil al relaxării efortului fiscal în urma introducerii cotei unice de impozitare la 1 ianuarie 2005), cât și pe amplificarea finanțării bancare¹⁷, un accent sporit părând să fi fost acordat creditelor în lei (datorită, pe de o parte, reducerii ratelor dobânzii pentru această componentă, iar pe de altă parte, încetirii aprecierii monedei naționale față de principalele valute și comprimării severe a dinamicii ofertei bancare de credite în valută ca urmare a măsurilor restrictive adoptate de BNR; un argument suplimentar în favoarea acestei afirmații îl constituie scăderea reală cu 10,2 la sută înregistrată de soldul împrumuturilor externe în trimestrul IV).

Analiza investițiilor destinate re tehnologizării la nivelul principalelor sectoare economice nu relevă o ameliorare a aportului industriei, având în vedere evidenta încetinire a ritmului aferent

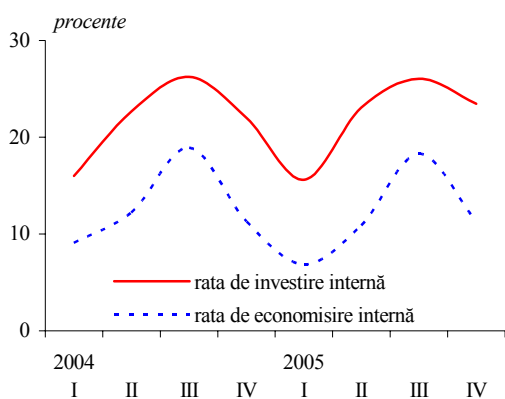
Investiții realizate

	Anii	variație anuală (%)			
		I	II	III	IV
Total	2004	7,2	12,0	18,1	1,7
	2005	5,8	10,7	13,0	17,5
- lucrări de construcții noi	2004	7,6	9,6	13,3	6,9
	2005	2,2	9,4	8,8	15,3
- utilaje	2004	14,9	26,4	38,4	5,5
	2005	9,6	12,8	15,7	15,7
- alte cheltuieli*	2004	-30,7	-40,2	-38,8	-37,6
	2005	-4,9	1,0	27,0	48,2

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

Sursa: INS

Rata de investire și rata de economisire



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

Sursa: INS, calcule BNR

¹⁶ Este cea mai mare valoare din perioada pentru care dispunem de serii trimestriale ESA95 (1999-2005).

¹⁷ Potrivit Centralei Riscurilor Bancare, dinamica anuală a creditelor pentru echipamente s-a accelerat cu 9,6 puncte procentuale față de trimestrul III, până la 27,8 la sută (variație reală).

surselor proprii de finanțare (sugerată de rezultatele modeste ale producției pe parcursul întregului an), dar și celor atrase (soldul creditelor contractate de la băncile românești s-a majorat doar cu 1,4 la sută în termeni reali – cel mai scăzut ritm din anul 2005¹⁸).

Evoluția în structură a achizițiilor de utilaje din punctul de vedere al pieței de proveniență a fost asemănătoare celei înregistrate în trimestrul III, fiind caracterizată prin posibila consolidare a poziției importurilor în detrimentul producției autohtone¹⁹.

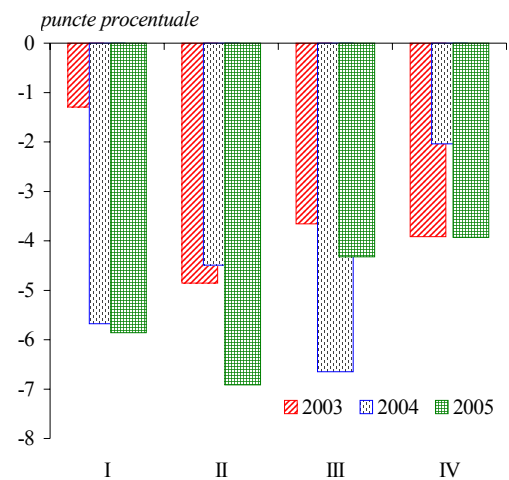
În pofida ritmului anual de excepție consemnat de componenta investițională în trimestrul IV, contribuția formării brute de capital la creșterea economică a fost de numai 2,5 puncte procentuale, în condițiile în care variația stocurilor și-a adâncit contribuția negativă la dinamica PIB în comparație cu trimestrul III (de la -1,8 la -2 puncte procentuale) – evoluție asociată restrângerii severe a rezervelor de produse agricole, ca urmare a producției vegetale slabe din anul 2005.

1.1.3. Cererea externă netă

În trimestrul IV 2005, menținerea tendinței de revigorare a exporturilor și menținerea ritmului anual de creștere a importurilor la nivelul mediu din primele trei trimestre ale anului au determinat ajustarea contribuției negative a cererii externe nete la creșterea PIB până la un nivel minim pentru acest an (-3,9 puncte procentuale). Evoluția pare să continue și în trimestrul I 2006, datele privind balanța comercială indicând o accelerare mai puternică a valorii exporturilor comparativ cu cea a importurilor.

Comparativ cu intervalul precedent, în trimestrul IV rata anuală de creștere a exporturilor de bunuri și servicii a acumulat încă 1,4 puncte procentuale, ajungând la 9,8 la sută. Intensificarea livrărilor pe piața externă s-a regăsit și în evoluția curentă,

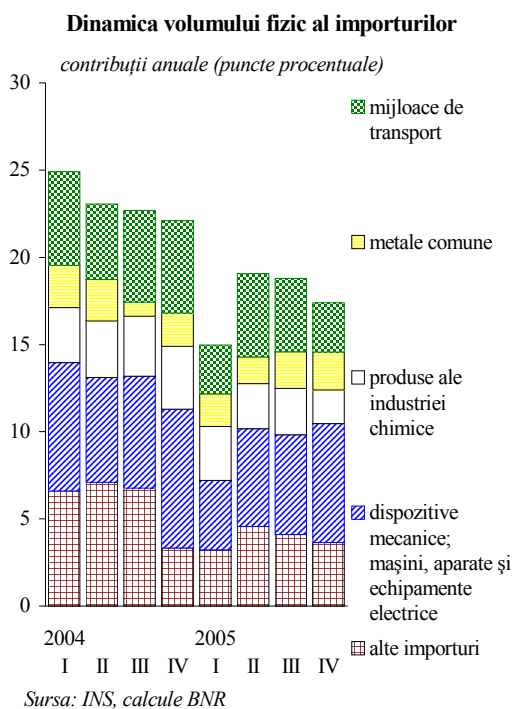
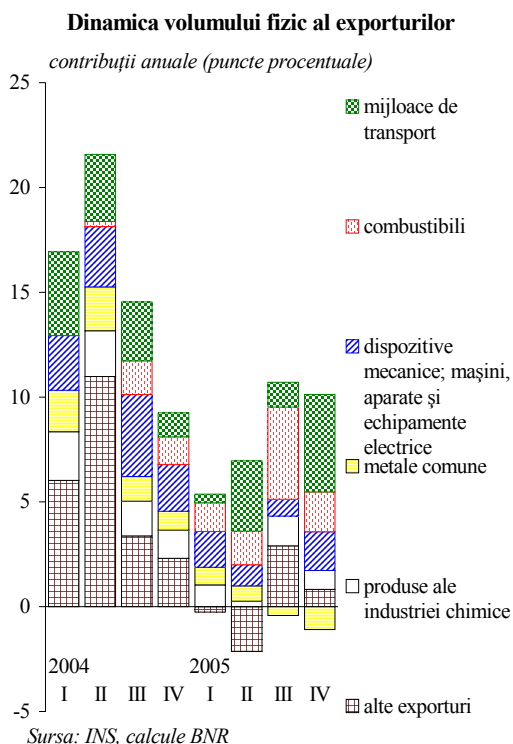
Contribuția cererii externe nete la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

¹⁸ Calculele utilizează baza de date a Centralei Riscurilor Bancare. Deși acest indicator include și creditele pe termen scurt, dar și pe cele destinate lucrărilor de construcții, considerăm că folosirea sa în analiza evoluției achizițiilor de utilaje din industrie nu alterează concluzia, având în vedere faptul că sectorul serviciilor, care concentrează peste 50 la sută din volumul împrumuturilor contractate de sectorul corporatist, a consemnat o dinamică a creditelor net superioară industriei (+32,8 la sută, în creștere cu 6,8 puncte procentuale față de ritmul din trimestrul III).

¹⁹ În trimestrul IV, dinamica anuală a volumului cifrei de afaceri corespunzătoare producției de bunuri de capital (inclusiv mijloace de transport) destinată pieței interne a coborât la 4 la sută (mai puțin de jumătate din nivelul trimestrului anterior); o încetinire a creșterii s-a observat și în cazul importurilor, însă de mai mică intensitate, astfel încât ritmul volumului fizic a depășit în continuare 20 la sută.



datele ajustate sezonier²⁰ indicând menținerea ritmului trimestrial la peste 3 la sută în ultimele trei luni ale anului. Referitor la performanțele de ordin calitativ, merită menționată preluarea de către grupa *dispozitive mecanice, mașini, aparate și echipamente electrice* a poziției principale în structura valorică a exporturilor (19,5 la sută), grupa *produse textile* trecând astfel pe locul al doilea (evoluție previzibilă, având în vedere concurența severă din partea țărilor asiatice la care a fost expusă industria ușoară românească în urma liberalizării, la începutul anului 2005, a pieței mondiale de profil).

În ceea ce privește importurile de bunuri și servicii, ritmul real de creștere s-a situat la un nivel apropiat celui din intervalul precedent (17,2 la sută). Cu toate acestea, în condițiile în care accelerarea înregistrată atât pe segmentul achizițiilor de mărfuri ale populației, cât și pe cel al investițiilor nu a fost însoțită de o evoluție similară a producției interne, este foarte probabil ca importurile să-și fi consolidat contribuția la acoperirea cererii, inclusiv a celei de bunuri utilizate în scop productiv – excepție au făcut produsele energetice, în cazul cărora creșterea ofertei destinate pieței autohtone a condus la restrângerea cu peste 5 la sută a necesarului din import²¹.

Comerțul exterior s-a caracterizat și în trimestrul IV printr-un grad ridicat de concentrare. În cazul exporturilor, întreaga creștere anuală a volumului fizic a fost susținută practic de numai trei grupe de mărfuri – dispozitive mecanice, mașini, aparate și echipamente electrice, mijloace de transport și produse minerale –, în timp ce aproape 80 la sută din dinamica reală a importurilor a fost generată de patru grupe de mărfuri: dispozitive mecanice, mașini, aparate și echipamente electrice, mijloace de transport, metale comune și produse ale industriei chimice.

1.2. Oferta

Similar celorlalte trimestre ale anului, în trimestrul IV creșterea PIB a fost erodată de declinul consemnat de valoarea adăugată brută din agricultură (-16,4 la sută), indus de condițiile meteorologice nefavorabile și de efectul de bază asociat producției remarcabile din anul 2004.

²⁰ Calcule BNR.

²¹ În timp ce în trimestrul IV volumul cifrei de afaceri corespunzătoare producției pentru piața internă a consemnat o nouă reducere în cazul grupeii *bunuri intermediare* (cu 9,5 la sută, față de perioada similară a anului anterior), dinamica aferentă segmentului *produse energetice* a revenit la o valoare pozitivă (4,7 la sută, după o întrerupere de 6 trimestre), atribuită, pe de o parte, intensificării efortului de constituire a stocului de gaze naturale pentru perioada de iarnă (necesarul a fost cu circa 10 la sută mai mare față de anul precedent), iar pe de altă parte, producției superioare de energie hidroelectrică datorită precipitațiilor abundente.

Chiar dacă industria a consemnat o ușoară dinamizare comparativ cu intervalul anterior, performanța acestui sector economic a rămas printre cele mai slabe din ultimii șapte ani (indicele de volum al valorii adăugate brute a fost de 101,7 la sută). Trenarea activității industriale poate fi în continuare asociată: (i) restrângerii considerabile a producției în sistem *lohn*; (ii) conjuncturii externe mai puțin favorabile (ca urmare a liberalizării comerțului cu produse textile, dar și a cererii mai scăzute pentru produse metalurgice și chimice); (iii) concurenței crescânde a importurilor competitive; (iv) restructurării sectorului minier.

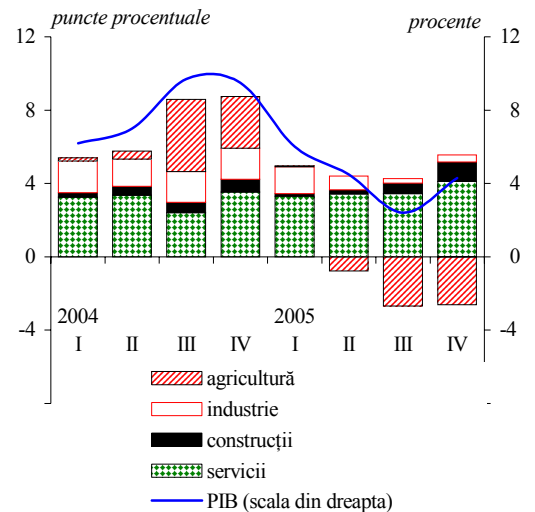
În construcții, valoarea adăugată brută s-a majorat cu 13,5 la sută, dinamică superioară cu 3,1 puncte procentuale celei din trimestrul III. Evoluția a fost susținută de toate cele trei tipuri de lucrări (rezidențiale, nerezidențiale, ingineresti), ultimul segment cunoscând însă cea mai intensă activitate (peste 25 la sută, ritm anual în creștere cu circa 8 puncte procentuale față de intervalul precedent), în contextul acțiunilor de înlăturare a efectelor inundațiilor.

Dinamizarea valorii adăugate brute aferente serviciilor (până la 9,2 la sută) s-a datorat în principal activităților de comerț cu amănuntul, telecomunicații, informatică, tranzacții imobiliare, hoteluri și restaurante, aceste segmente consemnând intensificări ale ritmului real de creștere a cifrei de afaceri până la niveluri cuprinse între 20 și 50 la sută.

2. Piața muncii

Începutul anului 2006 a consemnat o diminuare²² a presiunilor exercitate de condițiile existente pe piața muncii asupra costurilor de producție în industrie și a cererii de consum. Ajustarea în sens descendent a ratei anuale de creștere a salariului brut pe ansamblul industriei a determinat o tendință similară în variația costurilor unitare nominale cu forța de muncă, deși influența nu a fost vizibilă la nivelul tuturor ramurilor producătoare de bunuri de consum. Din perspectiva cererii, încetinirea ritmului anual aferent salariului net pe economie (datorată efectului de bază generat de introducerea cotei unice de impozitare în ianuarie 2005), precum și scăderea, în termeni anuali, a celorlalte componente ale venitului disponibil al populației au condus la comprimarea severă a dinamicii acestuia, cu impact moderator asupra consumului.

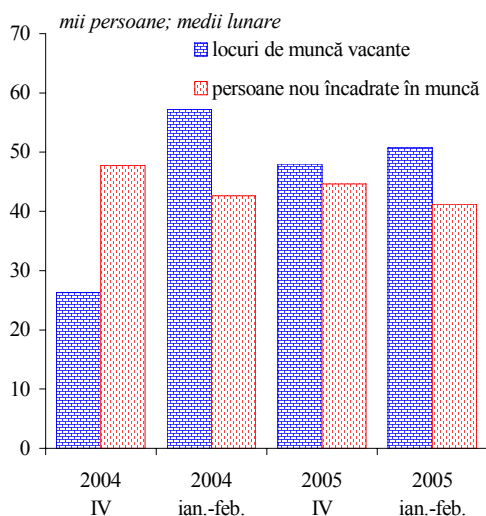
Contribuția principalelor componente ale ofertei la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

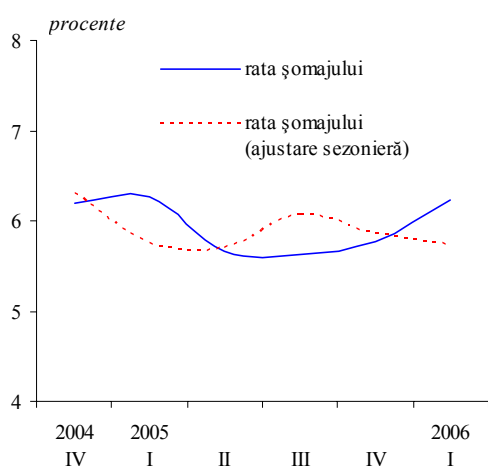
²² Comparativ cu trimestrul IV 2005.

Locuri de muncă vacante și ocuparea acestora



Sursa: ANOFM

Rata șomajului



Sursa: ANOFM, calcule BNR

2.1. Forța de muncă

Conform datelor statistice disponibile, tendința de reducere a cererii excedentare de forță de muncă, întreruptă în trimestrul IV 2005, s-a reluat în primele două luni ale anului 2006. Concluzia derivă din dinamica anuală negativă a locurilor de muncă vacante identificate de ANOFM și a angajărilor intermediare de această instituție (-11,2 la sută și respectiv -3,5 la sută). În plus, restrângerea necesarului de personal nu s-a limitat la încetinirea procesului de absorbție de forță de muncă, afectând și persoanele angajate – numărul de disponibilizări, îndeosebi al celor colective, a crescut față de aceeași perioadă a anului precedent. Mișcările la nivelul numărului de salariați sugerează că sectorul serviciilor a continuat să genereze noi locuri de muncă, iar întreprinderile industriale au luat măsuri suplimentare pentru restructurarea activității (inclusiv prin concedieri), în vederea restabilirii unui nivel adecvat al productivității muncii.

În pofida deteriorării consemnate la nivelul fluxurilor de șomer²³, în perioada ianuarie-februarie 2006, oferta de forță de muncă neocupată s-a menținut relativ redusă, fapt reflectat de: (i) numărul șomerilor ușor inferior celui din intervalul similar al anului 2005 și (ii) scăderea ratei șomajului ajustate sezonier (5,8 la sută) cu 0,1 puncte procentuale comparativ cu valoarea din trimestrul anterior. Această situație ar putea limita efectul de moderare a creșterilor salariale, efect ce ar trebui să apară ca urmare a relaxării presiunilor exercitate de cererea de forță de muncă.

2.2. Venituri

În trimestrele I-IV 2005, rata medie anuală de creștere a salariului brut pe economie s-a menținut înaltă, depășind 16 la sută în termeni nominali, cu toate că introducerea cotei unice de impozitare a determinat câștiguri suplimentare substanțiale la nivelul salariului mediu net (dinamica anuală a acestuia a fost superioară cu circa 7 puncte procentuale celei aferente salariului brut).

Primele date statistice referitoare la anul 2006²⁴ indică doar o reducere marginală a ritmului de creștere a salariului brut (15,9 la sută), în condițiile în care, deși majorarea salariului minim brut pe țară a fost limitată la 6,5 la sută (până la 330 RON), autoritățile au anunțat acordarea unor sporuri salariale de 11,3 la

²³ Scădere a numărului de ieșiri din rândul șomajului, concomitent cu o creștere a numărului de intrări.

²⁴ Perioada ianuarie-februarie 2006.

sută în sectorul bugetar (într-un procent de 5 la sută în februarie și respectiv 6 la sută în septembrie²⁵); alte posibile explicații pentru amplitudinea nesemnificativă a ajustării rezidă în dificultățile angajatorilor de a găsi personal calificat corespunzător, pe fondul menținerii unui nivel scăzut al șomajului, și în intensificarea anticipațiilor inflaționiste. Variația salariului nominal net a fost însă puternic influențată de efectul de bază datorat introducerii cotei unice de impozitare, dinamica anuală a acestuia scăzând cu 9,2 puncte procentuale față de cea din trimestrul IV 2005, până la 14 la sută.

La nivelul principalelor sectoare din economie, rata de creștere a salariilor din sectorul bugetar, deși a consemnat o decelerare, a continuat să fie cea mai alertă. În industrie însă, dinamica salariilor a revenit la valori inferioare mediei, prin inversarea tendinței de accelerare²⁶ vizibilă în trimestrele II-IV 2005.

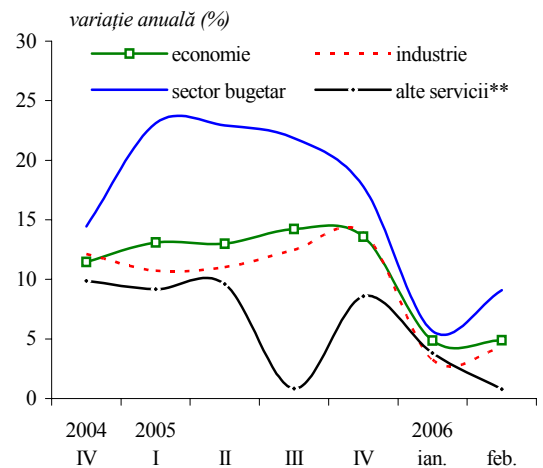
În urma revizuirii cifrelor privind productivitatea muncii pentru perioada ianuarie-noiembrie 2005 și a publicării datelor statistice pentru luna decembrie, analiza costurilor unitare nominale cu forța de muncă relevă validitatea concluziilor referitoare la trimestrul IV 2005 prezentate în *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2005. Astfel, dinamica anuală a acestor costuri pe ansamblul industriei s-a redus față de intervalul anterior (cu 2,6 puncte procentuale) datorită ameliorării productivității muncii, în principal în sectoarele extractiv și energetic și, în mai mică măsură, în industria prelucrătoare (în condițiile performanțelor divergente din ramurile producătoare de bunuri de consum). În perioada ianuarie-februarie 2006, tendința descendentă a ritmului aferent costurilor unitare cu forța de muncă s-a accentuat, însă de această dată determinantă a fost încetinirea creșterii anuale a salariilor brute cu 3,3 puncte procentuale comparativ cu cea din trimestrul IV 2005, câștigurile de productivitate a muncii având doar o contribuție minoră.

În industria prelucrătoare, rata anuală de creștere a costurilor unitare nominale cu forța de muncă a coborât la 6,8 la sută (nivel similar mediei), în parte ca urmare a ritmurilor negative sau în decelerare pronunțată înregistrate de unele ramuri producătoare de bunuri de consum (industria alimentară, industria mobilei, industria ușoară). Cu toate acestea nu poate fi ignorată persistența unor presiuni substanțiale asupra prețurilor de producție în industria de prelucrare a tutunului și industria ușoară, în care decalajele față de media sectorului urcă până la 17 puncte procentuale.

²⁵ Procentele exprimă variații față de luna anterioară.

²⁶ Tendință inoportună și nesustenabilă, de altfel, pe fondul rezultatelor nesatisfăcătoare și al perspectivelor incerte ale activității de producție.

Salariul net real*

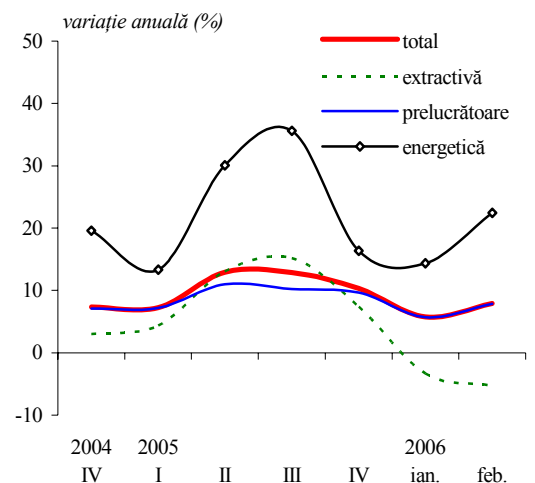


*) deflatat cu IPC

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

Sursa: INS, calcule BNR

Costul unitar cu forța de muncă în industrie



Sursa: INS, calcule BNR

Productivitatea muncii și salariul brut real în industrie

	variație anuală (%)						
	2004	2005				2006	
	IV	I	II	III	IV	ian.	feb.
Productivitatea muncii	13,7	7,6	3,2	3,7	7,0	7,9	7,0
Salariul mediu brut real*	3,8	1,0	2,3	5,4	6,6	3,3	2,8
Salariul mediu brut real**	2,1	5,0	13,8	16,5	15,9	6,3	6,4

*) deflatat cu indicele prețurilor producției industriale pentru piața internă

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

Sursa: INS, calcule BNR

Deși la nivel de ramură evoluțiile au rămas divergente, este important de semnalat că, pe ansamblul industriei prelucrătoare, ecartul dintre ritmul anual de creștere a productivității muncii și cel corespunzător salariilor brute (deflate cu IPPI pentru piața internă) a redevenit pozitiv (2,7 puncte procentuale) în intervalul ianuarie-februarie, după două trimestre consecutive cu valori negative. Merită, de asemenea, menționat decalajul pozitiv de 35,8 puncte procentuale din industria extractivă, rezultat al unor măsuri de eficientizare concretizate în câștiguri substanțiale de productivitate, dar și al conjuncturii existente pe segmentul de extracție a hidrocarburilor, care a permis operarea unor creșteri de preț net superioare majorărilor salariale acordate.

Pe partea cererii, datele rectificate indică pentru trimestrul IV 2005 o ușoară accelerare a dinamicii anuale a venitului disponibil²⁷ real al populației (datorată exclusiv evoluției veniturilor din străinătate). Această dinamică a cunoscut însă în perioada ianuarie-februarie 2006 o restrângere severă (-12,5 puncte procentuale comparativ cu ultimul trimestru al anului 2005), pe fondul decelerării ritmului aferent veniturilor din salarii și al scăderilor (în termeni anuali) înregistrate în cazul veniturilor din surse bugetare și extrabugetare și respectiv din străinătate.

3. Prețuri de import și prețuri de producție

În trimestrul IV 2005, procesul dezinflaționist s-a încetinit la nivelul prețurilor producției industriale pentru piața internă și s-a întrerupt pe segmentul produselor agricole, în acest ultim caz sub presiunea ritmurilor alerte de creștere a prețurilor legumelor; influența favorabilă a prețurilor de import s-a menținut, dar și-a redus sensibil contribuția comparativ cu intervalul anterior, în principal pe seama evoluției cursului de schimb. În trimestrul I 2006 s-au înregistrat întreruperea trendului descrescător al dinamicii anuale a prețurilor producției industriale și presiuni în creștere la nivelul prețurilor de import.

3.1. Prețurile de import

Prețurile de import au continuat să exercite o influență favorabilă asupra prețurilor interne, însă amplitudinea acesteia a fost mai redusă în trimestrul IV 2005, în principal datorită temperării ritmului de apreciere a monedei naționale față de

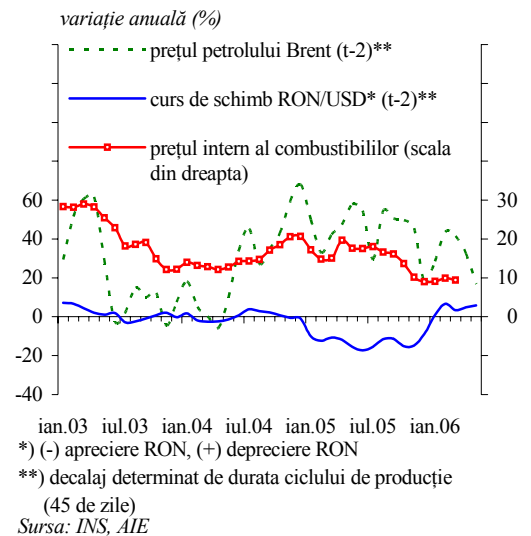
²⁷ Aproximat prin suma dintre veniturile totale din salarii (salariile nete ponderate cu numărul salariaților), cele provenind din surse bugetare și extrabugetare (asigurări sociale de stat, ajutor pentru șomaj, asigurări de sănătate), remiterile din munca în străinătate și transferurile curente private de la rezidenți.

principalele valute²⁸. Astfel, deflatorul importurilor de bunuri și servicii s-a menținut subunitar, dar valoarea acestuia a fost sensibil superioară celei aferente trimestrului III (98,1 la sută comparativ cu 92,2 la sută). Scăderea cursului de schimb a fost probabil singurul element de susținere a deflației consemnate, indicele valorii unitare a importurilor – în creștere de la 105,4 în trimestrul III la 106 în ultimele trei luni ale anului – sugerând o presiune sporită a prețurilor externe. Important de semnalat este faptul că o contribuție importantă la această evoluție a revenit unor grupe de produse cu pondere semnificativă în coșul de consum: produse vegetale; alimente, tutun și alcool; produse ale industriei chimice (în principal produse farmaceutice). Fără a exercita presiuni suplimentare comparativ cu trimestrul III, prețul produselor minerale (inclusiv combustibili) și al cărnii și-a păstrat ritmul înalt de creștere (42,4 respectiv 11,4 la sută), explicând în bună măsură dinamica ridicată a prețurilor externe.

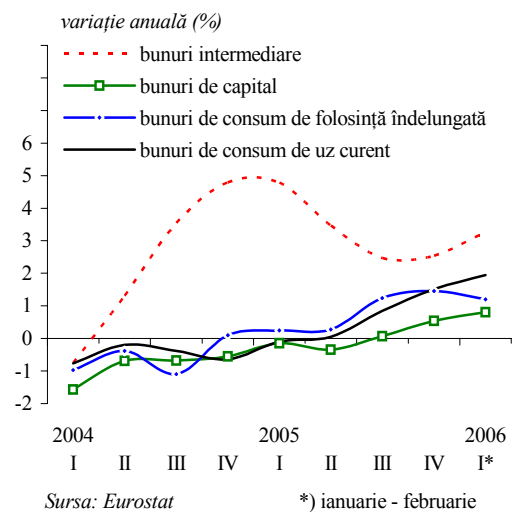
Mișcări de sens similar ale indicelui valorii unitare a importurilor s-au observat și pe relația cu Uniunea Europeană, chiar dacă nivelurile atinse sunt în acest caz mult mai modeste (1 la sută în trimestrul IV 2005, în creștere de la 0,1 la sută). Tendința de acumulare a unor presiuni inflaționiste este confirmată și de majorarea indicelui anual al prețurilor producției industriale a UE pentru piața externă (exclusiv construcții și energie) la 1,3 la sută, de la 0,9 la sută în intervalul precedent. Cele mai expuse segmente au fost cele ale bunurilor de capital și de consum²⁹, confruntate cu o majorare a cererii externe, susținută de dinamizarea activității economice la nivel mondial.

Presiuni în creștere din partea prețurilor externe relevă și datele disponibile pentru primul trimestru al anului 2006. În sfera produselor energetice, efectul pozitiv al relativei relaxări observate pe piața gazelor naturale³⁰ a fost practic anulat de accentuarea tensiunilor pe piața internațională a petrolului (deși dinamica anuală s-a menținut la nivelul trimestrului IV 2005, variația trimestrială indică o majorare consistentă a prețului în perioada curentă³¹). La nivelul produselor industriale importate din Uniunea Europeană se menține tendința ascendentă a ritmului de creștere a prețurilor din ultima parte a anului

Prețul petrolului și prețul combustibililor



Prețurile producției industriale pentru export în UE-25

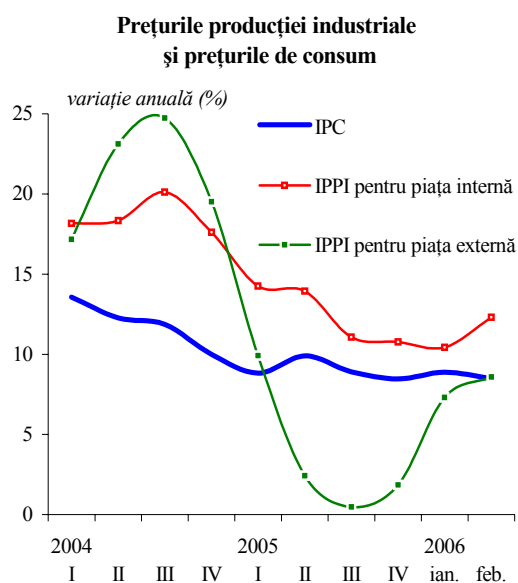


²⁸ 9,7 la sută față de euro și 0,8 la sută față de dolarul SUA în trimestrul IV 2005, comparativ cu 16,2 și respectiv 16 la sută în trimestrul III; rate anuale.

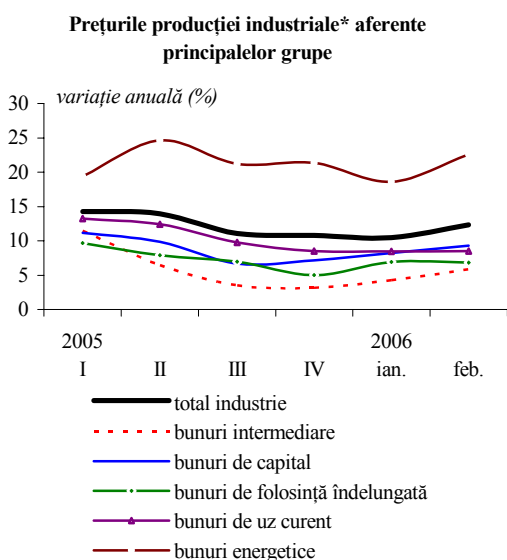
²⁹ Indicii de preț corespunzători celor două sectoare s-au majorat comparativ cu trimestrul III de 7,5 și respectiv 1,8 ori; totuși, în cazul bunurilor de capital, nivelul este încă sensibil subunitar.

³⁰ Variația anuală a prețului s-a redus cu 9 puncte procentuale față de intervalul anterior (până la 51,4 la sută), iar cea trimestrială cu 3,5 puncte procentuale (până la 10 la sută).

³¹ Impactul asupra prețurilor interne a fost limitat de faptul că parte din această majorare s-a produs în a doua jumătate a intervalului, urmând să fie resimțită probabil în trimestrul II.



Sursa: INS



* pentru piața internă

Sursa: INS

anterior, media sectorului prelucrător majorându-se în perioada ianuarie-martie 2006 cu încă 0,4 puncte procentuale, până la 2,1 la sută; deși pentru toate cele trei categorii de bunuri (intermediare, de capital, de consum) dinamica anuală a prețurilor a suportat variații pozitive considerabile, cele mai afectate au fost de această dată bunurile intermediare. Continuarea tendinței de apreciere nominală a monedei naționale a constituit însă și în trimestrul I 2006 un factor de contracarare a impactului negativ al acestor evoluții asupra prețurilor interne.

3.2. Prețurile de producție

3.2.1. Prețurile producției industriale

Decelerarea de ritm anual observată la nivelul prețurilor producției industriale pentru piața internă pe parcursul precedentelor patru trimestre a continuat și în intervalul octombrie-decembrie 2005, dar s-a redus la numai 0,3 puncte procentuale (până la 10,8 la sută), pe fondul unor evoluții divergente la nivelul principalelor grupe.

Deși de mică amploare, o inversare de tendință comparativ cu trimestrul III 2005 s-a consemnat pe segmentul bunurilor de capital (+0,5 puncte procentuale, până la 7,2 la sută) și poate fi explicată, în principal, prin temperarea ritmului de apreciere a monedei naționale în raport cu euro, având în vedere că traiectoria la nivelul grupei a fost impusă de ramura mijloacelor de transport rutier, unde prețul produselor se exprimă, în general, în euro.

În pofida detensionării pieței mondiale a petrolului, variația anuală a prețurilor bunurilor energetice livrate pieței interne s-a menținut practic la nivelul consemnat în trimestrul anterior (21,4 la sută), influența pozitivă venită din partea industriei de prelucrare a țițeiului (decelerare de ritm de 4,1 puncte procentuale față de media trimestrului anterior) fiind anulată de evoluția de sens contrar înregistrată de ramura de extracție a hidrocarburilor (+3,7 puncte procentuale), posibil pe seama volumului mai mare de investiții în activitatea de foraj realizat în această perioadă de principalul operator – SNP Petrom³².

Cele mai importante segmente din perspectiva coșului de consum – grupa bunurilor de uz curent și cea a bunurilor de folosință îndelungată – au continuat să-și reducă ritmul anual de creștere a prețurilor de producție (cu 1,2 puncte procentuale și respectiv cu 2 puncte procentuale), un factor explicativ fiind

³² Aproximativ 31 la sută din volumul investițiilor în activitatea de exploatare și producție programate de SNP Petrom în anul 2005 s-au efectuat în trimestrul IV, comparativ cu 9,8 la sută în trimestrul III.

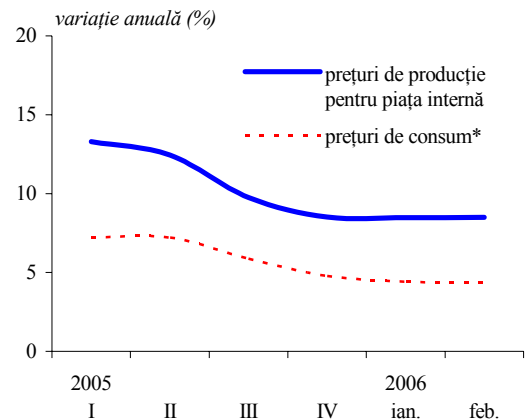
slăbirea dinamicii cererii interne, care a fost deosebit de severă în cel de-al doilea caz³³. Pe de altă parte, aportul favorabil venit din partea costurilor cu materiile prime pare să se restrângă³⁴, în timp ce costurile unitare cu forța de muncă indică presiuni în creștere la nivelul unor ramuri industriale importante³⁵. În trimestrul IV 2005, decalajul dintre prețurile de producție și cele de consum corespunzătoare bunurilor de uz curent³⁶ s-a diminuat la 3,7 puncte procentuale (comparativ cu 3,9 puncte procentuale în trimestrul anterior).

Primul trimestru al anului 2006 ar putea consemna întreruperea trendului dezinflaționist, pe fondul acumulării de noi tensiuni la nivelul segmentului de extracție a hidrocarburilor și al manifestării la nivelul prețurilor a scumpirii utilităților și a presiunilor de pe piețele externe ale unor materii prime observate încă din trimestrul IV 2005³⁷.

3.2.2. Prețurile producției agricole

În trimestrul IV 2005, dinamica anuală a prețurilor produselor agricole a devenit pozitivă (+2,3 la sută față de perioada similară din anul anterior), exclusiv pe seama segmentului producției vegetale (+1,2 la sută, comparativ cu -14,3 la sută în trimestrul III). Deși cerealele au continuat să se ieftinească (cu până la 38,8 la sută), prețurile legumelor au crescut cu până la 32,6 la sută față de perioada similară din anul anterior, ca urmare a șocului negativ de ofertă generat de condițiile meteorologice nefavorabile. Presiuni în creștere relevă și evoluțiile din perioada curentă, prețul produselor agricole

Prețurile aferente bunurilor de uz curent



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

Sursa: INS, calcule BNR

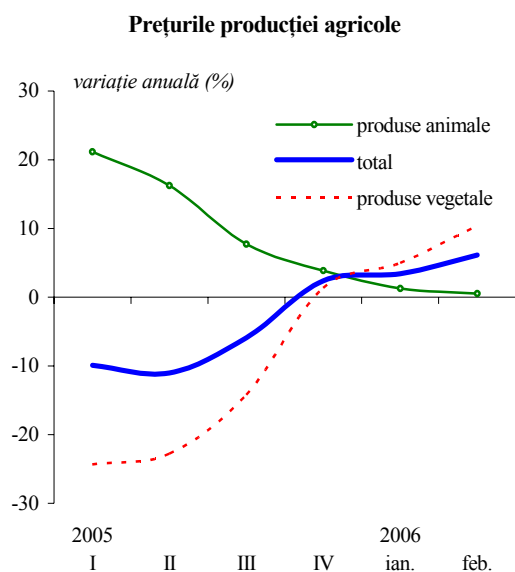
³³ Dinamica medie anuală a cifrei de afaceri pentru piața internă la nivelul grupei bunurilor de folosință îndelungată a coborât de la +26,2 la sută în trimestrul II la -1 la sută în trimestrul IV 2005.

³⁴ În principal din partea celor achiziționate de pe piața externă; a se vedea secțiunea 3.1. *Prețurile de import*.

³⁵ Variația medie anuală a costurilor unitare nominale cu forța de muncă a înregistrat creșteri importante în industria textilă (+19,7 puncte procentuale, până la 34,6 la sută) și în cea a mobilei (+27,7 puncte procentuale, până la 15,4 la sută); la nivelul altor ramuri, deși ritmurile anuale s-au redus comparativ cu trimestrul anterior, valorile rămân ridicate (industria alimentară: 12,2 la sută, industria confecțiilor: 14,2 la sută, industria pielăriei: 28,2 la sută).

³⁶ Pentru a determina relația dintre prețurile de producție și cele de consum aferente bunurilor de uz curent au fost eliminate din mărfurile alimentare și nealimentare incluse în coșul de consum următoarele poziții: legume, fructe, produse de uz casnic, produse cultural-sportive, combustibili, energie electrică, gaze și încălzire centrală și alte mărfuri nealimentare.

³⁷ Conform statisticilor Fondului Monetar Internațional, în trimestrul IV 2005 indicele prețului metalelor și-a accelerat dinamica anuală cu 4 puncte procentuale față de trimestrul anterior (până la 29,7 la sută), iar prețul bumbacului a crescut cu 14,1 la sută (comparativ cu -1,9 la sută în trimestrul III 2005). Primele două luni ale anului 2006 relevă consolidarea acestor tendințe.



crescând cu 10,5 la sută față de trimestrul III 2005, iar cel al produselor vegetale cu 13,1 la sută.

În ceea ce privește prețul produselor animale, ritmul anual a continuat să se reducă (până la 3,8 la sută), plasându-se cu 3,8 puncte procentuale sub media trimestrului anterior; cu excepția ouălor (care au revenit la trend ascendent), toate celelalte grupe și-au consolidat evoluția descendentă anterioară. Dominante au fost influențele exercitate de segmentul cărnii de porc și al celei de pasăre, dinamica anuală a prețurilor devenind în primul caz negativă (-3,2 la sută), iar în cel de-al doilea reducându-se cu 11,7 puncte procentuale (până la 9,2 la sută). Cei mai importanți factori explicativi au fost concurența importurilor și respectiv surplusul de ofertă internă în condițiile reducerii vitezei de creștere a cererii.

Trendul ascendent pe care s-au înscris prețurile unor produse agricole se menține, datorită presiunilor venite din partea prețurilor legumelor și fructelor și a atenuării treptate a aportului favorabil al prețului cerealelor. În ceea ce privește segmentul produselor animale, nu sunt previzibile tensiuni care să conducă la inversări de situație comparativ cu trimestrul IV 2005.

IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

În primul trimestru al anului 2006 BNR a continuat să întărească politica monetară, majorând cu 1 punct procentual rata dobânzii de politică monetară și sporind fermitatea controlului monetar. La relativa înăsprire a condițiilor monetare în sens larg au mai contribuit în acest interval revenirea cursului de schimb leu/euro pe un trend descendent, aplicarea, cu începere din 24 ianuarie, a deciziei de majorare la 35 la sută a ratei RMO aferente pasivelor în valută, precum și manifestarea efectelor măsurilor cu caracter prudențial și administrativ implementate de banca centrală în a doua parte a anului 2005. Pentru a consolida trendul de creștere a restrictivității condițiilor monetare, BNR a operat spre finele trimestrului o nouă majorare a ratei RMO aferente pasivelor în valută.

Procesul de întărire a politicii monetare inițiat de banca centrală în noiembrie 2005 a continuat în trimestrul I 2006, CA al BNR adoptând și implementând în această perioadă decizii menite să crească restrictivitatea condițiilor monetare în sens larg și, implicit, să asigure înscrierea dezinflației pe traiectoria programată. Astfel, în luna februarie BNR a majorat la 8,5 la sută rata dobânzii de politică monetară și a continuat să potențeze impactul acestei variabile asupra pieței financiare prin creșterea fermității procesului de sterilizare a excedentului de lichiditate din sistem; în plus, banca centrală a majorat la 40 la sută rata RMO aferentă pasivelor în valută ale instituțiilor de credit, măsura fiind aplicată începând din 24 martie 2006. Totodată, BNR a decis să mențină în vigoare măsurile prudențiale de temperare a expansiunii creditului neguvernamental – în special a componentei sale în valută – și și-a declarat intenția de a accelera implementarea legislației de reglementare a activității de creditare a instituțiilor financiare nebancale.

Creșterea restrictivității politicii monetare în primele două luni ale anului a fost motivată, în primul rând, de necesitatea temperării ritmului de creștere a cererii agregate, în special a dinamicii consumului populației, care se profila a rămâne, cel puțin pe termen scurt, un factor major de alimentare a inflației. Hotărârea de a imprima o restrictivitate sporită condițiilor monetare a fost ferm reiterată de banca centrală în luna martie, ca reacție la amplificarea peste așteptări a excedentului de

cerere în trimestrul IV 2005, precum și la conturarea în aceste circumstanțe a posibilității prelungirii orizontului de timp necesar eliminării *gap*-ului pozitiv al PIB, și în consecință, a presiunilor inflaționiste ale acestuia. Preocuparea BNR pentru creșterea surplusului de cerere a fost sporită de faptul că aceasta s-a produs în pofida continuării manifestării efectelor adverse ale șocurilor ofertei asupra dinamicii PIB, ceea ce a amplificat potențialul inflaționist al tiparului creșterii economice. Similar trimestrului anterior, doar o parte din potențialele presiuni inflaționiste ale ritmului alert de creștere a principalelor componente ale cererii interne au fost neutralizate prin amplificarea variației negative a stocurilor și prin adâncirea deficitului balanței comerciale.

Cea mai însemnată contribuție la dezvoltarea acestor presiuni și-a adus-o componenta privată a consumului, în condițiile în care, deși expansiunea ei a înregistrat o ușoară temperare (atribuibilă, în principal, restrângerii autoconsumului și a consumului de bunuri aferent industriei casnice), dinamica anuală a volumului achizițiilor de bunuri ale populației a depășit-o pe cea din trimestrul III (vezi cap. III. *Evoluții ale activității economice*). În plus, evoluțiile înregistrate în primele luni ale anului 2006 de indicatori statistici relevanți au pus în evidență prelungirea exuberanței consumului, precum și riscul persistenței acesteia în perioada următoare. Astfel, în pofida reducerii ritmului de creștere a veniturilor disponibile ale acestui segment, volumul cifrei de afaceri a întreprinderilor cu activitate principală de comerț cu amănuntul (cu excepția comerțului cu autovehicule și motocicletele) a consemnat în perioada ianuarie-februarie 2006 o accelerare puternică de ritm; aceasta s-a corelat, însă, cu reluarea în acest interval a tendinței de deteriorare a economisirii bancare nete a populației.

Din această perspectivă, decizia de întărire a politicii ratei dobânzii a fost justificată de necesitatea temperării ritmului tot mai alert de creștere a creditului în monedă națională; accelerarea creșterii acestei categorii de împrumuturi acordate persoanelor fizice a contrabalansat reculul relativ suferit de dinamica creditelor în valută, determinând reînscriserea ritmului anual de creștere a creditelor totale ale acestui segment pe o pantă ascendentă. Amplificarea cererii de împrumuturi în lei a populației a fost stimulată de ameliorarea sensibilă a condițiilor impuse de instituțiile de credit la acordarea de credite, ca reacție a acestora la întetșirea puternică a concurenței din sistemul bancar; aceasta s-a concretizat atât în practicarea unor scăderi agresive ale ratelor dobânzilor, cât și în lansarea de noi oferte promoționale sau, respectiv, în prelungirea valabilității celor oferite în perioada sărbătorilor de iarnă, potențialii clienți beneficiind de perioade extinse de grație, precum și de majorarea plafoanelor de creditare, în paralel cu prelungirea

duratei de acordare a împrumuturilor. Sub influența acestor factori, ritmul anual de creștere în termeni reali a fluxului creditelor noi în monedă națională ale populației s-a accelerat puternic, nivelul său mediu atingând, în primele două luni ale anului, 250,2 la sută (comparativ cu 163,4 la sută în trimestrul IV 2005); concomitent, rata medie anuală de creștere reală a soldului acestor împrumuturi a urcat de la 62,5 la 83,9 la sută. În schimb, creditele în valută acordate populației au continuat să-și tempereze dinamica, receptând impactul măsurilor adoptate anterior de BNR; fluxul mediu lunar al acestei categorii de împrumuturi (exprimat în euro) s-a menținut la valori inferioare celor din perioada similară a anului precedent, consemnând, totodată, o ușoară scădere față de trimestrul IV 2005.

Creșterea ratei dobânzii de politică monetară a mai fost necesară și pentru a stopa tendința de erodare a cererii de monedă națională destinată economisirii, în condițiile în care în ultimele luni randamentele oferite pentru depozitele la termen ale persoanelor fizice au fost mai degrabă volatile, neputând fi încă detectată o tendință clară de urcare a acestora. În aceste condiții, majorarea din decembrie a ratei anuale de creștere a soldului economiilor populației s-a dovedit a fi un fenomen izolat, ea fiind succedată de o tendință de scădere a dinamicii în termeni reali a acestor depozite (de la 15,6 în trimestrul IV 2005 la 10,5 la sută în lunile ianuarie-februarie 2006). În schimb, sporul anual al plasamentelor bancare în devize ale persoanelor fizice (exprimate în euro) s-a menținut la valori relativ înalte, preferința populației pentru această formă de economisire continuând să resimtă influența deprecierei leului din ultima parte a anului 2005.

Similar perioadelor precedente, întărirea politicii monetare a vizat și atenuarea impactului șocurilor prezente și viitoare pe partea ofertei, constând cu precădere în ajustări de prețuri administrate, dar și în posibile creșteri ale prețurilor volatile. În primul trimestru al anului, cele mai semnificative corecții aplicate de autorități au constat în majorările de prețuri la gazele naturale și energie electrică cu 17,2, respectiv 1,9 la sută (în luna ianuarie), ele având ca efect întreruperea temporară a trendului descendent al ratei anuale a inflației (aceasta urcând la 8,9 la sută). La producerea acestui puseu au contribuit și creșterile prețurilor volatile, ce au continuat să reflecte impactul scăderii producției agricole din anul 2005. În lunile ce au urmat, rata anuală a inflației și-a reluat însă coborârea, nivelul atins de aceasta în martie (8,4 la sută) plasându-se cu 0,2 puncte procentuale sub cel din luna decembrie și cu 0,7 puncte procentuale sub proiecția prezentată în *Raportul asupra inflației* din luna februarie. Cu toate acestea, apariția unor indicii ale deteriorării anticipațiilor inflaționiste ale producătorilor, dar și ale mediului financiar a constituit o motivație suplimentară a deciziilor de înăsprire a condițiilor monetare.

Întărirea politicii monetare s-a realizat în prima parte a trimestrului prin creșterea fermității controlului monetar, BNR continuând să recurgă preponderent la operațiuni de piață (depozite pe o lună și certificate de depozit) în scopul absorbirii excedentului de lichiditate; în aceste condiții, apelul băncilor la facilitatea de depozit s-a redus până la valori ne semnificative, relativ similare celor consemnate în mod tradițional, iar rata medie a dobânzii plasamentelor băncilor la BNR și-a menținut panta ascendentă.

În vederea consolidării acestei traiectorii, banca centrală a majorat în luna februarie cu 1 punct procentual rata dobânzii de politică monetară, aceasta fiind stabilită la nivelul de 8,5 la sută. Concomitent, autoritatea monetară a sporit treptat rolul deținut de principalul său instrument de politică monetară - depozitele pe termen de o lună – în cadrul operațiunilor de sterilizare, soldul mediu al acestora ajungând să reprezinte, în martie, circa 62 la sută din soldul mediu lunar al plasamentelor băncilor la BNR. Eficacitatea controlului monetar a fost sporită și prin standardizarea frecvenței organizării de către banca centrală a licitațiilor de depozite (o dată pe săptămână). În aceste condiții, rata medie a dobânzii aferente plasamentelor băncilor la BNR și-a continuat creșterea, imprimând o tendință similară randamentelor pieței interbancare.

Trendul ascendent al ratelor dobânzilor pieței monetare s-a suprapus unei perioade caracterizate, în general, printr-o creștere a interesului investitorilor internaționali pentru extinderea pozițiilor pe piețele financiare ale Europei Centrale și de Est (vezi subsecțiunea 2.2. *Cursul de schimb și fluxurile de capital*), ceea ce s-a materializat în reamplificarea intrărilor de capital pe termen foarte scurt pe piața autohtonă. Volumul mediu al tranzacțiilor derulate de rezidenți pe piața valutară interbancară în perioada ianuarie-martie 2006 a ajuns să-l devanseze de aproape 1,7 ori pe cel din trimestrul IV 2005, astfel încât, în pofida deteriorării abrupte consemnate de soldul balanței comerciale, moneda națională a reînceput chiar din ianuarie să se aprecieze în termeni nominali față de euro, contribuind la relativa înăsprire a condițiilor monetare.

Pentru a contrabalansa impactul stimulativ al evoluției cursului de schimb al leului în raport cu euro asupra creditului în valută, precum și pentru a consolida efectul restrictiv asupra dinamicii acestuia al măsurilor prudențiale și administrative adoptate anterior, CA al BNR a decis în februarie efectuarea unei noi majorări (de la 35 la 40 la sută) a ratei RMO aferente pasivelor în valută ale băncilor, această măsură urmând a fi aplicată începând cu perioada 24 martie-23 aprilie 2006.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Majorarea ratei dobânzii de politică monetară și sporirea fermității controlului monetar au determinat consolidarea trendului ascendent al ratelor dobânzilor pieței interbancare; la rândul său, cursul de schimb și-a inversat traiectoria, moneda națională acumulând în primul trimestru o apreciere nominală substanțială față de euro. Creditul neguvernamental și-a accelerat creșterea începând din ianuarie, redevinând principalul determinant al expansiunii monetare; lichiditatea din economie și-a moderat însă dinamica, în special pe fondul dispărării efectului de bază indus de privatizarea SNP Petrom.

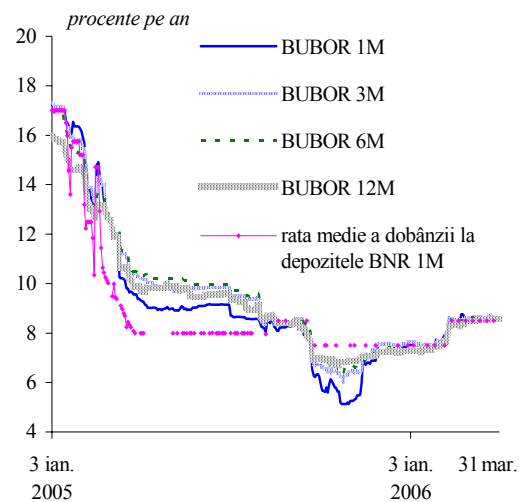
2.1. Ratele dobânzilor

Majorarea ratei dobânzii de politică monetară și continuarea sterilizării substanțiale a excedentului de lichiditate de pe piața monetară interbancară prin intermediul operațiunilor de piață au consolidat traiectoria ascendentă a ratelor dobânzilor aferente tranzacțiilor interbanci, determinând totodată îngustarea ecartului acestora față de randamentele oferite de depozitele pe termen de o lună ale BNR. Pe ansamblul perioadei, rata medie a dobânzii aferente depozitelor interbancare a crescut cu 2,9 puncte procentuale față de valoarea înregistrată în trimestrul IV 2005, situându-se la nivelul de 6,5 la sută.

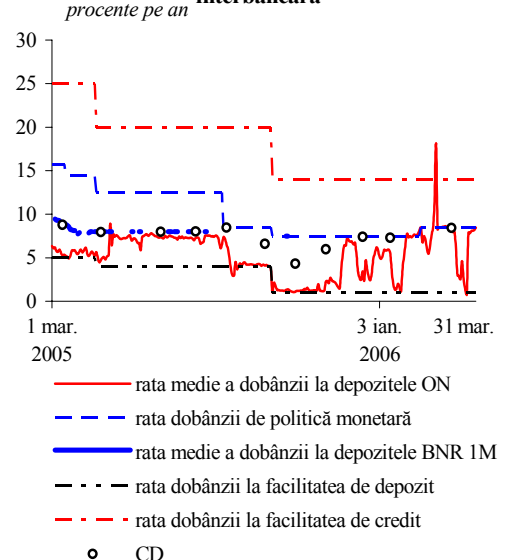
Evoluția randamentelor plasamentelor interbancare nu a fost însă uniformă. Astfel, în prima parte a intervalului acestea s-au caracterizat printr-o accentuare a volatilității, provocată de amplificarea sezonieră a variațiilor factorilor autonomi ai lichidității, dar și de persistența incertitudinilor privind atât momentul organizării licitațiilor de depozite, cât și volumul de lichiditate alocat acestora de BNR; în aceste condiții, în luna ianuarie ratele dobânzilor au consemnat doar o ușoară urcare, menținându-se la o distanță relativ amplă față de rata dobânzii de politică monetară (2,7 puncte procentuale). O ajustare ascendentă substanțială (+3,7 puncte procentuale) s-a produs însă în februarie, când majorarea ratei dobânzii de politică monetară, creșterea fermității controlului lichidității – prin sporirea rolului operațiunilor de piață, îndeosebi a depozitelor, în drenarea excedentului de lichiditate –, dar și efectuarea de absorbții mari de lichiditate de către Trezorerie au propulsat randamentul depozitelor interbancare la un nivel mediu de 8,46 la sută.

Începând cu a doua jumătate a trimestrului, evoluția ratelor dobânzilor a fost influențată și de decizia BNR de a standardiza frecvența licitațiilor de atragere a depozitelor pe termen de o lună (săptămânal, în ziua de luni). Dificultățile inerente cu care s-au confruntat băncile în procesul de adaptare a managementului

Rata dobânzii la depozitele atrase de BNR și ratele BUBOR



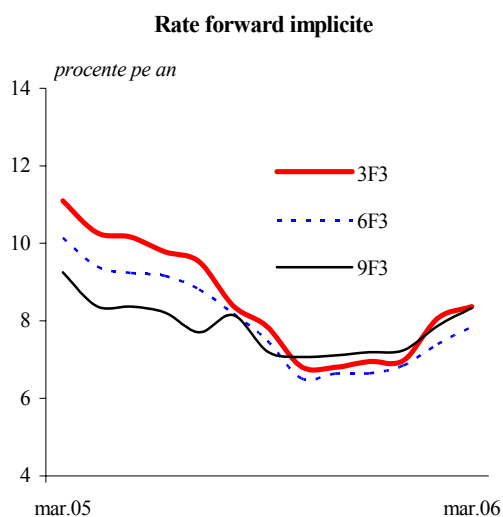
Ratele dobânzilor pe piața monetară interbancară



lichidității la această schimbare au avut ca rezultată producerea unor fluctuații extrem de ample ale parametrilor de cantitate și preț ai pieței interbancare; tranzacțiile au căpătat temporar și un pronunțat caracter speculativ, randamentele depozitelor ON străpungând sporadic³⁸, în ultima decadă a lunii februarie, plafonul coridorului delimitat de facilitățile permanente³⁹ ale băncii centrale. Ulterior însă, pe fondul creșterii excesive a prudenței operatorilor în gestionarea resurselor, randamentele depozitelor interbancare ON s-au redus puternic, coborând ocazional chiar sub nivelul de 1,0 la sută oferit de facilitatea de depozit.

În acest context, pe ansamblul trimestrului, ratele dobânzilor depozitelor ON au consemnat o volatilitate superioară celei din trimestrul precedent; concomitent, s-a înregistrat o lărgire semnificativă a plajei de variație a valorilor medii zilnice ale acestora (de la 1,1-7,3 la 0,8-18,1).

Curba randamentelor BUBOR (1M-12M) și-a stopat scăderea⁴⁰, glisând în martie pe un palier cu 1,2 puncte procentuale superior celui consemnat în luna decembrie; panta acesteia s-a menținut însă negativă, sugerând anticiparea reducerii ratelor dobânzilor în perioadele următoare. Și cotațiile pe scadențele inferioare (ON și 1W) s-au majorat, valoarea lor medie din luna martie depășind-o cu 1,22 puncte procentuale pe cea din decembrie. În consecință, diferențialul dintre mediile lunare BUBOR 12M – BUBOR ON s-a menținut relativ constant în raport cu luna decembrie, indicând conservarea nivelului primei de risc. În schimb, distanța dintre ratele BUBOR ON și randamentele efective ON s-a comprimat cu 0,5 puncte procentuale (până la 90 de puncte de bază), ca efect al diminuării relative a incertitudinii operatorilor pieței și al atenuării amplitudinii influenței factorilor autonomi ai lichidității.



Ratele *forward* implicite (calculate pe baza cotațiilor din luna martie) indică o ușoară încetinire a trendului descendent al randamentelor interbancare în următoarele trei luni; nivelul anticipat al ratei BUBOR 3M pentru luna iunie 2006 este de 8,4 la sută (cu 0,3 puncte procentuale inferior celui actual). Potrivit acestor cotații, BUBOR 3M este anticipată să scadă mai rapid în septembrie (-0,8 puncte procentuale față de martie), dar să revină în decembrie la nivelul din iunie.

Similar trimestrului precedent, piața primară a titlurilor de stat a fost lipsită de activitate, MFP anulând două licitații de

³⁸ Valoarea maximă a ratelor dobânzilor ON a fost de 29,5 la sută.

³⁹ După o pauză de 9 luni, facilitatea de creditare a fost reacesată în luna februarie, utilizarea sa având însă și un caracter speculativ.

⁴⁰ Contrar predicțiilor ratelor *forward* implicite calculate pe baza cotațiilor din decembrie.

certIFICATE de trezorerie⁴¹ programate a se derula în lunile februarie și martie (conform calendarului orientativ comunicat la finele anului anterior). În acest interval, valoarea titlurilor de stat ajunse la maturitate s-a situat la un nivel foarte redus (20 milioane RON), iar execuția bugetară a generat disponibilități semnificative în contul general al Trezoreriei.

Un comportament mai puțin obișnuit au avut ratele medii ale dobânzilor practicate de bănci pentru creditele și depozitele noi oferite clienților nebancari neguvernamentali, acestea înregistrând, în perioada decembrie 2005-februarie 2006, mișcări de sens contrar; astfel, rata medie a dobânzii aferente creditelor a scăzut cu 1,1 puncte procentuale, în timp ce randamentul mediu oferit pentru depozitele la termen a crescut cu 0,9 puncte procentuale. Aceste evoluții au reflectat, pe de o parte, impactul măsurilor de creștere a restrictivității politicii monetare, și, pe de altă parte, înțepirea concurenței din sistemul bancar, respectiv creșterea agresivității strategiilor unor instituții de credit în vederea extinderii cotelor de piață.

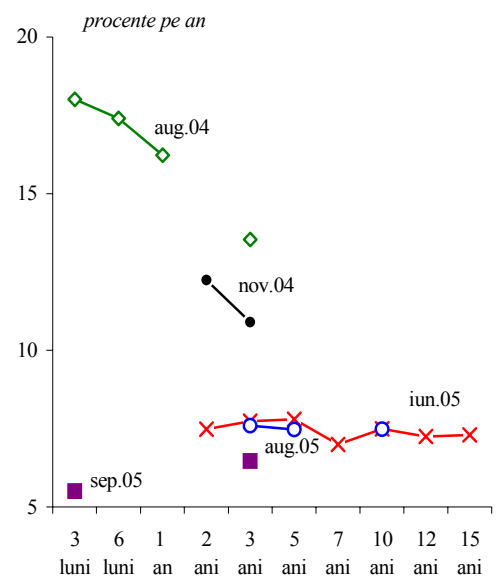
Traectoria ratelor dobânzilor nu a fost însă simetrică nici din perspectiva principalelor segmente ale clientelei instituțiilor de credit. Astfel, declinul ratei medii a dobânzii percepute în cazul noilor împrumuturi acordate persoanelor fizice a fost stopat în februarie, când aceasta a consemnat o creștere de 1,4 puncte procentuale; în schimb, segmentul *corporate* a beneficiat de conservarea de-a lungul perioadei a trendului descendent al ratelor dobânzilor la credite, nivelul mediu al acestora reducându-se în februarie cu 1,3 puncte procentuale față de luna noiembrie. Evoluții similare, dar de sensuri opuse, s-au consemnat în cazul randamentelor oferite pentru depozitele la termen, majorarea acestora prelungindu-se – în cazul plasamentelor efectuate de persoanele fizice – doar pe durata primelor două luni ale intervalului analizat.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

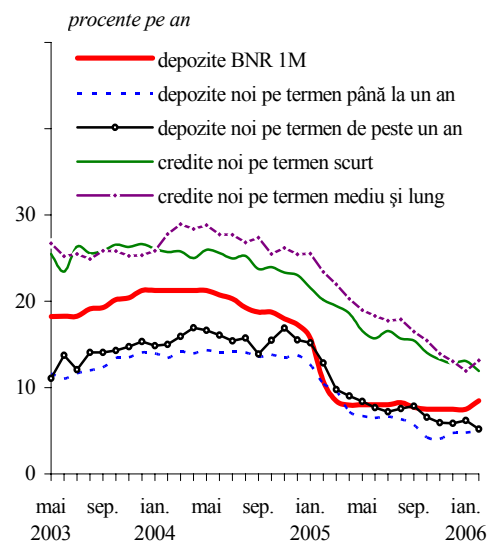
Restrângerea sezonieră a deficitului balanței comerciale, creșterea fluxurilor de investiții directe și impactul exercitat de deciziile adoptate de BNR asupra categoriei intrărilor de capital sensibile la instrumentele politicii monetare au fost cei mai importanți factori ce au influențat traiectoria cursului de schimb leu/euro în trimestrul I 2006. În ultima parte a intervalului, evoluția acestuia a mai fost marcată de temporara scădere a interesului capitalului speculativ pentru piața românească, provocată de majorarea ratelor dobânzilor pe principalele piețe internaționale.

⁴¹ Ultima emisiune de titluri de stat a avut loc în luna septembrie 2005.

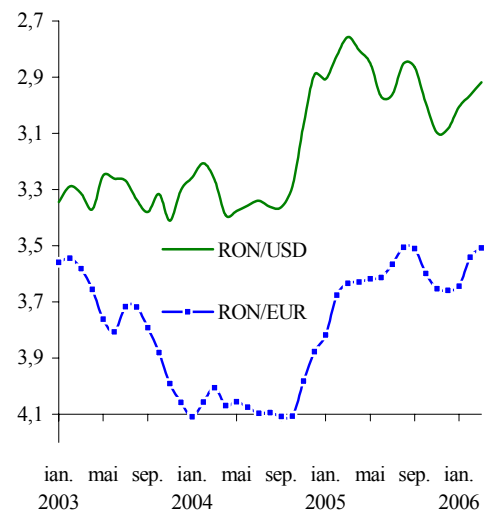
Curba randamentelor titlurilor de stat

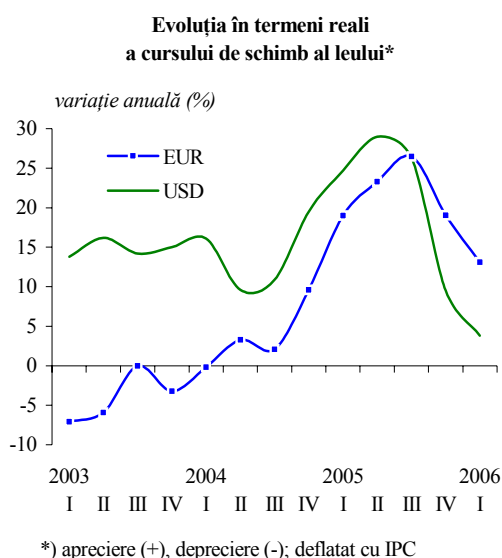


Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Cursul de schimb nominal





Sursa: INS, BNR

Astfel, după patru luni de depreciere continuă, leul a reintrat în ianuarie pe un trend de apreciere nominală în raport cu euro, a cărui pantă s-a calmat însă pe parcursul ultimei luni a perioadei analizate. Comparativ cu decembrie 2005, moneda națională a acumulat o apreciere de 4,3 la sută în raport cu euro (5,9 la sută în termeni reali) și de 5,7 la sută față de dolar (7,3 la sută în termeni reali), în condițiile în care valoarea acestuia din urmă a scăzut ușor în raport cu euro. În schimb, calculată ca variație anuală medie la nivelul trimestrului, aprecierea leului în raport cu euro a continuat să se diminueze (4,1 la sută în termeni nominali și 13,1 la sută în termeni reali), în timp ce față de dolar, leul a înregistrat chiar o pierdere în termeni nominali (prima din ultimele șase trimestre).

Punctul de inflexiune consemnat de rata de schimb leu/euro în luna ianuarie a avut ca determinanți principali înjumătățirea deficitului de cont curent comparativ cu luna anterioară (preponderent pe seama diminuării sezoniere a soldului negativ al balanței comerciale⁴²) și creșterea gradului de acoperire a acestuia prin investiții directe și de portofoliu⁴³. Impactul acestor evoluții a fost amplificat de sporirea împrumuturilor pe termen scurt⁴⁴ ale sectorului bancar și ale celui corporatist, precum și de creșterea ușoară a volumului depozitelor nerezidenților în România, inclusiv a celor constituite în lei, acestea din urmă fiind stimulate de majorarea randamentelor pieței monetare interne.⁴⁵ În sens opus a acționat însă diminuarea împrumuturilor financiare pe termen mediu și lung ale sectorului bancar, posibil datorată majorării, începând cu această lună, a rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în valută, dar și acțiunii prevederilor normelor privind limitarea gradului de concentrare a expunerilor din credite în valută.

Aprecierea leului s-a accelerat în februarie, în special ca urmare a sporirii intrărilor de capital volatil⁴⁶, antrenate de creșterea diferențialului dintre rata dobânzii pieței monetare locale⁴⁷ și

⁴² În luna ianuarie deficitul balanței comerciale s-a diminuat cu 57,5 la sută față de luna anterioară, majorându-se însă cu 91,1 la sută comparativ cu luna ianuarie 2005.

⁴³ Investițiile directe și de portofoliu au acoperit deficitul contului curent în proporție de 216 la sută (158 la sută în decembrie 2005 și, respectiv, 133 la sută în ianuarie 2005).

⁴⁴ În creștere atât față de media trimestrului IV 2005, cât și față de luna ianuarie 2005.

⁴⁵ Atenția investitorilor s-a concentrat în acest interval și asupra altor monede din Europa Centrală și de Est, coroana cehă, coroana slovacă, kuna croată și tolarul sloven consemnând aprecieri în termeni nominali.

⁴⁶ Volumul vânzărilor nete de devize ale nerezidenților a reprezentat al doilea vârf al pieței valutare interbancare (228 milioane euro).

⁴⁷ Ca urmare a deciziei CA al BNR din data de 8 februarie de majorare a ratei dobânzii de politică monetară.

cea internațională, precum și de consolidarea așteptărilor privind continuarea tendinței descrescătoare a cursului leu/euro; e posibil, totodată, ca la această evoluție a ratei de schimb să fi contribuit și dinamica influxurilor de investiții directe și de portofoliu, precum și a împrumuturilor financiare. Acestea au contracarat impactul adâncirii deficitului balanței comerciale, leul consemnând în raport cu euro cea mai consistentă întărire din ultimele douăsprezece luni (2,9 la sută).

Modificarea sentimentului investitorilor financiari internaționali vizavi de oportunitățile de câștig oferite de piețele financiare ale economiilor emergente⁴⁸, precum și majorările de rate de dobândă operate de FED și de BCE în luna martie⁴⁹ au generat ajustări importante ale pozițiilor speculative din zona Europei Centrale și de Est⁵⁰. Afectată la rândul ei de efectul acestor ajustări, valoarea leului a înregistrat în prima jumătate a lunii martie o scădere susținută în raport cu euro. Relativa temperare a scepticismului investitorilor, precum și conturarea așteptărilor de creștere a ratelor dobânzilor pieței interbancare, ca urmare a controlului ferm exercitat de banca centrală asupra lichidității din sistem, au întrerupt, însă, această tendință, în a doua parte a intervalului cursul de schimb consemnând o cvasistabilizare. În aceste condiții, leul a continuat să se aprecieze în termeni nominali față de euro, consemnând la nivelul lunii martie o variație de 0,9 la sută.

În intervalul următor, volatilitatea cursului de schimb al leului ar putea reveni la valori ridicate, datorită unor posibile modificări bruște ale strategiilor investitorilor, determinate de evoluțiile politice din Europa Centrală și de Est și de posibilele noi majorări ale ratelor dobânzilor pe principalele piețe financiare internaționale. Totodată, traiectoria ratei de schimb ar mai putea recepta influențele divergente exercitate, pe de o parte, de sporirea sezonieră a remiterilor din străinătate ale nerezidenților și, respectiv, de menținerea unei dinamici ridicate a investițiilor directe și de portofoliu, și, pe de altă parte, de posibila diminuare a împrumuturilor financiare ale sectorului bancar și, respectiv, de accelerarea creșterii importurilor. Predominanța acțiunii unora dintre acești factori în prima parte a lunii aprilie a determinat reinversarea fermă a cursului de schimb al leului pe trendul descendent declanșat în ianuarie.

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro	
	2005	2006
	2 luni	2 luni
Contul financiar	409	578
Investiții directe	521	1 055
rezidenți în străinătate	8	55
nerezidenți în România	513	1 000
Investiții de portofoliu	-92	256
rezidenți în străinătate	-123	158
nerezidenți în România	31	98
Alte investiții de capital	1 043	197
<i>din care:</i>		
pe termen mediu și lung	1 097	50
pe termen scurt	175	-178
numerar și depozite pe termen scurt	-822	342

⁴⁸ Determinată de criza coroanei islandeze de la sfârșitul lunii februarie și alimentată de incertitudinile privind evoluțiile politice din unele țări din regiune (Polonia, Ungaria, Slovacia).

⁴⁹ BCE și FED au majorat cu câte 0,25 puncte procentuale ratele dobânzilor pe 8 și, respectiv, 28 martie.

⁵⁰ În acest context, majoritatea monedelor țărilor din zonă au consemnat depreciere nominală și volatilități sporite ale ratelor lor de schimb (cea mai amplă depreciere fiind înregistrată de forintul maghiar).

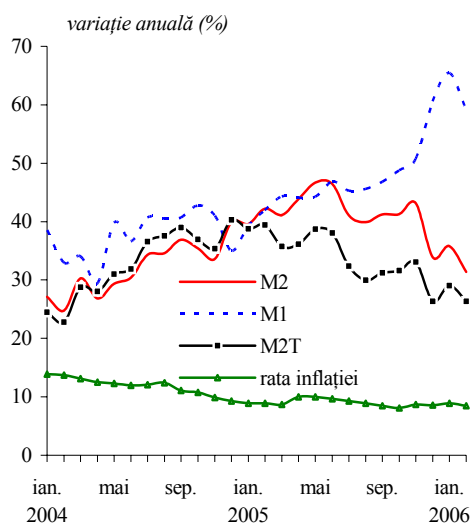
2.3. Moneda și creditul

Moneda

În perioada decembrie 2005-februarie 2006, expansiunea masei monetare (M2) s-a încetinit considerabil⁵¹, ca urmare a reculului suferit de ritmul anual de creștere a M2 în prima lună a intervalului; această scădere s-a datorat cu precădere unui efect de bază, la originea căruia a stat ampla creștere a M2 din luna decembrie 2004, provocată de majorarea capitalului social al SNP Petrom⁵². La temperarea creșterii M2 în perioada analizată și-au mai adus contribuția și alți factori specifici de influențare a volumului lichidității din economie, cei mai importanți fiind: (i) scăderea drastică (doar parțial datorată efectului de bază menționat) a creșterii activelor externe nete ale sistemului bancar; (ii) continua realocare a portofoliului de active financiare ale companiilor și (iii) reducerea echivalentului în lei al pasivelor în valută datorată aprecierii în termeni nominali a leului în raport cu euro. Creditul neguvernamental a exercitat un impact contracționist asupra creșterii M2 doar în luna decembrie 2005, pentru ca în lunile următoare acesta să redevină principalul determinant al expansiunii monetare. O influență simetrică, dar de sens opus, a exercitat creditul guvernamental net (respectiv variația depozitelor guvernamentale), care, după ce a alimentat consistent sporul de M2 în luna decembrie 2005, a redevenit un factor de frânare a creșterii masei monetare în lunile următoare.

Din perspectiva dinamicilor componentelor sale, M2 și-a încetinit creșterea exclusiv datorită evoluției cvasibanilor; în schimb, masa monetară în sens restrâns (M1) și-a amplificat sensibil rata anuală de creștere, datorită menținerii la un nivel scăzut a costului de oportunitate al deținerii de lichiditate, dar și ca efect al sporirii cererii de monedă destinate tranzacțiilor curente. Spre finele intervalului analizat, dinamicile anuale ale celor mai lichide componente ale masei monetare și-au stopat însă ascensiunea, evidențiindu-se, în schimb, o creștere a portofoliului de titluri de stat deținute de sectorul nebanca, precum și o consistentă majorare a depozitelor în valută ale aceluiași sector; în pofida acestei ultime evoluții, structura pe monede a masei monetare a continuat să se îmbunătățească, proporția deținută în M2 de componenta denominată în devize scăzând în această perioadă până la cea mai redusă valoare medie din ultimii șapte ani și jumătate.

Masa monetară și rata inflației



Sursa: INS, BNR

Structura masei monetare (M2)

	2005				procente 2006	
	I	II	III	IV	ian.	feb.
	medii lunare					
M1	22,7	24,2	26,2	26,9	27,5	27,4
Numerar în circulație	11,6	12,6	13,0	12,8	27,5	27,4
Depozite în lei	53,4	53,7	54,8	55,6	56,7	56,3
Depozite în valută	35,1	33,7	32,1	31,6	30,5	30,6

⁵¹ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor anuale de creștere aferente perioadei decembrie 2005 – februarie 2006, exprimate în termeni reali.

⁵² Conform contractului de privatizare încheiat cu societatea OMV, aceasta a majorat, în luna decembrie 2004, capitalul social al societății Petrom cu circa 830 milioane euro.

Încetinirea creșterii M2 s-a localizat în special la nivelul depozitelor agenților economici⁵³, a căror dinamică a scăzut în principal datorită sporirii magnitudinii impactului sezonier exercitat de: (i) decontarea plăților trimestriale către bugetul de stat; (ii) achitarea importurilor și efectuarea plăților în contul serviciului datoriei externe; (iii) acordarea, în special în sectorul privat, a primelor de sfârșit de an. Efectul acestor factori a moderat influența expansionistă a accelerării creșterii împrumuturilor companiilor și a amplificării cheltuielilor bugetare din luna decembrie 2005.

În schimb, rata de creștere a depozitelor totale ale populației a consemnat o relativă staționare, sub efectul evoluțiilor divergente consemnate de diferitele categorii de plasamente ale acestui segment. Astfel, în timp ce dinamica economiilor în lei și-a menținut declinul, variația depozitelor în valută ale persoanelor fizice a înregistrat o tendință ascendentă. La rândul lui, ritmul de creștere a valorii conturilor curente ale acestui segment a consemnat o relativă stagnare, în condițiile în care veniturile salariale au resimțit dispariția efectului introducerii cotei unice de impozitare la începutul anului 2005; disponibilitățile din aceste conturi și-au majorat însă progresiv ponderea în totalul plasamentelor bancare ale populației, aceasta atingând în perioada analizată niveluri record.

Creditul neguvernamental

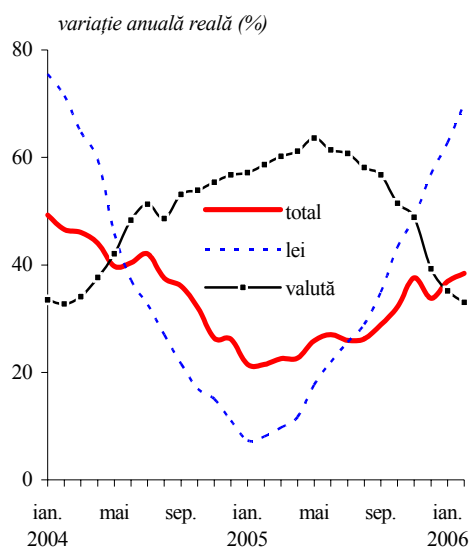
În intervalul decembrie 2005-februarie 2006, dinamica anuală⁵⁴ a creditului neguvernamental a continuat să crească, dar mult mai lent comparativ cu perioada anterioară. Relativa temperare de ritm s-a datorat exclusiv componentei în valută, care a resimțit acut impactul măsurilor restrictive adoptate de BNR⁵⁵, înregistrând pe ansamblul perioadei o scădere de volum; în contrapartidă, în luna ianuarie 2006, pasivele externe ale băncilor comerciale – principala sursă de finanțare a creditelor în valută – și-au stopat creșterea. În schimb, expansiunea creditului în lei a rămas deosebit de viguroasă, ritmul anual de creștere a acestuia majorându-se cu peste 20 de puncte procentuale. Principalii catalizatori ai creșterii cererii de credite în lei au continuat să-i reprezinte declinul ratelor dobânzilor aferente acestor credite, menținerea ritmului înalt de creștere a

⁵³ Inclusiv depozitele condiționate și certificatele de depozit.

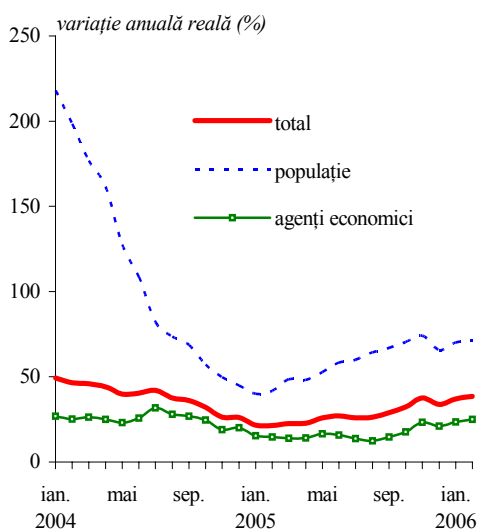
⁵⁴ În absența altor precizări, variațiile procentuale se referă la media ritmurilor anuale de creștere aferente perioadei decembrie 2005-februarie 2006, exprimate în termeni reali.

⁵⁵ Norma nr. 11/2005 privind limitarea gradului de concentrare a expunerilor din credite în valută (intrată în vigoare la 26 septembrie 2005), precum și majorarea ratei rezervei minime obligatorii pentru pasivele în valută (de la 30 la sută la 35 la sută, începând cu perioada de aplicare 24 ianuarie-23 februarie 2006).

Creditul neguvernamental pe monede



Creditul neguvernamental pe tipuri de clienți



veniturilor disponibile ale populației și îmbunătățirea situației financiare a companiilor. Pe partea ofertei de credite în lei, cei mai importanți stimuli au fost: (i) intensificarea concurenței dintre băncile comerciale (ceea ce a determinat adoptarea unor strategii tot mai agresive de extindere a cotelor de piață, inclusiv prin diversificarea produselor de creditare); (ii) menținerea percepției favorabile privind bonitatea potențialilor clienți și perspectivele evoluției economice și (iii) scăderea riscului de selecție adversă.

În aceste condiții, creditul neguvernamental în lei a rămas principala sursă a expansiunii monetare, iar ponderea componentei în valută în total credit neguvernamental a consemnat o tendință clară de scădere, atingând minimul ultimilor nouă ani (ca medie a intervalului).

Similar perioadelor anterioare, cele mai înalte ritmuri anuale de creștere au fost consemnate de creditul acordat populației. Valorile acestor ritmuri au fost însă ușor inferioare celor din perioada anterioară, ca urmare a impactului consistent exercitat în luna decembrie 2005 de restructurarea portofoliului unei bănci comerciale (concretizată în transferul unui volum considerabil de credite în valută acordate populației în bilanțul unor instituții financiare nerezidente). Cu toate că cea mai rapidă creștere a fost consemnată de creditele ipotecare și imobiliare în lei, creditul de consum⁵⁶ a continuat să dețină peste trei sferturi din împrumuturile populației, o parte a instituțiilor de credit asociind acestei categorii de produse bancare noi facilități (reducerea temporară a ratelor dobânzilor, extinderea perioadelor de rambursare și majorarea plafoanelor de creditare).

În schimb, dinamica anuală a împrumuturilor acordate agenților economici a continuat să crească în această perioadă, îndeosebi pe seama amplificării creditelor pe termen mediu și lung denuminate în lei, stimulată de reducerea mai accentuată a ratelor dobânzilor corespunzătoare. Concomitent, împrumuturile în devize acordate agenților economici și-au temperat viteza anuală de creștere, printre determinanții acestei evoluții aflându-se înăsprirea relativă a condițiilor de creditare în devize.

⁵⁶ Conform datelor din *Situația comportamentului financiar al populației și agenților economici în profil teritorial*, elaborată de BNR pe baza informațiilor primite de la instituțiile de credit, exclusiv Creditcoop.

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

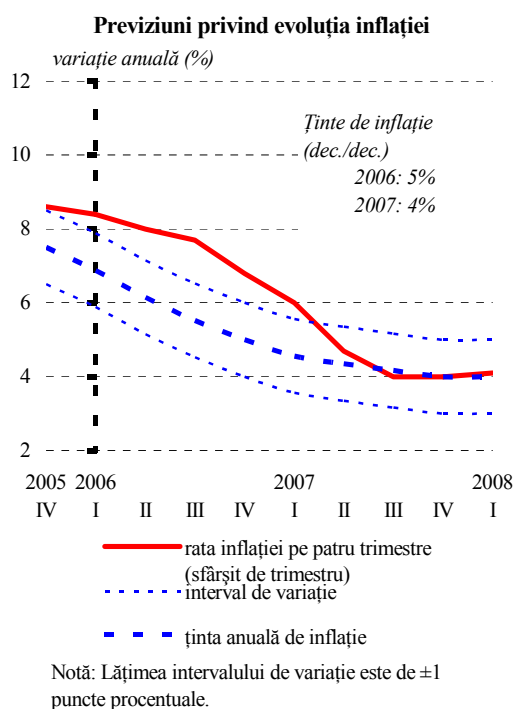
Scenariul de bază al proiecției plasează rata anuală a inflației la sfârșitul anului 2006 la circa 1,8 puncte procentuale peste ținta centrală de 5 la sută. Actualizarea în sens ascendent a proiecției din luna februarie (6,6 la sută) se datorează în principal impactului anticipat asupra indicelui prețurilor de consum al introducerii în trimestrul II a „taxei pe viciu” impuse produselor din tutun și celor din alcool rafinat. Creșterea prețurilor datorată acestui impozit indirect anihilează influența favorabilă a unui program de ajustări ale prețurilor administrate mai relaxat decât cel prevăzut pentru anul 2006 în proiecția anterioară. Efectul acestor creșteri de prețuri asupra anticipațiilor privind inflația, relaxarea politicii fiscale în trimestrele II-IV 2006, precum și reprogramarea unor majorări de prețuri administrate către sfârșitul anului 2007 și începutul anului 2008 implică o conduită mai austeră decât cea prevăzută anterior a politicii monetare, de-a lungul întregului interval de prognoză, pentru a permite coborârea inflației la sfârșitul anului 2007 la nivelul țintei de 4 la sută.

Pe tot intervalul proiecției, scăderea inflației va fi susținută de reducerea continuă a excesului de cerere până la niveluri negative, sub impactul unor condiții monetare reale restrictive. În ansamblul acestor condiții, efectul dezinflaționist al evoluției cursului de schimb al leului va fi dominant în cursul anului 2006 și la începutul anului 2007, prin impactul restrictiv asupra cererii agregate și prin influența favorabilă asupra prețurilor importurilor. În a doua parte a intervalului de prognoză, un rol mai important în controlul cererii agregate va reveni dobânzilor, o altă contribuție la dezinflație fiind atribuită de proiecție readucerii anticipațiilor pe o traiectorie convergentă la ținta de inflație.

Principalele riscuri a căror materializare ar putea abate traiectoria dezinflației de la cea proiectată sunt generate de incertitudini substanțiale referitoare la: calendarul și efectele directe și propagate ale ajustărilor de prețuri administrate și de impozite cu impact semnificativ asupra nivelului inflației, conduita viitoare a politicilor de venituri și fiscală, variația prețurilor internaționale ale țițeiului și gazelor naturale și modul de reflectare a acestora în prețurile interne ale combustibililor și energiei, magnitudinea și natura fluxurilor de capital în cadrul orizontului de prognoză.

1. Scenariul de bază al proiecției

1.1. Proiecția inflației



Potrivit scenariului de bază al proiecției, rata anuală a inflației prețurilor de consum se va situa la sfârșitul anului 2006 peste limita superioară a intervalului de variație de ± 1 puncte procentuale care încadrează ținta de 5 la sută, urmând ca, începând cu trimestrul II din anul următor, să reintre în interval și să aibă o traiectorie compatibilă cu atingerea țintei aferente sfârșitului anului 2007 (de 4 la sută). Valorile proiectate ale inflației sunt superioare celor din *Raportul asupra inflației* din luna februarie 2006 cu aproximativ 0,2 puncte procentuale la sfârșitul anului 2006 (6,8 la sută comparativ cu 6,6 la sută). Diferența în sensul creșterii se datorează în principal impactului avut de introducerea taxei pe viciu asupra prețurilor la tutun, țigarete și produse din alcool rafinat și de modificările aduse nivelurilor accizelor. Acest șoc asupra indicelui prețurilor de consum contracarează efectele favorabile generate de rata mai scăzută a inflației înregistrată în primul trimestru al anului 2006, precum și de reprogramarea, conform informațiilor disponibile la momentul redactării *Raportului*, unor ajustări de mai mică amploare ale prețurilor administrate pentru următoarele trei trimestre ale anului în curs⁵⁷.

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

Perioada	T2 2006	T3 2006	T4 2006	T1 2007	T2 2007	T3 2007	T4 2007	T1 2008
Țintă			5,0				4,0	
Proiectată	8,0	7,7	6,8	6,0	4,7	4,0	4,0	4,1

Rata inflației înregistrată în trimestrul I 2006 a fost mai redusă decât cea proiectată în *Raportul asupra inflației* din luna februarie 2006, în special datorită aprecierii nominale a leului și a creșterilor mai modeste la prețurile alimentare volatile (legume, fructe, ouă). Aprecierea nominală a acționat în sensul reducerii prețurilor la servicii și a valorii accizelor calculate în euro. La nivelul întregului an, acest câștig de dezinflație din trimestrul I este anihilat de introducerea în trimestrul II 2006 a taxei pe viciu asupra produselor din tutun și a celor din alcool rafinat, realizată sub forma unei modificări a nivelurilor accizelor aferente acestor produse. Impactul preconizat al acestor modificări asupra indicelui anual al prețurilor de consum este estimat a fi, pentru anul 2006, de 1,1 puncte

⁵⁷ Diferența cea mai semnificativă față de scenariul utilizat la proiecția anterioară se înregistrează în trimestrul II al acestui an.

procentuale⁵⁸. Ca urmare a acțiunii combinate a tuturor factorilor de influență, creșterile anuale proiectate ale indicelui prețurilor de consum din fiecare din trimestrele II-IV 2006 reprezintă revizuire ascendente de câte 0,2 puncte procentuale față de proiecția anterioară. Dezinflația accelerată (de 0,9 puncte procentuale) din trimestrul IV 2006 se datorează unui efect de bază⁵⁹, unui calendar de ajustare a prețurilor administrate mai puțin aglomerat și unei reduceri preconizate a inflației CORE2, ca răspuns la restrictivitatea politicii monetare. Inflația proiectată reintră în trimestrul II 2007 în intervalul de variație din jurul traiectoriei compatibile cu ținta. În condițiile materializării scenariilor actuale ale prețurilor administrate și ale altor variabile exogene, accelerarea proiectată a procesului de dezinflație de pe parcursul anului 2007 ar permite atingerea, la finalul acestuia, a țintei de 4 la sută.

Rata inflației CORE2 este influențată de introducerea taxei pe viciu la produse din tutun și alcool, de evoluția anticipațiilor inflaționiste, a prețurilor de import și a deviației PIB de la nivelul său potențial. În proiecția curentă, rolul primordial în generarea de presiuni inflaționiste revine anticipațiilor. Deși prețurile produselor din tutun și ale celor pe bază de alcool rafinat conțin componente administrate (accize), ele sunt incluse în măsura inflației de bază CORE2. Este de așteptat ca, prin efectele lor asupra indicilor prețurilor de consum, creșterile de prețuri din trimestrele II și III 2006 să contribuie la amplificarea anticipațiilor inflaționiste timp de mai multe trimestre, chiar dacă ele se manifestă ca șocuri izolate. Eliminarea completă a efectului modificărilor de prețuri la țigări și alcool asupra anticipațiilor este preconizată abia pentru trimestrul I 2007. Încorporând și efectele propagate ale aprecierii nominale a leului din ultima perioadă, prețurile de import nu sunt preconizate a exercita presiuni semnificative asupra nivelului prețurilor interne în cadrul orizontului de prognoză. Excesul de cerere agregată – măsurat prin deviația pozitivă a PIB față de nivelul potențial – va continua însă să aibă efecte inflaționiste până la sfârșitul anului curent. Pe ansamblu, în pofida influențelor nefavorabile exercitate de majorarea accizelor, a prețurilor administrate și a celor volatile, proiecția arată că rata

⁵⁸ Impactul este măsura cumulată a creșterilor ratei inflației IPC în trimestrele II-IV 2006 în scenariul introducerii taxei pe viciu, față de ipoteza păstrării calendarului de aliniere a accizelor la țigăre și tutun convenit de Guvernul României cu Comisia Europeană. S-au avut în vedere ponderile din coșul de consum publicate de INS, respectiv de 4,04 la sută pentru tutun și țigări și 0,27 la sută pentru băuturi alcoolice spirtoase.

⁵⁹ În calculul inflației anuale sunt incluse ratele inflației trimestriale din patru trimestre consecutive. În trimestrul IV 2006, rata anuală a inflației scapă de „povara” trimestrului IV 2005, când creșterea anualizată a prețurilor de consum a fost de 10,6 la sută.

inflației CORE2 va avea în 2007 un nivel compatibil cu stabilitatea prețurilor (aproximativ 2,5 la sută).

Excesul de cerere (deviația pozitivă a PIB) – ca măsură a presiunilor inflaționiste din partea cererii agregate – este prevăzut să scadă treptat, urmând să fie eliminat complet și să devină negativ în primul trimestru al anului viitor. Această evoluție este explicată de înăsprirea condițiilor monetare, inclusiv prin măsurile administrative de limitare a creditului în valută, și de noile reglementări privind activitatea instituțiilor financiare nebankare. Atingerea țintei de inflație în anul 2007 presupune încetinirea expansiunii cererii agregate (conducând la o deviație negativă a PIB față de nivelul său potențial) pe parcursul întregului an, ceea ce implică un ritm anticipat mai lent al creșterii economice.

Alinierea prețurilor administrate la nivelurile din Uniunea Europeană este prevăzută să continue și dincolo de data de 1 ianuarie 2007. Mai mult, față de proiecția anterioară, creșterile anticipate la prețurile administrate sunt mai mici pentru 2006, o parte fiind transferate în anul 2007. Prețurile la gaze naturale și energie electrică vor continua să crească într-un ritm superior inflației de bază (CORE2). Descentralizarea deciziei privind ajustarea prețului energiei termice îngreunează estimarea impactului inflaționist al dinamicii acestuia. Proiecția prevede menținerea unor efecte inflaționiste din partea prețurilor produselor alimentare volatile (LFO) datorate într-o oarecare măsură și inundațiilor din perioada curentă. Obținerea unei producții agricole bune în anul 2007 poate conduce la temperarea evoluției prețurilor LFO. La începutul perioadei de proiecție, presiunile asupra prețului internațional al petrolului exercitate de situația politică internațională încordată și creșterea continuă a cererii mondiale de hidrocarburi sunt preconizate să prevaleze asupra celorlalți factori de influență asupra prețurilor combustibililor. Pentru restul anului 2006, proiecția presupune stabilizarea prețurilor combustibililor pe piețele internaționale. Ca urmare, acestea nu sunt prevăzute să exercite presiuni asupra prețurilor interne. Pentru anul 2007, evoluția proiectată a prețului țițeiului, în condițiile unei probabile scăderi treptate a presiunilor în direcția aprecierii leului, implică o traiectorie ușor ascendentă a prețurilor interne la combustibili.

1.2. Presiuni exogene asupra inflației

În mod asemănător proiecției din trimestrul anterior, dinamica prețurilor administrate este prevăzută a fi superioară celei a prețurilor libere. Scenariul privind inflația prețurilor administrate este însă diferit ca magnitudine față de cel din *Raportul* precedent, ca urmare a revizuirii calendarelor de

majorare a prețurilor la gaze naturale, energie termică și electrică de către autoritățile de reglementare. Astfel, rata anuală a inflației⁶⁰ prețurilor administrate avută în vedere în scenariul de bază este de 9,1 la sută pentru anul 2006 (față de nivelul de 11,7 la sută în proiecția din luna februarie), respectiv de 8,8 la sută în 2007 (comparativ cu nivelul anterior de 7,6 la sută). În plus, proiecția curentă încorporează și informații privind evoluția anticipată a prețurilor administrate pentru primul trimestru al anului 2008 (o majorare a prețului gazelor naturale cu 7 la sută și al energiei electrice cu 4,5 la sută).

Tabelul nr. 5.2. Scenariul privind evoluția prețurilor administrate

Gaze naturale		Energie termică		Energie electrică	
2006	2007	2006	2007	2006	2007
29,9%	17,9%	10,0%	15,0%	4,3%	6,6%

Conform ipotezelor utilizate, prețul gazelor naturale din producția internă ar urma să se alinieze la cel de import până la sfârșitul anului 2008. Proiecțiile sunt de asemenea compatibile cu o liberalizare completă a pieței energiei electrice până la începutul anului 2007, respectiv cu liberalizarea parțială a prețului la energia termică și renunțarea la tariful de referință de la nivel național.

Prețurile legumelor, fructelor și ouălor (LFO) sunt prevăzute a crește cu aproximativ 10 la sută în 2006, în condițiile în care nu se anticipează o revigorare simțitoare a ofertei interne în acest an. În 2007, presupunând obținerea unei producții agricole neafectate de intemperii, se estimează că inflația acestei grupe se va diminua în continuare într-un ritm susținut (scăzând la aproximativ 6 la sută). Modificările de prețuri menționate sunt în mare măsură similare celor din proiecția anterioară; totuși, volatilitatea ridicată manifestată de această grupă de prețuri, exacerbată recent și de condițiile meteorologice nefavorabile, face ca prognoza lor să fie mai incertă decât în cazul altor componente ale IPC.

Incertitudinea cu privire la sensul și magnitudinea evoluției prețului petrolului a determinat, în mod asemănător proiecției anterioare, adoptarea unui scenariu privind menținerea acestuia la nivelul actual (afărent lunii aprilie). Ca urmare a adoptării acestei ipoteze, prețul proiectat al combustibililor prezintă variații reduse ca amplitudine pe întregul orizont al proiecției. La sfârșitul anului curent, acesta rămâne relativ constant față de perioada similară a anului trecut. Se anticipează că prețurile de import ale țițeiului (exprimate în dolari SUA) vor resimți un

⁶⁰ Trimestrul IV din anul curent raportat la trimestrul IV din anul anterior.

efect atenuat al creșterilor prețului internațional al petrolului din prima parte a acestui an, datorită deprecierei dolarului față de euro și implicit față de leu. Aprecierea leului față de moneda europeană înregistrată de la începutul anului ar putea exercita o influență favorabilă asupra prețului carburanților până în trimestrul III 2006, deoarece accizele și taxele la produsele petroliere sunt exprimate în euro, fiind calculate la cursul din ultima zi a trimestrului anterior⁶¹. La nivelul anului 2007, în ipoteza stabilizării prețului internațional al țițeiului și reducerii presiunilor de apreciere a monedei naționale, prețul mediu proiectat al grupeii combustibili va înregistra, ca și în cazul prețurilor de bază CORE2, o creștere ușoară față de nivelul de la sfârșitul anului 2006.

În cadrul prognozei curente au fost utilizate ponderile actualizate utilizate de către Institutul Național de Statistică pentru calculul indicelui prețurilor de consum. Pentru prețurile administrate și pentru legume-fructe-ouă ponderile în IPC s-au diminuat de la 22 la sută la 20,55 la sută și, respectiv, de la 7,71 la sută la 7,24 la sută, în timp ce ponderea prețurilor la combustibili a fost crescută de la 6,75 la sută la 7,24 la sută. Utilizând aceste ponderi, contribuția totală a celor trei categorii de prețuri la inflația anuală proiectată este, conform scenariilor actuale, de aproximativ 2,8 puncte procentuale în 2006 și respectiv circa 2,4 puncte procentuale în 2007.

Scenariul privind prețurile din zona euro reflectă o ușoară creștere a nivelului proiectat al acestora față de proiecția anterioară pe întreg orizontul prognozei. Această dinamică superioară, coroborată cu reducerea probabilă a presiunilor de apreciere a monedei naționale în a doua jumătate a intervalului de proiecție, conduce la o ușoară creștere a prețurilor de import, schimbând sensul evoluției de pe parcursul anului 2006.

În cadrul proiecției curente se are în vedere modificarea prețurilor la țigarete, produse din tutun și alcool, ca urmare a schimbărilor legislative ce afectează nivelul impozitelor indirecte. Calendarul de aliniere a accizelor la valorile din Uniunea Europeană presupune atingerea unui nivel de 64 de euro pentru o mie de țigarete până în 2009. Pe lângă ajustările de prețuri determinate de acest calendar, Parlamentul României a hotărât introducerea taxei pe viciu destinate suplimentării fondurilor aflate la dispoziția Ministerului Sănătății. Aceasta a fost inclusă, prin ordonanță a Guvernului⁶², ca parte a accizei unitare la

⁶¹ Efectul majorării anticipate pentru 1 iulie a accizei la benzina cu plumb asupra prețului combustibililor se estimează a fi unul redus datorită ponderii scăzute a acesteia în consum.

⁶² Ordonanța de urgență a Guvernului României pentru modificarea și completarea Legii nr. 571/2003 privind Codul fiscal, publicată în Monitorul Oficial nr. 374 din 2 mai 2006, Partea I.

țigarete și alcool. Efectele inflaționiste ale introducerii taxei pe viciu la produsele pe bază de alcool sunt diminuate de ponderea redusă a acestora în coșul de consum (0,27 la sută). Aplicarea taxei pe viciu asupra țigaretelor conduce însă la devansarea calendarului de aliniere a nivelului accizelor. Ca urmare, creșterile anticipate ale prețurilor la țigarete sunt cu aproximativ 20 de puncte procentuale mai mari în 2006⁶³ decât cele implicate de programul de ajustare a accizelor convenit cu Uniunea Europeană. Modificarea accizelor la țigarete la 1 iulie 2006 nu este preconizată a avea un impact semnificativ asupra prețurilor țigaretelor.

Efectele majore asupra prețurilor țigaretelor sunt anticipate a se manifesta cu precădere în trimestrul II 2006. Deși creșterile de prețuri afectează o singură categorie de produse, este de așteptat ca magnitudinea lor să determine o amplificare a anticipațiilor inflaționiste. Ca urmare, proiecția prevede că efectele introducerii taxei pe viciu și ale modificării nivelurilor accizelor la produse din tutun și alcool vor afecta prețurile de consum timp de patru trimestre. În aceste condiții, rata inflației proiectate este cu aproximativ 1,1 puncte procentuale mai mare în 2006 decât ar fi fost în cazul în care taxa pe viciu nu ar fi fost introdusă.

1.3. Presiuni din partea cererii agregate

1.3.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

În trimestrul I 2006 se anticipează o reducere a ritmului trimestrial de creștere a PIB real comparativ cu trimestrul anterior. În aceste condiții, are loc o ușoară reducere a excesului de cerere. Cu toate acestea, menținerea PIB din trimestrul curent peste nivelul potențial contribuie la menținerea presiunilor inflaționiste pe termen scurt provenind din partea cererii agregate. La acestea se adaugă și efecte inflaționiste din partea unor șocuri temporare negative de ofertă agregată.

Datorită duratei necesare transmiterii impulsurilor politicii monetare asupra economiei, nivelul excesului de cerere din prezent reflectă în principal efectul cumulat, propagat din trecut, al nivelului ratelor dobânzilor și al cursului de schimb din trimestrele anterioare. Pe parcursul perioadelor anterioare, ratele

⁶³ Conform OUG privind modificarea Codului fiscal, nivelurile accizelor unitare la țigarete au fost modificate la 15,53 euro/1000 țigarete (de la 9,1 euro prevăzut inițial) începând cu 2 mai 2006 și, respectiv, la 16,28 euro/1000 țigarete (în loc de 11,47 euro) de la 1 iulie. Diferența dintre noile valori ale accizei unitare și cele din calendarul inițial, coroborate cu nivelurile accizei *ad-valorem*, calculate ca procent (în prezent, de 30 la sută) din prețul de achiziție al produsului (care include acciza unitară), reprezintă de fapt taxa pe viciu de 10 euro/1000 țigarete. După același algoritm, de la 1 iulie 2007 se preconizează creșterea accizei unitare la circa 23,5 euro, față de prevederea inițială de 17 euro.

dobânzilor în scădere la credite și la depozite au transmis un efect stimulatив asupra excesului de cerere din prezent, efect contrabalansat de impactul restrictiv al aprecierii monedei naționale în cea mai mare parte a anului trecut. În plus, excesul de cerere din trimestrul I 2006 reflectă și întărirea temporară a politicii fiscale prin trecerea în trimestrul I 2006 la un surplus al bugetului general consolidat de 0,7 la sută din PIB anual, de la un deficit de 1,5 la sută aferent trimestrului IV 2005.

Încetinirea ritmului de creștere a PIB real se reflectă într-o reducere a excesului de cerere. Totuși, această reducere nu reflectă numai influențe din partea cererii, favorabile scăderii ratei inflației. Dinamica deviației PIB de la potențial este și rezultatul unui șoc negativ asupra ofertei agregate, ca efect al scăderii producției agricole în urma inundațiilor și vremii nefavorabile. Îngustarea surplusului de producție față de PIB potențial este însoțită de creșteri de prețuri contemporane perioadei în care șocurile acționează asupra piețelor. Concret, în trimestrele IV 2005 și I 2006 a avut loc scăderea consumului de produse agricole prelucrate în gospodăriile familiale ca urmare a epuizării stocurilor existente și a unei producții agricole insuficiente în cursul anului trecut pentru refacerea acestora.

Deși în reducere față de trimestrul anterior ca urmare a șocului de ofertă și a întăririi pe termen scurt a politicii fiscale, excesul de cerere față de PIB potențial se afla încă în trimestrul I la un nivel apropiat de cele înregistrate în cursul anului 2005, contribuind în continuare la menținerea presiunilor inflaționiste. Astfel, creșterile curente de prețuri asociate șocurilor temporare negative de ofertă se adaugă existenței unor presiuni inflaționiste pe termen scurt din partea cererii.

Din perspectiva componentelor PIB real, în trimestrul I, conform estimărilor, formarea brută de capital fix a continuat să-și reducă ritmul de creștere, rămânând însă la niveluri ridicate și contribuind astfel la menținerea în prezent a excesului de cerere. Nivelul ridicat al formării brute de capital fix este susținut parțial de majorarea cheltuielilor destinate investițiilor, în paralel cu sporirea numărului de salariați din economie peste nivelul de trend. În trimestrul I, ritmul ridicat de creștere în termeni reali a disponibilităților la vedere ale agenților economici poate indica existența unor resurse disponibile pentru investiții. În concordanță cu acestea, se observă creșterea ponderii importurilor bunurilor de capital în total importuri.

Un nivel ridicat în primul trimestru este estimat și pentru consumul final, o sursă importantă a contribuției acestuia la menținerea excesului de cerere din economie fiind condițiile existente pe piața muncii. Astfel, creșterea numărului salariaților din

economie peste tendința observată în ultima perioadă susține consumul privat prin nivelul ridicat al venitului disponibil agregat. Totodată, agregatul M1 real, aflat în continuare la un nivel superior celui sugerat de tendința de evoluție pe termen mediu, indică intensificarea tranzacțiilor și orientarea veniturilor disponibile către consum.

Exporturile și-au consolidat creșterea, valoarea înregistrată în balanța comercială pentru primul trimestru al anului 2006 fiind cu 22 la sută superioară celei din perioada similară a anului anterior. Această evoluție este susținută printre altele de îmbunătățirea costului unitar cu forța de muncă și de majorarea productivității muncii în industrie, ce pot conduce la o accelerare a creșterii producției industriale cu efecte benefice asupra exportului. Totuși, exporturile au fost depășite în continuare semnificativ de importuri, atât din punct de vedere al valorii, cât și al ritmului de creștere (de circa 28 la sută în trimestrul I 2006, comparativ cu trimestrul I 2005). Ca urmare, exportul net a continuat să acționeze în sensul reducerii excesului de cerere.

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

În trimestrul I 2006 moneda națională a reînceput să se întărească, aprecierea nominală și reală din această perioadă compensând în cea mai mare parte deprecierea înregistrată în trimestrul anterior. În aceste condiții, influența cursului de schimb asupra excesului de cerere prin intermediul exportului net a redevenit restrictivă, acționând în sensul comprimării excesului de cerere și reducând presiunile inflaționiste, fără a avea o influență semnificativă asupra dinamicii de ansamblu a exporturilor. Totodată, aprecierea monedei naționale acționează direct în sensul reducerii presiunilor inflaționiste prin intermediul prețurilor de import.

Astfel, cursul real a continuat să aibă o contribuție dezinflaționistă importantă prin impactul restrictiv asupra excesului de cerere din economie. Pe de altă parte, prin efectul de avuție și de bilanț⁶⁴ impactul transmis de cursul de schimb a fost de sens contrar. În perioada de referință aprecierea monedei naționale a condus la reducerea costului în lei al creditelor în valută, acționând în sensul stimulării cererii agregate. Totuși, ca urmare a măsurilor adoptate de BNR⁶⁵ pentru a restrânge dinamica creditelor în valută, este probabil ca impactul acestui canal de

⁶⁴ Vezi Caseta explicativă privind Efectul de avuție și de bilanț din *Raportul asupra inflației nr. 2/2005*.

⁶⁵ Măsurile cuprinse în Norma BNR nr. 11 din 08/09/2005 privind limitarea gradului de concentrare a expunerilor din credite în valută, precum și majorarea succesivă a ratei rezervelor minime obligatorii la pasivele în valută.

transmisie a evoluției cursului asupra cererii agregate să devină mai puțin semnificativ (această perspectivă fiind sugerată de reducerea ponderii creditelor în valută în totalul creditelor neguvernamentale, de la aproximativ 60 la sută în martie 2005 la aproximativ 50 la sută în martie 2006). Efectul cumulat al aprecierii monedei naționale din trimestrul I 2006 a fost ușor restrictiv pentru activitatea economică.

Aprecierea puternică a monedei naționale din ultimele trimestre a reprezentat o ajustare normală a cursului la evenimente ce au influențat contextul economic al României (îmbunătățirea perspectivelor de aderare la Uniunea Europeană, creșterea intrărilor sustenabile de capital). Pe măsură ce ajustarea cursului de schimb datorată acestor factori va fi epuizată, este de așteptat ca în determinarea evoluției cursului pe termen mediu și lung să redevină prioritar diferențialul de productivitate față de partenerii externi, influența intrărilor de capital continuând în măsura determinată de ritmul sustenabil al acestora.

Pentru a contracara presiunile inflaționiste și a aduce inflația la țintă în orizontul de prognoză, BNR a ridicat în luna februarie 2006 rata dobânzii de politică monetară și a continuat politica de sterilizare substanțială prin operațiuni de piață a excesului de lichiditate de pe piața monetară. *Ceteris paribus*, majorarea ratei dobânzii și a volumului sterilizării a condus la restrângerea parțială a caracterului stimulativ exercitat de acestea asupra economiei reale, în comparație cu perioada anterioară.

Rata dobânzii de politică monetară a BNR își produce efectul asupra economiei reale doar indirect, prin intermediul ratelor dobânzilor băncilor comerciale oferite la depozite, respectiv percepute la credite, precum și prin influența asupra anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici. Ratele dobânzilor bancare se ajustează cu întârziere la schimbarea ratei dobânzii BNR, inclusiv datorită poziției de debitor net a băncii centrale față de sistemul bancar. Astfel, rata nominală a dobânzii la depozite și-a sistat scăderea, corespondentul în termeni reali al acesteia înregistrând o creștere. Rata reală a dobânzii la credite, reflectând ajustarea nominală mai lentă la reducerea ratei dobânzii BNR din trimestrele anterioare, datorată inclusiv intensificării concurenței de pe piața bancară, a continuat să scadă ușor în perioada de referință. Pe ansamblu, ratele dobânzilor practicate de băncile comerciale în relația cu clienții nebancari neguvernamentali continuă să exercite o influență stimulativă asupra cererii agregate, mai puțin pronunțată însă față de trimestrul anterior.

În condițiile aprecierii puternice a monedei naționale, efectul cumulat al întăririi cursului de schimb real și al evoluției ratelor

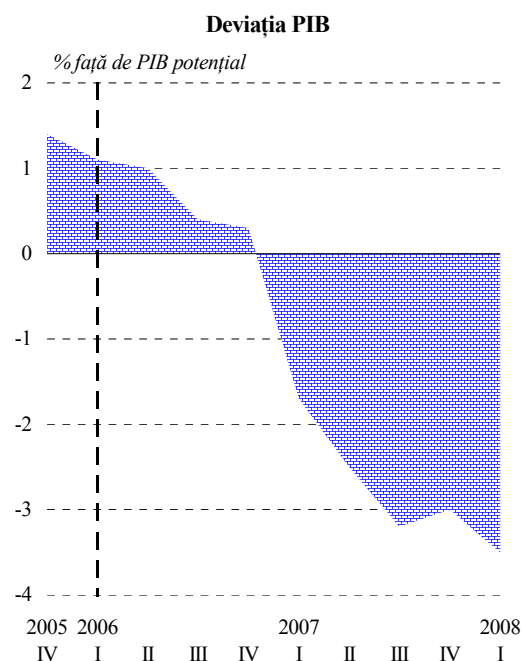
reale ale dobânzilor este de restrângere a excesului de cerere pe parcursul intervalului de proiecție.

1.3.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

Proiecția aferentă scenariului de bază prevede reducerea treptată a excesului de cerere pe parcursul următoarelor trimestre, până la eliminarea acestuia la începutul anului următor. Pe parcursul anului 2006, eliminarea excesului de cerere va fi în mare măsură rezultatul restrictivității condițiilor monetare reale, cu precădere a aprecierii reale a leului asupra cererii agregate. În 2007, restrictivitatea întregului set de condiții monetare reale va determina o reducere relativ accentuată a deviației PIB și un impact dezinflaționist semnificativ al acesteia.

Proiecția curentă prevede presiuni inflaționiste mai ample și mai persistente din partea cererii agregate, comparativ cu proiecția din precedentul *Raport asupra inflației*; în consecință, momentul închiderii prognozate a deviației pozitive a PIB este decalat cu două trimestre. Explicația rezidă mai ales în reconsiderarea în proiecția curentă a impactului exercitat asupra excesului de cerere de către politica fiscală în anul în curs. Astfel, deși inițial se prognozase un deficit al bugetului general consolidat pe primul trimestru al anului 2006, datele operative aferente acestei perioade indică un excedent în valoare de circa 0,7 la sută din PIB. În aceste condiții, realizarea deficitului anual programat de 0,9 la sută din PIB presupune impulsuri fiscale stimulative în trimestrele II-IV ale anului curent. O explicație secundară provine din revizuirea în sensul creșterii a datelor statistice privind PIB aferent anului 2004 și trimestrelor I-III 2005, precum și dintr-o valoare efectivă preliminară mai ridicată decât prognoza PIB pentru trimestrul IV 2005. Aceste revizuirii au condus la o ușoară reevaluare în sens ascendent a condițiilor inițiale privind deviația PIB.

Condițiile monetare reale proiectate sunt mai restrictive decât în proiecția anterioară, acestea determinând reducerea treptată a excesului de cerere pe întreg intervalul de prognoză. Readucerea inflației în cadrul intervalului țintă până la sfârșitul anului 2007 presupune, comparativ cu proiecția precedentă, o traiectorie superioară a ratelor dobânzilor bancare în lei. Diferențialul dintre rata dobânzii remunerate la depozitele în lei și ratele dobânzilor pe termen scurt de pe piața internațională este prevăzut să se mențină pozitiv, în pofida unei creșteri preconizate a dobânzilor pe piața monetară europeană⁶⁶.



⁶⁶ Prognozele publicate de *Consensus Forecasts* indică o creștere a EURIBOR pe 3 luni cu aproximativ 1 punct procentual în cadrul orizontului de proiecție.

Anticipările privind perspectiva aderării României la Uniunea Europeană vor stimula continuarea investițiilor străine directe și a intrărilor de capitaluri pe termen scurt, suplimentând oferta de monedă străină. În același sens va acționa și diferențialul favorabil de productivitate între România și principalul său partener comercial – Uniunea Europeană. Pe de altă parte, nivelul ridicat și dinamica deficitului comercial vor atenua presiunile de apreciere reală determinate de acțiunea factorilor menționați.

Pentru proiecția curentă se estimează continuarea tendinței de reducere a ecartului dintre dobânzile bancare active și cele pasive, cu o ușoară încetinire în a doua parte a perioadei de prognoză. Îngustarea ecartului dobânzilor bancare este de așteptat să se manifeste în special prin reducerea ratei medii nominale a dobânzii la credite. Întărirea politicii monetare este proiectată să acționeze în sensul temperării dinamicii descendente a dobânzilor la credite și al unei creșteri a ratei medii a dobânzii la depozite, în special în primele trimestre de prognoză. Ca urmare a evoluției ratelor nominale, ca și a dinamicii prognozate a inflației, ambele rate reale ale dobânzilor bancare ar urma să exercite un efect restrictiv asupra cererii agregate în cursul anului 2007.

Față de proiecția anterioară, impactul exercitat în anul 2006 de politica fiscală asupra cererii agregate și implicit asupra inflației a fost ajustat în proiecția curentă pentru a ține cont de aprobarea de către Parlament a rectificării bugetare corespunzătoare unui deficit al bugetului consolidat de 0,9 la sută din PIB. Pentru anul 2007 s-a presupus, ca și la prognoza trecută, un deficit de 1 la sută din PIB (preluat din Ediția 2005 a Programului Economic de Preaderare). Având în vedere aceste solduri bugetare prognozate, ca și influențele exercitate asupra bugetului de evoluția ciclică a economiei, se anticipează că, pe ansamblu, politica fiscală va avea un efect de restrângere a excesului de cerere, mai puțin pronunțat în anul 2006 (datorită relaxării anticipate pentru trimestrele II-IV, față de trimestrul I) și mai puternic în anul 2007.

Pe termen mediu, stabilitatea prețurilor reprezintă o condiție necesară unei creșteri economice susținute. Cu toate acestea, la orizonturi mai scurte de timp strategia de dezinflație poate exercita asupra creșterii economice unele efecte contrare celor pe termen mediu. Pentru anul 2006, creșterea economică este prevăzută a fi ușor superioară celei din 2005, în principal pe seama dinamicii formării brute a capitalului fix. Efortul presupus de readucerea prognozată a inflației în jurul țintei la sfârșitul anului 2007 determină însă o încetinire în acel an a ritmului creșterii economice, ca urmare a restrictivității condițiilor monetare reale acumulate din perioadele anterioare, precum și a

unor politici fiscale și salariale complementare acesteia, în contextul *mix*-ului de politici macroeconomice.

Evoluția consumului, ca principal element component al cererii agregate, va continua să fie influențată pe termen scurt de efectele propagate ale șocurilor negative de ofertă din anul 2005. Ca urmare, în prima parte a perioadei de proiecție este anticipată reorientarea consumului de produse agroalimentare către importuri, tendință ce urmează a fi inversată treptat, pe măsura refacerii ofertei interne de produse agricole, prevăzută pentru a doua parte a anului curent. Comparativ cu 2006, dinamica consumului total va fi încetinită în anul următor, sub impactul accentuării restrictivității condițiilor monetare reale.

La fel ca în *Raportul* anterior, formarea brută a capitalului fix este prevăzută a fi componenta cea mai dinamică a cererii agregate interne. În condițiile anticipatei aderări a României la Uniunea Europeană, creșterea acestei componente va fi susținută în continuare de fluxuri importante de investiții străine directe și de demararea unor proiecte de investiții în infrastructură finanțate de la bugetul de stat⁶⁷, precum și, prin cofinanțare, din fonduri ale UE. Este de așteptat ca influența acestor factori să fie semnificativ mai puternică decât cea a caracterului temporar restrictiv, de-a lungul orizontului de prognoză, al dobânzilor la credite.

Pentru prima parte a intervalului proiecției, creșterea proiectată a importurilor va fi rezultatul continuării satisfacerii unei părți importante a cererii interne prin bunuri produse pe alte piețe, al aprecierii reale a leului și al unor rate stimulative ale dobânzilor în prima parte a orizontului proiecției. În același timp, se estimează că exporturile vor fi stimulate cu precădere de dinamica favorabilă a cererii externe, precum și de realizarea unor câștiguri de productivitate. Efectul restrictiv al aprecierii reale a leului se va manifesta mai puternic în prima parte a intervalului de prognoză.

1.4. Riscuri și incertitudini asociate proiecției

În cadrul exercițiului curent de prognoză, principale elemente de incertitudine provin din următoarele surse:

- schimbările frecvente ale calendarului privind ajustările de prețuri administrate și posibilele ajustări ale unor impozite cu impact semnificativ la nivelul inflației – în special impozitele indirecte;

⁶⁷ O parte a necesarului de finanțare pentru aceste proiecte a fost prevăzută cu ocazia rectificării bugetare aprobate de Parlament. Aceste sume vor fi suplimentate de fondurile europene de preaderare acordate României.

- cuantificarea efectelor propagate ale creșterilor de prețuri induse de aceste ajustări, ca și altor șocuri de prețuri provenite din partea ofertei (de exemplu, efecte de preț datorate unei producții agricole mai slabe);
- nivelul proiectat al excesului de cerere, afectat și de posibilele modificări ale politicilor fiscale și salariale;
- variația prețurilor internaționale ale țițeiului și gazelor naturale, ca și modul de reflectare a acestora în prețurile combustibililor și energiei.

Având în vedere experiența prognozelor anterioare, variația anticipată a prețurilor administrate reprezintă o sursă constantă de incertitudine. De exemplu, în scenariul de bază, creșterea cumulată a acestora în cursul anului 2006 (cel mai apropiat orizont anual) a fost diminuată cu circa 2,6 puncte procentuale față de *Raportul* precedent. Dată fiind natura acestor ajustări, derivând din necesitatea atingerii unor prețuri de referință negociate cu Uniunea Europeană, o asemenea diminuare presupune de fapt amânarea creșterilor de prețuri pentru perioadele ulterioare. În proiecția actuală scenariul de bază ia în calcul acest aspect prin ajustarea corespunzătoare a creșterilor proiectate pentru anii 2007 și 2008 ale prețurilor administrate. Trebuie subliniat însă că reprogramarea frecventă a creșterilor de prețuri administrate afectează semnificativ predictibilitatea procesului de dezinflație, punând în dificultate gestionarea acestuia prin instrumentele politicii monetare. Dificultatea se datorează faptului că acțiunea acestor instrumente în economie necesită timp mai îndelungat pentru a produce efectele urmărite. Ca urmare, cunoașterea anticipată a evenimentelor la care banca centrală trebuie să reacționeze are o importanță decisivă pentru programarea adecvată a politicii monetare.

Același grad ridicat de incertitudine poate fi asociat și modificărilor de impozite indirecte. Exemplul introducerii recente a taxei pe viciu este relevant în acest sens, aplicarea și modalitatea de impunere a acesteia prin includerea în nivelul accizelor la tutun și țigarete suprapunându-se neanticipat unui calendar de majorări de impozite negociat în prealabil cu Uniunea Europeană.

La nivelul cotelor din momentul realizării proiecției, de 72,5 dolari/baril, prețul internațional al țițeiului tip Brent reprezintă o creștere de aproximativ 27 la sută față de ultimul trimestru al anului 2005 și de aproximativ 8 la sută față de maximul istoric atins în cursul aceluși an. Menținerea unei asemenea tendințe prezintă riscuri legate de creșterea, pe de o parte, a prețurilor de import la petrol și gaze naturale, și, pe de altă parte, a prețurilor externe ale tuturor produselor importate de România. Impactul unor asemenea creșteri nu este însă unul

automat, putând fi compensat printr-o evoluție de sens contrar a cursului de schimb. Un exemplu în acest sens sunt prețurile interne ale combustibililor, care au înregistrat, cumulativ în primele 3 luni ale anului curent, o creștere de doar 0,15 puncte procentuale, în pofida majorării de amploare a prețului internațional la țiței.

Proiecția curentă prezintă o revizuire a excesului de cerere în cadrul orizontului de prognoză, în sens ascendent pentru anul 2006 și în sens descendent pentru ultimele patru trimestre. Cum proiecțiile pentru perioadele mai îndepărtate sunt inevitabil mai incerte, se impune evaluarea riscurilor ca deviația PIB să nu înregistreze dinamica negativă anticipată. Printre factorii care ar putea acționa în acest sens se numără:

- Derapaje ale veniturilor distribuite de sectorul public;
- Rigiditatea dinamicii salariilor, dificultățile de adaptare a acestora în cazul unor eventuale ritmuri mai scăzute de creștere a productivității;
- Posibile creșteri peste nivelurile programate ale deficitului bugetar în următorii ani;
- Concurența acerbă pe piața bancară, ce ar putea determina transmiterea diluată a semnalelor politicii monetare și continuarea ritmului alert de creștere a creditării, în pofida măsurilor restrictive ale BNR;
- O adaptare mai lentă decât în proiecție a dobânzilor la depozite la creșterea recentă a dobânzii BNR;
- Intrări substanțiale de capital străin, inclusiv sub forma investițiilor străine directe sau a fondurilor de preaderare și structurale, care pe termen scurt generează un surplus de cerere agregată (în timp ce, pe termen îndelungat, intrările sustenabile de capital stimulează creșterea PIB prin câștiguri de productivitate și competitivitate).

Influența combinată a acestor factori sau a altora ar putea face ca deviația PIB să rămână pozitivă și în cursul anului 2007. Ca urmare, eliminarea excesului de cerere odată cu încetinirea creșterii economice ar fi amânată, implicând și amânarea dezinflației proiectate pentru perioada următoare. Aceste amânări ar întârzia procesul convergenței cu zona euro.

2. Evaluarea de politică monetară

Evoluțiile economice recente, precum și ipotezele care au stat la baza elaborării actualei proiecții macroeconomice au relevat apariția unor riscuri suplimentare din perspectiva menținerii ritmului de creștere a prețurilor cu amănuntul pe traiectoria vizată; în această conjunctură, opțiunea CA al BNR de a nu modifica în ianuarie țintele de inflație și de a coborî rata anuală a inflației la nivelul de 4 la sută în 2007 a căpătat un caracter și mai ambițios, inclusiv prin prisma costurilor economice asociate.

Riscul major identificat în contextul evaluării implicațiilor noii prognoze îl constituie menținerea excedentului de cerere prognozat peste nivelurile proiectate anterior și implicit, persistența acestui excedent pe un orizont de timp mai îndelungat, respectiv până la finele anului 2006; prin urmare, realizarea programului bianual de dezinflație asumat de BNR presupune ca pe parcursul anului 2007 scăderea creșterii economice sub nivelul ei potențial să fie mai consistentă decât se prevăzuse anterior, impactul advers al acestei evoluții asupra ritmului de creștere a PIB putând fi atenuat doar prin implementarea unui program accelerat de reforme structurale care să stimuleze creșterea nivelului potențial al PIB. În condițiile în care coordonatele de implementare în 2006 a politicii fiscale – componentă principală a *mix*-ului de politici macroeconomice – au fost de curând relaxate, iar marja de manevră a politicii de venituri din acest an s-a îngustat, imprimarea unei asemenea traiectorii cererii agregate devine și mai dificilă pentru BNR. Aceasta solicită nu doar creșterea fermității politicii monetare – justificată de decalajele inerente transiterii impulsurilor monetare –, dar și menținerea acestei conduite pe o perioadă mai îndelungată, consecvența atitudinii și a semnalelor date de banca centrală condiționând eficacitatea acțiunilor sale.

O preocupare a băncii centrale asociată acestei expansiuni a cererii agregate continuă să o constituie amplitudinea deficitului economisire/investiții al sectorului privat (al cărui corespondent îl constituie deficitul contului curent) și tendința de creștere a acesteia, ambele reprezentând indicii ale caracterului nesustenabil al ritmului actual de creștere a consumului populației. Din această perspectivă se impune recurgerea la o întărire suplimentară a condițiilor monetare care să vizeze temperarea cererii de credite a populației, pe de o parte, și stimularea economisirii acestui segment în detrimentul consumului, pe de altă parte. Astfel, înăsprirea condițiilor monetare ar urma să atenueze efectul de substituție a creditului în valută cu creditul în lei care a fost consistent alimentat în ultimele luni de constrângerile exercitate asupra creditării în valută de măsura administrativă implementată de BNR în 2005 și de înăsprirea, inclusiv în

primul trimestru al anului 2006, a regimului rezervelor minime obligatorii pentru depozitele în valută.

Un alt risc major relevat de recenta proiecție a inflației îl constituie potențialul impact amplu și de durată exercitat asupra prețurilor și, respectiv, asupra anticipațiilor operatorilor de apropiata majorare a prețurilor la țigarete, produse din tutun și alcool; creșterea semnificativă a acestor prețuri se va produce ca efect al implementării recentelor acte normative adoptate de Parlament prin care s-a majorat valoarea de ansamblu a impozitelor indirecte aplicate acestor produse, inclusiv prin instituirea unei taxe pe viciu, reprezentând o sursă suplimentară de venit a Ministerului Sănătății. Îngrijorarea BNR pentru aceste majorări este justificată atât de impactul lor major asupra ratei inflației (+1,1 puncte procentuale asupra ratei inflației proiectate pentru anul 2006), cât și de posibilitatea deteriorării așteptărilor inflaționiste de natură a periclita trendul dezinflației chiar pe termen mai îndelungat. În aceste condiții creșterea fermității atitudinii politicii monetare prin menținerea unor condiții monetare restrictive pe o perioadă mai îndelungată în paralel cu progresul dezinflației este necesară nu doar pentru a compensa – prin temperarea graduală a cererii agregate – efectul punctual exercitat de această majorare de prețuri asupra inflației CORE2, dar și pentru a frâna propagarea acestuia prin intermediul anticipațiilor inflaționiste.

O sursă importantă de incertitudini și, cu atât mai mult, de riscuri pentru conducerea politicii monetare și pentru atingerea țintei de inflație continuă să o reprezinte programul ajustărilor de prețuri administrate – ca derulare în timp, dar și ca magnitudine – și revizuirile relativ frecvente ale acestuia. Necesitatea contracarării potențialelor anticipații inflaționiste generate de acest context reclamă creșterea restrictivității politicii monetare și menținerea îndelungată a unei conduite deosebit de prudente a acesteia și, implicit, evitarea unei atitudini *stop-and-go* a BNR. Chiar și în aceste condiții, ancorarea eficace a anticipațiilor inflaționiste, dar și evitarea subminării credibilității băncii centrale sunt condiționate de minimizarea incertitudinilor privind amplitudinea și momentele operării viitoarelor corecții de prețuri administrate; în acest scop, BNR a inițiat de curând derularea unor discuții cu reprezentanții Guvernului și ai agențiilor de reglementare în domeniul energiei având ca finalitate elaborarea unui program multianual stabil de ajustare a prețurilor administrate, precum și asumarea publică a acestuia de către autorități. Similar perioadelor anterioare, întărirea politicii monetare va fi necesară și pentru a contracara efectele secundare ale altor șocuri pe partea ofertei care vor putea fi resimțite în 2006, respectiv ale creșterilor de prețuri alimentare volatile.

Principalele riscuri ale întăririi politicii monetare continuă să le constituie potențiala recrudescență a intrărilor de capital sensibile la rata dobânzii și posibilitatea exacerbării presiunilor exercitate de acestea asupra cursului de schimb al leului. Importanța relativă a acestora, în special a celui din urmă, este considerată a fi, însă, în ușoară scădere, în condițiile în care, în pofida continuării creșterii rulajului nerezidenților pe piața valutară internă, în primele luni ale acestui an rata de schimb a leului nu pare să fi deviat de la fundamentele economice. În plus, ar fi posibil ca, pe termen scurt, stimulii intrărilor de capital să-și reducă ușor intensitatea ca urmare a acțiunii a două categorii de factori. Prima categorie de factori ar include posibila menținere, cel puțin temporară, a atitudinii mai reținute a investitorilor financiari față de piețele țărilor emergente, dar mai ales probabila continuare a creșterii ratelor dobânzilor pe principalele piețe financiare internaționale. Din a doua categorie de factori face parte posibila restrângere a marjei așteptate de apreciere nominală a leului în raport cu euro. Anticipațiile investitorilor financiari privind aprecierea monedei naționale ar putea fi, însă, reajustate ca efect al unei decizii favorabile aderării României la UE în 2007, care se presupune că va atrage intrări substanțiale de capital sub forma investițiilor directe și a fondurilor structurale.

În fața multitudinii de riscuri inflaționiste identificate în contextul evaluării proiecției evoluțiilor macroeconomice pe termen mediu, Consiliul de administrație al BNR a adoptat soluția menținerii pe o perioadă mai îndelungată a conduitei restrictive a politicii monetare în paralel cu înregistrarea de progrese pe linia dezinflației. Prin urmare, în ședința sa din 11 mai, Consiliul de administrație al BNR a decis să nu modifice rata dobânzii de politică monetară, menținerea acesteia la 8,5 la sută, în condițiile consolidării dezinflației, având ca efect înăsprirea condițiilor monetare. Concomitent, CA al BNR a hotărât să continue să exercite un control ferm asupra lichidității de pe piața monetară și să monitorizeze atent evoluția creditului în lei, precum și a creditului neguvernamental total. De asemenea, CA al BNR și-a reiterat hotărârea de a reacționa prompt – prin toate instrumentele aflate la dispoziția sa – la evoluțiile macroeconomice care ar putea periclita menținerea dezinflației pe traiectoria programată pe termen mediu.