



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

Noiembrie 2005

anul I, nr.2

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 șase 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 7 noiembrie 2005 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 9 noiembrie 2005.

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

LISTA ABREVIERILOR

AMIGO	Ancheta asupra forței de muncă în gospodării
ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei
ANRGN	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Gazelor Naturale
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
AIE	Administrația pentru Informații privind Energia (din cadrul Departamentului Energiei din Administrația SUA)
EUROSTAT	Biroul de Statistică al Comunităților Europene
FBC	Formarea brută de capital
FMI	Fondul Monetar Internațional
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>
OPEC	Organizația țărilor exportatoare de petrol
RMO	Rezerve minime obligatorii
1W	o săptămână
12M	12 luni

Cuprins

I. SINTEZĂ.....	7
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI.....	9
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	13
1. Cererea și oferta.....	13
1.1. Cererea	13
1.1.1. Cererea de consum.....	13
1.1.2. Cererea de investiții	16
1.1.3. Cererea externă netă.....	17
1.2. Oferta.....	18
2. Piața muncii.....	19
2.1. Forța de muncă	19
2.2. Venituri.....	21
3. Prețuri de import și prețuri de producție	22
3.1. Prețurile de import.....	22
3.2. Prețurile de producție	23
3.2.1. Prețurile producției industriale.....	23
3.2.2. Prețurile producției agricole.....	25
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE.....	26
1. Politica monetară	26
2. Piețe financiare și evoluții monetare	31
2.1. Ratele dobânzilor.....	32
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	35
2.3. Moneda și creditul	37
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	40
1. Scenariul de bază al proiecției	40
1.1. Introducere	40
1.2. Proiecția inflației	41
1.3. Presiuni exogene asupra inflației.....	42
1.4. Presiuni din partea cererii agregate	43
1.4.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă	43
1.4.2. Implicații ale evoluțiilor recente ale cursului leului și ale ratelor dobânzilor asupra activității economice	44
1.4.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție.....	47
2. Riscuri și incertitudini asociate proiecției.....	50
3. Evaluarea de politică monetară	53
ANEXĂ.....	58

I. SINTEZĂ

În trimestrul III 2005 procesul dezinflației s-a reluat, în principal datorită scăderii dinamicii prețurilor administrate și creșterii aprecierii nominale a leului față de euro. Rata medie anuală a inflației a coborât cu 1 punct procentual în raport cu trimestrul II (până la 8,9 la sută), aceasta revenind astfel în intervalul de variație asociat țintei de inflație (traectoria descrescătoare a acestora este prezentată în graficul de la pag. 8). Decelerarea inflației a continuat însă să fie frânată de acțiunea prețurilor țițeiului și ale unor produse vegetale, precum și de presiunile exercitate de ritmul încă alert de creștere a cererii.

Excedentul de cerere a înregistrat în trimestrul II doar o ușoară contracție, în condițiile în care creșterea PIB s-a încetinit la 4,1 la sută (față de 5,9 la sută în trimestrul I), în principal ca efect al majorării contribuției negative a exportului net. În schimb, absorbția internă a continuat să fie deosebit de dinamică (10,2 la sută), atât consumul de bunuri și servicii al populației, cât și investițiile consemnând rate anuale de creștere sensibil superioare celor din trimestrul anterior. Expansiunea acestora a fost susținută în special de accelerarea creșterii veniturilor disponibile și a gradului de îndatorare a sectorului privat, cea din urmă fiind stimulată de condițiile favorabile de accesare a surselor alternative de finanțare bancară și nebanară.

Pentru banca centrală, trimestrul III a constituit o perioadă deosebită, atât din punct de vedere strategic, cât și din perspectiva tacticii politicii monetare. În august, BNR a trecut în mod oficial la strategia de țintire directă a inflației, adoptarea acesteia fiind pregătită pe parcursul unei perioade de 16 luni. Inclusiv din perspectiva acestei schimbări, planul tactic al politicii monetare a fost intens solicitat de contextul macroeconomic dificil, BNR confruntându-se simultan, în această perioadă, cu persistența unui ritm mult prea alert de creștere a cererii interne, pe de o parte, și cu efectele revenirii puternice a capitalului speculativ pe piața financiară internă, precum și cu riscul amplificării acestor intrări, pe de altă parte. Printr-un comportament activ, banca centrală a făcut eforturi să reconcilieze necesitatea de a contracara pe termen scurt acest pericol cu obiectivul de asigurare a sustenabilității pe termen mediu și lung a dezinflației. În acest scop, BNR a adoptat și implementat un *mix* adecvat de măsuri complementare de politică monetară, prudentială, dar și unele cu caracter administrativ, categoriile din urmă având menirea să mențină stabilitatea financiară, dar și să sporească eficacitatea instrumentelor politicii monetare în direcția stabilității nivelului agregat al prețurilor. În același timp, acordând prioritate cerinței de a-și consolida credibilitatea prin atingerea obiectivului de inflație, BNR a considerat a fi necesară revizuirea la 7,5 la sută a țintei anuale de inflație în condițiile în care impactul acțiunii nefavorabile exercitate de unii factori ai ofertei asupra indicelui general al prețurilor a depășit considerabil așteptările.

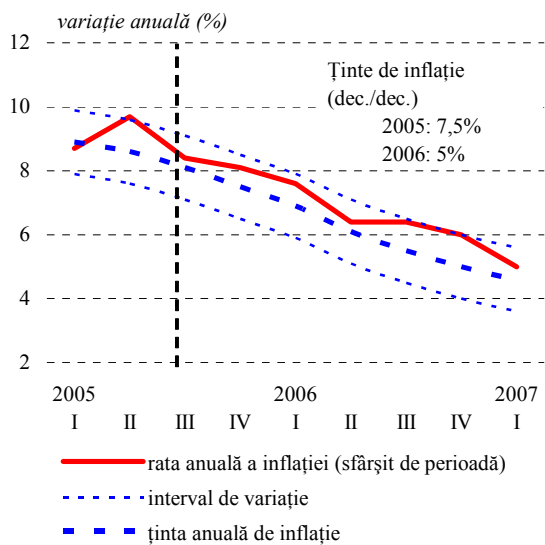
Constrângerile majore care s-au exercitat asupra politicii monetare în acest interval au fost cel mai bine reflectate de dubla schimbare de atitudine pe care a suferit-o politica ratei dobânzii în decursul a doar trei luni. Orientată cu precădere spre contracararea tendinței de supraîncălzire a economiei, politica ratei dobânzii a fost întărită la începutul lunii august (prin majorarea la 8,5 la sută a ratei medii efective a dobânzii aferente operațiunilor de sterilizare și prin eliminarea decalajului dintre aceasta și rata dobânzii de politică monetară), pentru ca, la scurt timp, sub impactul constrângerii acute exercitate de majorarea intrărilor de capital, Consiliul de administrație al BNR să decidă reducerea progresivă a gradului de restrictivitate a acesteia. Relativa relaxare a politicii ratei dobânzii s-a realizat în mai mică măsură prin coborârea ratelor de dobândă reprezentative ale băncii centrale – mizându-se în continuare pe efectul de semnal al ratei dobânzii de politică monetară –, cât mai ales prin relaxarea controlului asupra lichidității din sistemul bancar, BNR inițiind practica sterilizării parțiale, prin atragerea de depozite, a excedentului de monedă; această conduită a avut o dublă justificare: (i) premisa că transformarea excedentului de lichiditate în catalizator al cererii constituie un proces dificil și (ii) capacitatea și posibilitatea autorității monetare de a reveni la practica unei sterilizări mai substanțiale și de a

utiliza complementar pârghia dobânzii de politică monetară în ipoteza unei expansiuni prea abrupte a creditării în lei. În compensație, pentru a frâna ritmul de creștere a creditului, în special a celui în valută, banca centrală a sporit în acest interval restrictivitatea regimului rezervelor minime obligatorii aplicate pasivelor în valută ale instituțiilor de credit și a adoptat măsuri de înăsprire a condițiilor de acces al persoanelor fizice la împrumuturile bancare și de limitare a ofertei bancare de credite în valută. În acest context, condițiile monetare în sens larg, incluzând evoluția ratelor dobânzilor, a cursului de schimb al leului și a lichidității din economie și-au păstrat caracterul adecvat continuării dezinflației corespunzător noului trend programat.

Potrivit scenariului de bază al proiecției privind evoluțiile macroeconomice, rata anuală a inflației ar urma să se încadreze la sfârșitul acestui an în intervalul 8,1-8,3 la sută; depășirea intervalului 7,5-8 la sută prognozat în *Raportul asupra inflației* din august 2005 se va datora revizuirii ascendente a valorilor previzionate ale prețurilor petrolului și produselor alimentare și ale cursului de schimb al leului. Dezinflația va continua în cursul anului 2006, în principal ca urmare a reducerii treptate a excesului de cerere – având ca premise creșterea austerității politicii fiscale și a politicii veniturilor, precum și întărirea politicii monetare – și a continuării manifestării impactului favorabil al evoluției cursului de schimb al leului asupra prețurilor importurilor. O potențială nerecurgere la ajustarea necesară de atitudine a politicii fiscale și a celei a veniturilor ar solicita o reacție mai fermă din partea politicii monetare, care s-ar confrunta însă cu constrângerea exercitată de riscul revenirii intrărilor de capital speculativ. Chiar și în ipoteza implementării unui *mix* adecvat de politici macroeconomice este posibil ca efectuarea în ritmul prevăzut a ajustărilor de prețuri administrate, precum și încetinirea temporară (în prima parte a anului) a scăderii anticipațiilor inflaționiste să plaseze la sfârșitul anului viitor rata inflației în proximitatea limitei superioare a intervalului de variație ce încadrează punctul central al țintei.

Evaluarea cuprinzătoare de către Consiliul de administrație al BNR a condițiilor economice prezente și de perspectivă, precum și a riscurilor pe care acestea le incumbă din perspectiva atingerii țintei de inflație și a susținerii dezinflației pe termen mediu a relevat prelungirea caracterului conflictual al cerințelor cărora trebuie să le răspundă banca centrală în această perioadă. În contextul specific s-a considerat, însă, că relevanța riscului revenirii intrărilor de capital speculativ este estompată de pericolul crescut al exacerbării, cel puțin pe termen scurt, a cererii interne și a presiunilor exercitate de aceasta asupra prețurilor în lunile următoare. Prin urmare, Consiliul de administrație al BNR a decis să mențină la nivelul de 7,5 la sută rata dobânzii de politică monetară și să sporească volumul de lichiditate sterilizat prin intermediul operațiunilor de piață. Totodată, s-a hotărât ca BNR să mențină vigilența care să-i permită să sesizeze și să reacționeze prompt la orice evoluție care ar putea afecta procesul dezinflației.

Previzuni privind evoluția inflației



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

II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI

Conform așteptărilor, procesul dezinflaționist s-a reluat în trimestrul III 2005, rata medie anuală de creștere a prețurilor de consum (8,9 la sută, nivel inferior cu 1 punct procentual celui din intervalul anterior) revenind în interiorul intervalului de variație țintit de BNR. Evoluția s-a datorat atenuării unora dintre șocurile negative de pe partea ofertei care au acționat în trimestrul II, cererea puternică reprezentând, similar trimestrului anterior, un factor de frânare.

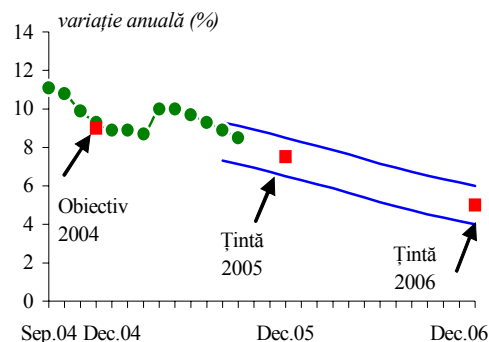
Reluarea tendinței descendente a ratei anuale a inflației a fost susținută în principal de:

- (i) diminuarea efectelor directe și propagate ale variației prețurilor administrate, care a scăzut de la 14,3 la sută în trimestrul II la 12,5 la sută¹ ca urmare a ajustărilor de mai mică amploare aplicate tarifului energiei electrice, precum și a ieftinirii medicamentelor și tarifelor de telefonie. În primul caz, evoluția a fost posibilă datorită reducerii costurilor de producție prin creșterea ponderii energiei hidro-electrice în detrimentul celei termoelectrice, mai costisitoare; în cazul celorlalte două grupe de produse, determinantă a fost aprecierea nominală a monedei naționale, un factor suplimentar fiind decizia Ministerului Sănătății² de a limita adaosul comercial, de distribuție și cel aferent serviciilor suplimentare pentru activități de import și de a elimina marja de depreciere inclusă în calculația anterioară;
- (ii) accentuarea ritmului de apreciere nominală a monedei naționale față de euro, care s-a suprapus în trimestrul II evoluției favorabile a prețurilor externe pentru bunurile de uz curent și a compensat pe deplin dinamica mai accelerată observată în trimestrul III nu numai pe segmentul durabililor, ci și pe cel al bunurilor de uz curent; dincolo de impactul direct, exercitat prin intermediul prețurilor de import, acest factor a contribuit și la intensificarea concurenței între produsele autohtone și importurile competitive;
- (iii) reducerea prețurilor produselor de morărit și panificație, rezervele de cereale din anul anterior fiind suficiente pentru a contracara presiunile inflaționiste pe care le-ar fi putut genera restrângerea și calitatea nesatisfăcătoare a producției din acest an.

¹ În lipsa altei mențiuni, dinamica factorilor explicativi ai ratei anuale a inflației este prezentată prin comparație cu aceeași perioadă a anului anterior.

² Ordinul nr. 924/31.08.2005

Evoluția inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

Prețuri administrate versus prețuri libere

	variație anuală (%)				
	2004		2005		
	III	IV	I	II	III
Rata inflației	11,9	10,0	8,8	9,9	8,9
Prețuri administrate	17,9	11,2	10,8	14,3	12,5
1. Mărfuri nealimentare:	17,2	12,1	12,0	16,5	14,7
energie electrică	30,7	17,7	12,5	12,5	9,6
energie termică	0,0	10,4	12,0	12,0	12,0
gaze naturale	36,1	22,2	21,6	45,2	45,3
medicamente	-6,6	-6,9	1,4	1,0	-1,3
2. Servicii, din care:	18,2	9,8	8,9	11,0	9,1
apă, canal, salubritate	23,2	23,4	22,4	27,8	27,4
telefon	15,4	-0,1	3,1	4,3	-1,0
transport de călători pe calea ferată	17,5	19,2	14,6	12,0	9,9
transport urban (de călători)	16,4	17,0	16,3	21,0	25,9
Prețuri libere (CORE1)	10,1	9,5	8,2	8,5	7,8

Sursa: INS, calcule BNR

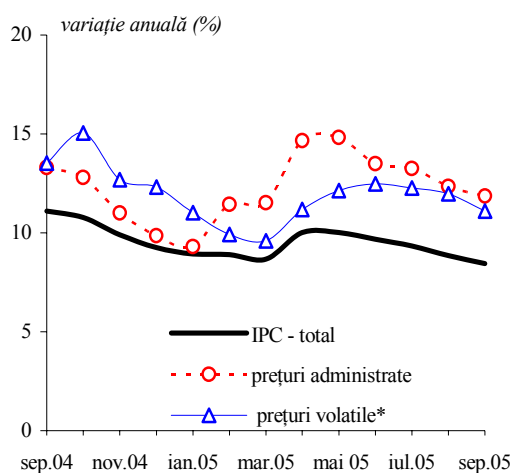
Prețurile de consum pe categorii de produse

	variație anuală (%)					
	2004		2005			
	III	IV	I	II	III	
Alimente, băuturi, tutun	11,4	9,8	8,1	8,0	6,8	
Îmbrăcăminte și încălțăminte	7,2	6,0	5,5	4,9	4,2	
Produse de uz casnic și menaj, mobilă	7,0	6,7	6,5	6,0	5,0	
Combustibili	15,6	20,1	15,8	18,3	16,9	
Întreținerea locuințelor*	23,2	18,4	16,5	23,0	21,8	
Igienă, sănătate	1,7	0,9	4,9	4,5	3,0	
Transport	15,2	15,8	15,3	19,0	21,2	
Poștă și telecomunicații	14,2	1,0	-0,7	-0,4	-2,3	
Recreere și cultură	10,9	8,7	8,5	7,5	7,5	
Bunuri și servicii diverse	6,3	6,6	6,9	6,3	5,2	

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

Sursa: INS, calcule BNR

Rata inflației



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

Sursa: INS, calcule BNR

Similar trimestrului II, presiunile generate de evoluția prețurilor producției industriale pentru piața internă s-au redus, dinamica înregistrată în sectorul prelucrător plasându-se în intervalul iulie-august cu numai 0,9 puncte procentuale peste variația nivelului general al prețurilor de consum. Factorii explicativi includ și de această dată: (i) aprecierea nominală mai rapidă a monedei naționale în raport cu euro; (ii) creșterea expunerii sectorului productiv la concurența externă și la competiția dintre comercianții cu amănuntul și (iii) aportul favorabil al costurilor cu unele materii prime neenergetice. Tendințele intervalului anterior s-au păstrat și în cazul costului unitar cu forța de muncă, dinamica acestuia accelerându-se în primele două luni ale trimestrului III cu încă 2,4 puncte procentuale (până la 13,7 la sută), în contextul unei creșteri mai rapide a salariului brut, dar și al restrângerii în continuare a sporurilor de productivitate. Dintre ramurile prelucrătoare cu impact direct asupra prețurilor de consum, presiuni semnificative în acest sens a generat numai industria ușoară³, în timp ce în industria alimentară și în cea de prelucrare a tutunului ritmurile de creștere a costului unitar cu forța de muncă au coborât sub nivelul trimestrului anterior (fiind în același timp inferioare mediei sectorului). Creșteri de ritm mult mai consistente (în medie 10 puncte procentuale, până la circa 40 la sută) au înregistrat ramurile din sectorul energetic (producția și distribuția de energie electrică și respectiv captarea, tratarea și distribuția apei); determinantă pentru această evoluție a fost absența oricăror măsuri de ajustare a dimensiunii personalului și a dinamicii salariale în urma restrângerii considerabile a activității.

O influență negativă asupra procesului dezinflaționist au continuat să aibă grupele cu prețuri volatile (+12,7 la sută, în ușoară creștere față de intervalul anterior), reducerea ritmului de creștere a prețurilor combustibililor și fructelor și ieftinirea ouălor fiind contracarate de scumpirea mai pronunțată a legumelor – rezultat al scăderii producției ca urmare a condițiilor meteorologice nefavorabile. Trebuie precizat totuși că, în pofida decelerării cu 1,4 puncte procentuale, dinamica prețului combustibililor a constituit și în trimestrul III un element de presiune asupra nivelului general al prețurilor de consum, plasându-se cu 8 puncte procentuale peste medie.

În trimestrul III, manifestarea unor influențe conjuncturale – mai important fiind efectul advers al inundațiilor extinse – nu a permis repetarea salturilor consemnate anterior în dinamica achizițiilor de bunuri și servicii ale populației, evoluția fiind

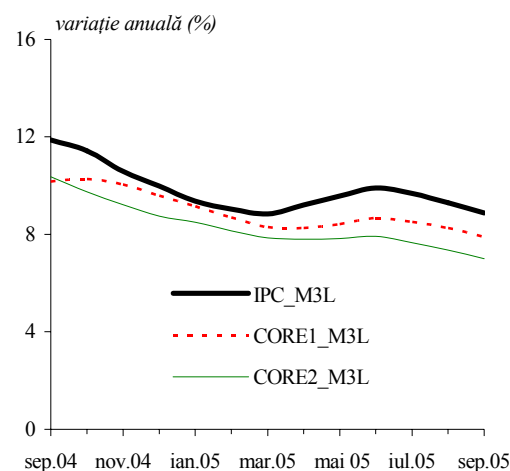
³ În industria textilă și în cea a confecțiilor, rata de creștere a costului unitar cu forța de muncă s-a majorat cu 2-3 puncte procentuale; în industria pielăriei, în pofida unei decelerări considerabile, această rată a continuat să depășească 30 la sută.

însă asociată mai degrabă constrângerilor apărute pe partea ofertei, decât unei diminuări a intensității cererii de consum. Astfel, pe fondul persistenței acțiunii stimulative a veniturilor populației și a finanțării bancare și nebankare, aceasta s-a menținut robustă, creând și în perioada analizată un mediu permisiv de propagare a tensiunilor acumulate la nivelul costurilor materiale și de personal (ritmul de creștere a prețurilor administrate, în pofida decelerării, s-a situat cu mult peste rata inflației, iar costul unitar cu forța de muncă în industrie a continuat să se deterioreze). La nivel agregat, deviația PIB de la nivelul său potențial⁴ a rămas pozitivă, indicând persistența excesului de cerere; chiar și în aceste condiții însă, măsura CORE2⁵ a inflației de bază s-a diminuat cu 0,9 puncte procentuale, după stagnarea înregistrată în trimestrul II⁶, ceea ce evidențiază ca determinanți principali ai evoluției accentuarea aprecierii nominale a monedei naționale în raport cu euro și intensificarea competiției – externe, dar și interne (atât în sectorul comercial, cât și în cel productiv).

În structură, dezinflația CORE2 a fost susținută doar de grupele de mărfuri (alimentare și nealimentare), în cazul serviciilor cu prețuri libere constatându-se o majorare a ritmului de creștere de aproape 1 punct procentual, explicată în esență prin absența constrângerilor impuse de concurența externă și, în acest context, prin efecte propagate de mai mare amploare ale creșterii prețurilor administrate și scumpirii combustibililor. Demn de remarcat este faptul că, deși cele două categorii de mărfuri au consemnat viteze de dezinflație comparabile, între acestea există diferențe apreciable în ceea ce privește nivelul atins de dinamica prețurilor – mult sub medie în cazul alimentelor și peste medie în cazul bunurilor nealimentare (ecart datorat exclusiv majorării în luna aprilie a accizelor incluse în prețul tutunului și țigărilor).

Rata anuală efectivă a inflației în trimestrul III 2005 s-a situat cu 0,3 puncte procentuale peste proiecția pe termen scurt efectuată în luna iunie. Deviația s-a datorat mai ales creșterii peste așteptări a prețului carburanților, în condițiile în care: (i) una dintre principalele ipoteze ale scenariului de evoluție a acestei variabile exogene se referea la estomparea presiunilor de aliniere la piața europeană, nivelurile atinse la sfârșitul lunii iunie fiind deja comparabile cu cele existente în jumătate din țările UE-25⁷ și (ii) operatorii interni au manifestat o

Trendul* ratei inflației



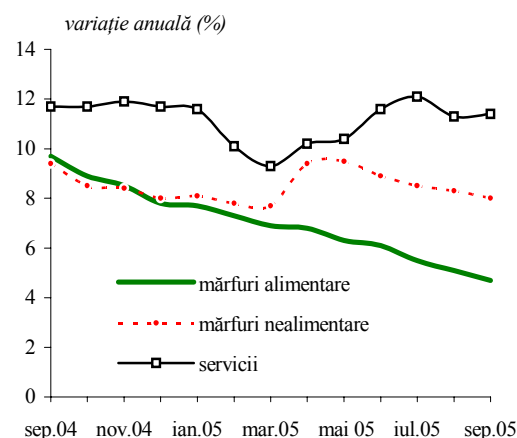
* calculat ca medie mobilă pe 3 luni

CORE1 - se exclud prețurile administrate

CORE2 - se exclud prețurile administrate și volatile

Sursa: INS, calcule BNR

Structura CORE2 pe grupe de mărfuri



Sursa: INS, calcule BNR

⁴ realizată pe baza variațiilor trimestriale

⁵ se exclud prețurile administrate și prețurile volatile (fructe, legume, ouă, combustibili)

⁶ comparații față de trimestrul precedent

⁷ noile state membre (cu excepția Ungariei), Grecia, Irlanda, Luxemburg, Spania

senzitivitate excesivă la majorarea prețului internațional al petrolului. La aceasta s-au adăugat subestimarea efectelor valurilor repetate de inundații asupra ofertei de legume, înregistrarea unei dinamici salariale superioare așteptărilor, dar și imperfecțiunile de agregare ce decurg din utilizarea ratelor lunare de creștere a prețurilor (calculule ar trebui realizate pe baza indicilor cu bază fixă, însă INS nu furnizează deocamdată astfel de serii la nivel dezagregat).

Influențe de sens contrar au exercitat diferențele dintre nivelurile efective și cele prognozate ale cursurilor de schimb leu/euro și leu/dolar SUA, aprecierea nominală înregistrată în termeni anuali în raport cu cele două valute fiind mai consistentă decât cea anticipată. Aceasta a fost, de altfel, principala cauză a situării variației efective a prețurilor administrate cu 1,5 puncte procentuale sub cea avută în vedere la realizarea proiecției (prin intermediul prețurilor medicamentelor și ale serviciilor de telefonie); în plus, creșterea tarifelor gazelor naturale consemnată în luna iulie (7,5 la sută) a fost inferioară mediei de 10,2 la sută anunțate de autoritatea în domeniu, iar scăderea prețului medicamentelor a fost accentuată de decizia adoptată de Ministerul Sănătății la sfârșitul lunii august.

III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

În trimestrul II 2005, PIB real a crescut cu 4,1 la sută⁸, marcând o încetinire cu încă 1,8 puncte procentuale a dinamicii anuale comparativ cu primul trimestru al anului curent; deviația PIB față de nivelul potențial s-a menținut pozitivă, chiar dacă în ușoară scădere comparativ cu intervalul anterior.

În ceea ce privește oferta, principala contribuție la frânarea creșterii economice a venit și în acest trimestru agriculturii – excluzând această influență conjuncturală, viteza de creștere a PIB s-a diminuat cu doar 0,7 puncte procentuale. În același sens a acționat accentuarea tendinței descendente a dinamicii activității industriale, intensificări (marginale însă) ale ritmului valorii adăugate brute consemnând numai serviciile și construcțiile.

1.1. Cererea

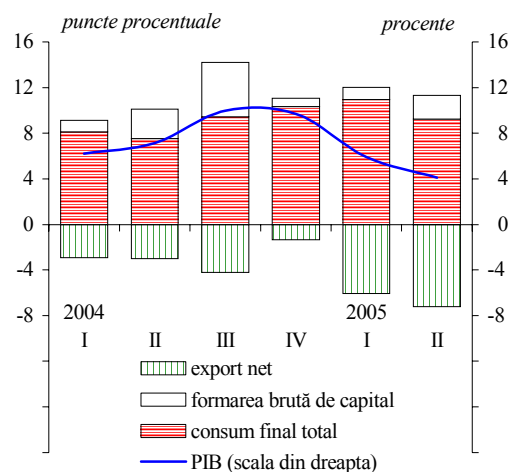
Consumul a reprezentat în continuare componenta cea mai dinamică a cererii interne, remontarea procesului investițional determinând totuși restrângerea la 1,5 puncte procentuale a decalajului dintre ritmul formării brute de capital fix și cel al consumului final (6,9 puncte procentuale în intervalul precedent). În schimb, rolul exporturilor în susținerea creșterii economice a continuat să se diminueze (dinamica anuală s-a comprimat în trimestrul II la 3,3 la sută, cel mai scăzut ritm din ultimele 13 trimestre), astfel încât, în condițiile menținerii ritmului alert al importurilor (+16,1 la sută), contribuția negativă a cererii externe nete la dinamica PIB s-a majorat cu încă 1,2 puncte procentuale, până la 7,2 puncte procentuale (cel mai ridicat nivel trimestrial din ultimii șapte ani).

1.1.1. Cererea de consum

Deși s-a situat sub media ultimelor trei trimestre (cu 1,5 puncte procentuale), viteza de creștere a consumului final s-a menținut ridicată (+10,5 la sută), semnalând persistența potențialului inflaționist asociat. De altfel, ritmul achizițiilor de bunuri și servicii ale populației a fost superior celui înregistrat în

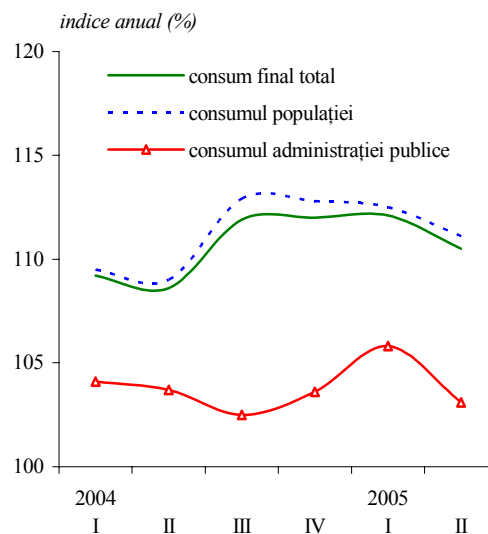
⁸ În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere sunt determinate prin comparație cu perioada corespunzătoare a anului anterior.

Contribuția componentelor cererii la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

Consumul final efectiv

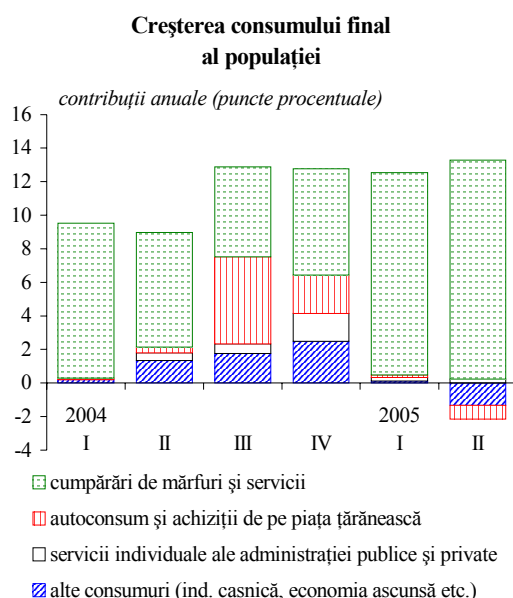


Sursa: INS

trimestrul anterior, relaxarea cererii totale de consum datorându-se în principal restrângerii autoconsumului (rezultat al unei producții agricole deficitare) și efectului de bază generat la nivelul consumului guvernamental de derularea alegerilor locale în perioada similară a anului anterior.

Cererea de consum a populației

Dinamica viguroasă a consumului final efectiv al gospodăriilor populației (11,1 la sută) a fost determinată în esență de cumpărările de bunuri și servicii (al căror ritm anual de creștere s-a accelerat cu 4,9 puncte procentuale comparativ cu trimestrul I, ajungând la 20,8 la sută). Creșterea puternică a cererii de consum a fost susținută în primul rând de menținerea ritmurilor înalte de creștere ale veniturilor populației⁹, dar și de accesibilitatea sistemelor de finanțare atât pe segmentul bancar¹⁰, cât și pe cel nebanca (vânzări de autoturisme în sistem *leasing*, credite de consum acordate de companii specializate prin intermediul unor parteneriate încheiate cu marii distribuitori de produse electrocasnice). De asemenea, accentuarea înclinației către consum a populației a fost favorizată de scăderea atractivității principalelor instrumente de economisire (depozite bancare și titluri de stat), dinamica anuală a acestora coborând de la 10,3 la sută în termeni reali în trimestrul I la 4,9 la sută (este posibil totuși ca la această decelerare să fi contribuit și opțiunea pentru plasamente alternative de tipul valorilor mobiliare și imobiliare).



Sursa: INS, calcule BNR

Analiza în structură a cererii de consum relevă orientarea mai pronunțată către consumul de bunuri durabile (intensificare cu peste 12 puncte procentuale a dinamicii anuale a volumului cifrei de afaceri aferente acestui subsector comercial, până la circa 28 la sută), susținută de segmentele *IT&C* și *autoturisme* (în acest din urmă caz, vânzările au fost stimulate și de derularea programului național de înnoire a parcului auto, prin acordarea primei de casare). În ceea ce privește achizițiile de bunuri de uz curent, ritmul de creștere a vânzărilor s-a menținut ridicat (circa 22 la sută față de trimestrul II 2004), marcând totuși o ușoară temperare comparativ cu primul trimestru, atribuită comerțului cu produse alimentare și farmaceutice.

Dinamizarea cumpărărilor de bunuri ale populației nu a antrenat însă și expansiunea producției interne care, comparativ cu trimestrul I, a înregistrat o creștere mai modestă pe segmentul

⁹ În trimestrul II 2005, rata reală a salariului mediu net pe economie a fost similară celei din intervalul ianuarie-martie (13 la sută), iar ritmul aferent influxurilor de venituri provenind din munca în străinătate și din transferuri curente private s-a accelerat în termeni reali până la 16,9 la sută (comparativ cu 5,8 la sută în trimestrul I).

¹⁰ În intervalul analizat, soldul creditelor de consum a crescut progresiv (cu 61,5 la sută în termeni reali, comparativ cu un ritm anual de 39,3 la sută în trimestrul I).

bunurilor de folosință îndelungată (inclusiv mijloace de transport¹¹, chiar dacă în acest caz ritmul a continuat să fie apreciabil – circa 39 la sută) sau chiar o scădere în cazul bunurilor de uz curent. În consecință, se poate aprecia că acomodarea plusului de cerere de consum s-a realizat printr-un aport mai consistent al importurilor – tendință alimentată de continuarea aprecierii nominale a monedei naționale, dar și de evoluția favorabilă a prețurilor externe pentru unele bunuri din această categorie (dinamica anuală a prețurilor bunurilor de uz curent exportate de UE-25 s-a redus ușor față de trimestrul anterior).

Cererea de consum guvernamental

Atenuarea ritmului de creștere a consumului final total a fost susținută și de consumul final efectiv al administrației publice (3,1 la sută, față de 5,8 la sută în trimestrul I), o posibilă explicație fiind efectul de bază datorat organizării alegerilor locale în trimestrul II 2004.

Evoluții bugetare

Reflectând scăderea dinamicii consumului final efectiv al administrației publice, precum și o posibilă evoluție similară a cheltuielilor destinate investițiilor guvernamentale, execuția bugetului general consolidat a trimestrului II 2005 s-a finalizat cu un sold pozitiv de 0,2 la sută din PIB (comparativ cu un deficit de 0,5 la sută din PIB consemnat în intervalul corespunzător al anului anterior); și situația balanței primare a fost considerabil îmbunătățită față de cea din aceeași perioadă a anului precedent (excedent de 0,7 la sută din PIB, versus deficit de 0,1 la sută din PIB). Aceste performanțe s-au datorat îndeosebi restrângerii nivelului relativ al cheltuielilor bugetare (de la 7,7 la sută din PIB în trimestrul II 2004, la 7,2 la sută), dar și creșterii volumului încasărilor (de la 7,1 la sută din PIB în trimestrul II 2004, la 7,4 la sută).

Sporirea veniturilor bugetare s-a realizat, în special, pe seama: (i) vărsămintelor din taxa pe valoarea adăugată, care s-au majorat cu 0,3 puncte procentuale din PIB, ca urmare a amplificării volumului cifrei de afaceri din comerțul cu bunuri și servicii, precum și (ii) încasărilor din contribuțiile de asigurări sociale, a căror majorare cu 0,2 puncte procentuale din PIB s-a datorat creșterii salariilor, dar și a numărului de salariați. Revigorarea acestor categorii de venituri a compensat în totalitate scăderea încasărilor din impozitul pe venit și a celor din impozitul pe profit (cu 0,2, respectiv 0,02 puncte procentuale din PIB), care a fost provocată de introducerea cotei unice de impozitare (16 la sută).

¹¹ În această categorie sunt cuprinse și autovehiculele care fac obiectul investițiilor în sectorul corporatist și în cel public și care, potrivit metodologiei conturilor naționale, aparțin formării brute de capital fix.

În schimb, majoritatea categoriilor de cheltuieli ale bugetului general consolidat au înregistrat scăderi ale greutății lor relative în PIB, comparativ cu trimestrul II 2004; excepție au făcut doar cheltuielile de personal, care și-au sporit cu 0,1 puncte procentuale ponderea lor în PIB, datorită majorării în două etape a salariilor personalului bugetar (la sfârșitul anului 2004 și la începutul anului curent). Cea mai severă comprimare au înregistrat-o cheltuielile de capital (cu 0,3 puncte procentuale din PIB), urmate de subvenții și de cheltuielile materiale (cu 0,2, respectiv 0,1 puncte procentuale din PIB), primele două categorii fiind inferioare chiar și în termeni absoluți celor consemnate în aceeași perioadă a anului anterior.

În luna iulie s-a efectuat a doua rectificare bugetară din acest an; ținta de deficit fiscal pentru anul 2005 a fost majorată de la 0,74 la 1,0 la sută din PIB, ca urmare a suplimentării cu circa 1 017 milioane RON (aproximativ 0,4 la sută din PIB) a fondului de rezervă bugetară la dispoziția Guvernului, având ca destinație acoperirea unei părți din pagubele produse de inundații. S-a prevăzut ca această majorare de cheltuieli să fie parțial contrabalansată prin sporirea cu 300 milioane RON a veniturilor bugetare, pe seama încasărilor din impozitul pe profit și a celor din taxa pe valoarea adăugată.

1.1.2. Cererea de investiții

În trimestrul II, accelerarea dinamicii formării brute de capital fix (cu 3,8 puncte procentuale, până la 9 la sută) a fost susținută de lucrările de construcții noi (6,7 la sută), pe fondul redresării segmentului rezidențial, dar și de revigorarea investițiilor în domeniul agricol (6,6 la sută).

Referitor la investițiile în utilaje (inclusiv mijloace de transport), restrângerea dinamicii resurselor proprii, în contextul pierderilor severe de ritm consemnate de producția industrială (de la 7,8 la sută în trimestrul IV 2004 la numai 0,7 la sută în trimestrul I 2005), a reprezentat un factor de limitare a activității investiționale pe ansamblul economiei, al cărui efect a fost doar parțial contrabalansat de atractivitatea creditelor bancare (datorată reducerii ratelor dobânzii și aprecierii monedei naționale) și de dezvoltarea activității de *leasing*¹². În consecință, achizițiile de utilaje, deși au reprezentat în continuare componenta cea mai dinamică a cheltuielilor de investiții (8,5 la sută), nu au putut egala nici în intervalul analizat ritmul

Investiții realizate

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

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

Sursa: INS

¹² Conform datelor Asociației Societăților de Leasing din România, valoarea contractelor de *leasing* încheiate în semestrul I 2005 a totalizat circa 1 miliard euro, reprezentând peste 60 la sută din cea aferentă întregului an 2004. De precizat însă că achizițiile de echipamente industriale și agricole constituie un segment minoritar în structura contractelor de *leasing* (circa 6 la sută), predominante fiind cumpărările de autovehicule (aproximativ 90 la sută, din care trei sferturi sunt autoturisme).

mediu de creștere înregistrat în perioada anterioară puseului investițional din trimestrele II-III 2004¹³, în timp ce volumul lucrărilor de reparații capitale a scăzut cu aproximativ 3 la sută față de anul precedent.

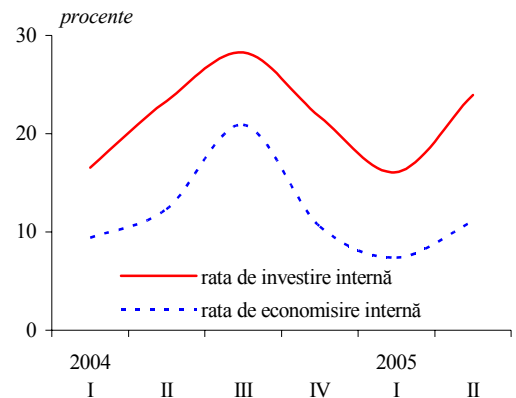
Și în cazul acumulărilor de capital, importurile au avut în general o contribuție mai accentuată la acomodarea plusului de cerere – atât în cazul achizițiilor destinate re tehnologizării (în condițiile în care volumul producției autohtone a scăzut la majoritatea produselor), cât și în cel al cumpărării de mijloace de transport. În cadrul acestei din urmă categorii, au existat totuși două segmente ale ofertei interne – autovehiculele comerciale și mijloace de transport nerutier –, care au reacționat pozitiv la dinamizarea cererii de investiții, deși cu o intensitate sensibil inferioară importurilor. În plus, merită menționat și ritmul încă ridicat de creștere a producției de autoturisme pentru piața internă (circa 68 la sută, potrivit statisticilor Asociației Producătorilor și Importatorilor de Automobile).

1.1.3. Cererea externă netă

Tendența de adâncire a contribuției negative a cererii externe nete la dinamica PIB, manifestată în ultimii doi ani, a continuat și în trimestrul II 2005 (-7,2 puncte procentuale, de la un nivel anterior de -6 puncte procentuale). De această dată însă evoluția nu este imputabilă accelerării ritmului de creștere a importurilor, ci reducerii la numai 3,3 la sută a dinamicii anuale a exporturilor, atribuită, în bună măsură, unui efect de bază¹⁴; evoluțiile curente semnalează, dimpotrivă, o revigorare a activității pentru export, indicele de volum al vânzărilor de bunuri și servicii pe piața externă (+4,5 la sută) fiind net superior celui înregistrat în trimestrul I (0,6 la sută)¹⁵.

Deteriorarea evoluției exporturilor comparativ cu perioada similară a anului 2004 s-a produs într-un context economic (intern și extern) caracterizat prin: (i) reducerea competitivității producătorilor autohtoni și intensificarea concurenței externe (reprezentativ este cazul industriei ușoare), astfel încât, în pofida creșterii cererii de import a Uniunii Europene, indicele de volum fizic corespunzător exporturilor românești cu această destinație a scăzut de la 102,8 la sută în trimestrul I la 96 la sută în perioada analizată și (ii) diminuarea semnificativă a efectelor conjuncturii internaționale favorabile existente anterior (cazul metalurgiei și al industriei chimice).

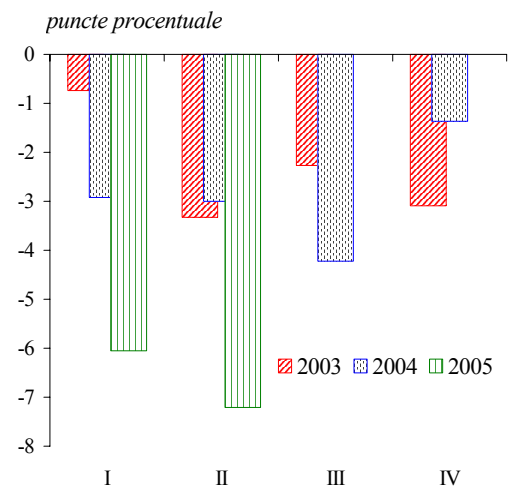
Rata de investire și rata de economisire



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

Contribuția cererii externe la dinamica PIB

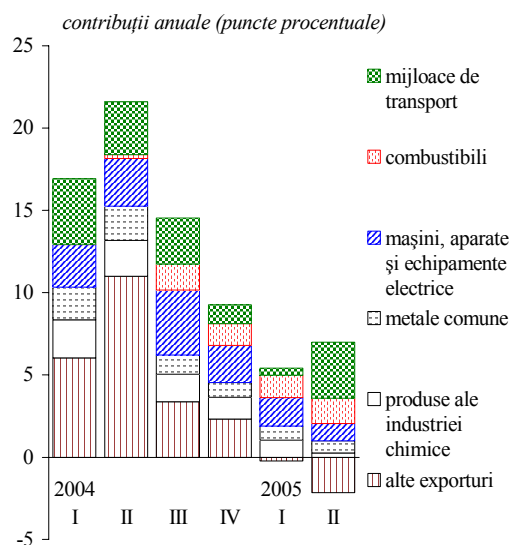


Sursa: INS

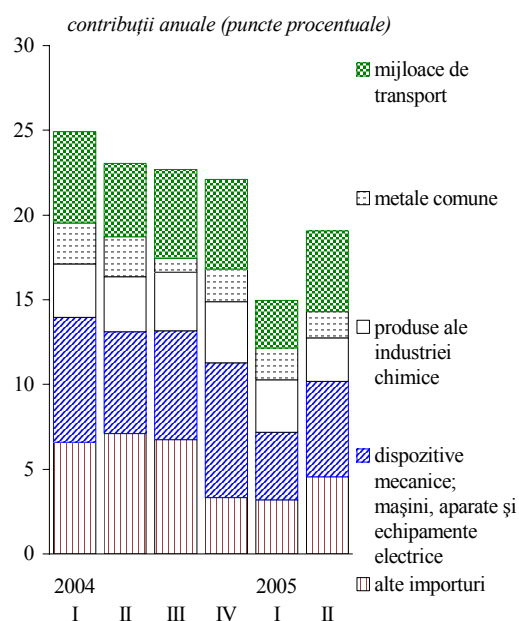
¹³ Media ritmurilor trimestriale din intervalul ianuarie 2003-martie 2004 s-a situat la circa 12 la sută.

¹⁴ În trimestrul II 2004 exporturile de bunuri și servicii au atins unul dintre cele mai înalte ritmuri anuale din ultimii 7 ani (+24,6 la sută).

¹⁵ variații trimestriale ajustate sezonier (calcule BNR)

Dinamica volumului fizic al exporturilor

Sursa: INS, calcule BNR

Dinamica volumului fizic al importurilor

Sursa: INS, calcule BNR

De remarcat faptul că majorarea volumului fizic¹⁶ al exporturilor față de perioada similară a anului precedent a fost generată de numai 5 ramuri – mijloace de transport rutier, prelucrarea țiteiului, mașini și aparate electrice, metalurgie și chimie¹⁷ (ultimele două înregistrând însă contribuții subunitare, mult inferioare valorilor trimestriale din ultimii doi ani).

În ceea ce privește importurile de bunuri și servicii, indicii anuali de volum s-au menținut și în intervalul analizat la niveluri înalte, chiar dacă în ușoară scădere față de trimestrul anterior (de la 118,4 la sută la 116,1 la sută), sub influența unui efect de bază, dar și a temperării de dinamică din perioada curentă¹⁸. Și în cazul importurilor de bunuri, cea mai mare parte a variației anuale a volumului fizic (peste 75 la sută) a fost asociată unui număr restrâns de categorii de mărfuri – mijloace și materiale de transport (în cadrul cărora dominante sunt autoturismele), dispozitive mecanice, produse ale industriei chimice, mașini, aparate și echipamente electrice, metale comune.

1.2. Oferta

Similar trimestrului anterior, contribuția dominantă la încetinirea ritmului de creștere economică a revenit agriculturii, pierderile provocate de condițiile meteorologice nefavorabile determinând scăderea cu 10,4 la sută a valorii adăugate brute generate de acest sector.

Industria și-a temperat semnificativ viteza de creștere, până la 2,6 la sută (nivel de aproape două ori mai mic decât cel din trimestrul I 2005). Pierderile de ritm observate în sectorul industrial pot fi asociate: (i) slăbirii cererii externe pentru o serie de produse cu pondere importantă în exporturile românești (din motivele menționate anterior); (ii) concurenței crescânde a importurilor competitive, accentuată de menținerea tendinței de apreciere nominală a leului față de principalele valute; (iii) acumulării de stocuri de produse finite în industria prelucrătoare.

În sectorul construcțiilor și în cel al serviciilor, valoarea adăugată brută s-a majorat în trimestrul II 2005 cu 4 și, respectiv, 7,1 la sută – ritmuri anuale doar marginal superioare celor înregistrate în intervalul precedent (cu 0,2-0,3 puncte procentuale). În cazul construcțiilor, evoluția a fost susținută de

¹⁶ $\Delta_{vf} = (I_v / I_{vu}) \times 100 - 100$, unde Δ_{vf} = variația volumului fizic, I_v = indicele valoric, I_{vu} = indicele valorii unitare; calcule pe baza datelor din balanța comercială

¹⁷ inclusiv prelucrarea cauciucului și a maselor plastice

¹⁸ -1,5 puncte procentuale față de trimestrul I, până la +6,8 la sută (variație trimestrială ajustată sezonier; calcule BNR)

revigorarea segmentului clădiri rezidențiale, ca urmare a reluării execuției unor proiecte a căror derulare fusese stopată anterior datorită procesului de renegociere a contractelor inițiat de mari firme de construcții, afectate de aprecierea semnificativă a leului în raport cu euro. În ceea ce privește serviciile, deși nu dispunem decât de informații parțiale referitoare la segmentele componente, se poate aprecia că expansiunii comerțului cu amănuntul, serviciilor destinate populației, telecomunicațiilor și serviciilor bancare și de asigurări i s-a opus slăbirea activității în comerțul cu ridicata, transportul de mărfuri și serviciile adresate întreprinderilor (în corelație cu evoluțiile consemnate în industrie, agricultură și construcții).

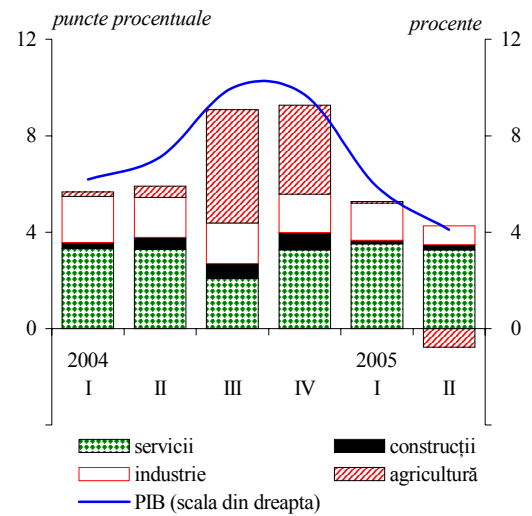
2. Piața muncii

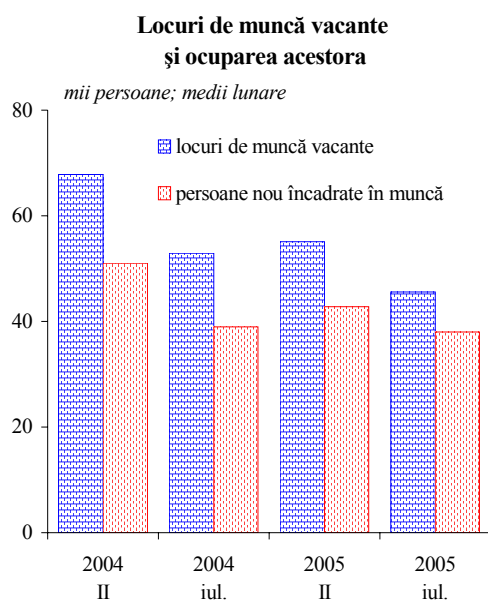
Presiunile pe piața forței de muncă s-au menținut semnificative în trimestrul II 2005, însă datele disponibile pentru trimestrul III indică o ușoară atenuare a acestora. Schimbarea condițiilor pe piața muncii nu a fost reflectată deocamdată de evoluția câștigurilor salariale, care nu a fost de natură a sprijini procesul dezinflaționist. Pe partea ofertei, rigiditatea salariilor din industrie a contribuit la deteriorarea costurilor unitare cu forța de muncă, în condițiile scăderii productivității muncii, iar pe partea cererii, persistența unei dinamici substanțiale a salariului net real a alimentat potențialul inflaționist al consumului populației.

2.1. Forța de muncă

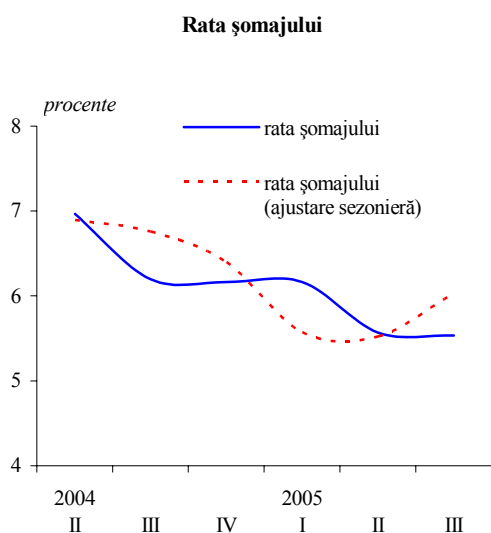
Rata șomajului înregistrat a atins în trimestrul II 2005 cel mai scăzut nivel din ultimii 13 ani (5,6 la sută), fiind cu 1,4 puncte procentuale mai redusă decât în perioada similară a anului anterior, în condițiile în care, în ultimele patru trimestre, numărul de angajări din rândul șomerilor a fost de 2,3 ori mai mare decât cel al concedierilor, iar peste 580 de mii persoane au renunțat să-și mai reînnoiască cererea pentru ocuparea unui loc de muncă, ieșind din evidențele ANOFM. Comparativ cu trimestrul II 2004, numărul de disponibilizări a scăzut cu circa 22 la sută, o restrângere a personalului salarizat având loc numai în sectorul industrial, în timp ce numărul salariaților din construcții și servicii și-a menținut tendința ascendentă. Totuși, similar trimestrului I 2005, majorarea numărului de salariați pe ansamblul economiei s-a datorat probabil nu doar creării de noi locuri de muncă, ci și formalizării unor contracte de muncă, în urma relaxării regimului fiscal. Ipoteza este susținută de manifestarea unei tendințe de limitare a numărului de angajări

Contribuția principalelor componente ale ofertei la dinamica PIB





Sursa: ANOFM



Sursa: ANOFM, calcule BNR

intermedie de ANOFM, care se realizează în cea mai mare parte¹⁹ din rândul șomerilor înregistrați.

Astfel, semnalele referitoare la slăbirea cererii suplimentare de forță de muncă, detectate în primele luni ale anului 2005, au fost confirmate de cele mai recente date statistice. Spre deosebire de anii anteriori, când în trimestrul II numărul de locuri vacante identificate de ANOFM a reprezentat valoarea maximă anuală, în anul 2005 această perioadă a înregistrat o ușoară reducere (-2,8 la sută) față de trimestrul anterior. În termeni anuali, scăderea numărului de locuri de muncă vacante a fost semnificativă (-18,8 la sută), posibile explicații fiind: (i) preocuparea angajatorilor pentru creșterea eficienței operaționale, după majorările de personal consemnate recent (îndeosebi în construcții și servicii, unde productivitatea muncii pare să se fi ameliorat²⁰) și (ii) deteriorarea anticipațiilor companiilor privind perspectivele activității economice (în industrie). În plus, numărul șomerilor ieșiți din evidențele ANOFM ca urmare a faptului că nu și-au reînnoit cererea pentru un loc de muncă a fost cu 35 la sută mai redus față de aceeași perioadă a anului anterior²¹; evoluția ar putea fi determinată de creșterea dificultății cu care aceștia își găsesc un loc de muncă prin eforturi proprii, într-un context marcat de puternice disparități regionale în ceea ce privește raportul cerere/ofertă pe piața muncii (rata șomajului la nivel de județ variind într-un interval de circa 8 puncte procentuale) și de o pregătire profesională inadecvată a șomerilor comparativ cu exigențele angajatorilor (numărul persoanelor nou angajate a fost în trimestrul II 2005 cu 22 la sută mai mic față de cel al locurilor de muncă identificate de ANOFM).

Datele statistice disponibile pentru trimestrul III 2005 indică menținerea ratei șomajului la un nivel scăzut (5,5 la sută), însă trebuie remarcat faptul că, eliminând influențele sezoniere, acest indicator se plasează pe o tendință ascendentă față de trimestrul anterior, situație atipică în ultimii ani²². Evoluția, corelată cu diminuarea în continuare a numărului de locuri vacante, sugerează o posibilă atenuare a presiunilor pe piața forței de muncă.

¹⁹ diferența o reprezintă studenții, pensionarii sau salariații care își caută un alt loc de muncă

²⁰ Conform calculului pe baza datelor privind populația ocupată (din ancheta AMIGO) și a datelor VAB, aferente trimestrului I 2005, productivitatea muncii în aceste sectoare a revenit la ritmurile anuale pozitive, după scăderi consecutive în trimestrele II-IV 2004.

²¹ Ieșirile masive din rândul șomerilor înregistrate în ultimii trei ani au fost probabil asociate dezvoltării economiei informale și migrării în străinătate în căutarea unui loc de muncă.

²² Având în vedere această schimbare de tendință, s-a renunțat la analiza datelor disponibile pe baza anchetei AMIGO (trimestrul I 2005), considerându-se că ar avea relevanță redusă.

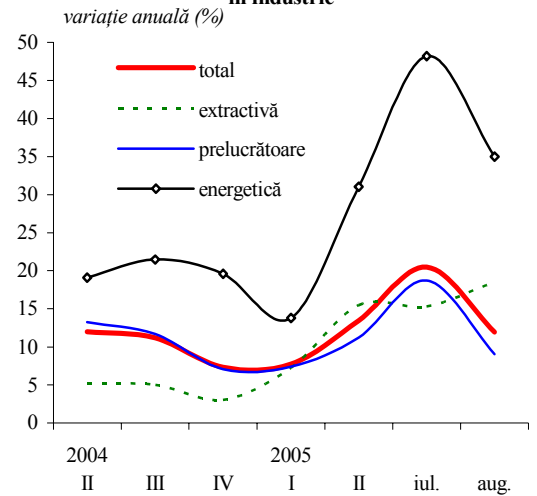
2.2. Venituri

Ritmul anual de creștere a salariului mediu brut pe economie a cunoscut în trimestrul II 2005 o ușoară intensificare în termeni nominali comparativ cu trimestrul anterior, datorată acordării de: (i) indexări cumulate de la începutul anului în industria hidrocarburilor; (ii) prime și stimulente în industria energetică; (iii) prime din profitul net și alte prime în serviciile private. În industria prelucrătoare, în contextul încetirii ritmului activității economice cu 5,1 puncte procentuale, dinamica anuală a salariului brut (+14,9 la sută) a scăzut cu 1,5 puncte procentuale, ajustare insuficientă pentru a contracara evoluția nefavorabilă a productivității muncii. Deteriorarea costurilor unitare nominale cu forța de muncă a fost vizibilă atât în ramuri producătoare de bunuri de consum (industria alimentară, de prelucrare a tutunului, industria ușoară, echipamente, aparate de radio, televiziune și comunicații), cât și în industrii producătoare de bunuri intermediare și de capital (metalurgie, industria chimică, mașini și echipamente).

Astfel, costurile unitare nominale cu forța de muncă au generat presiuni inflaționiste semnificative, având în vedere că au înregistrat ritmuri anuale de creștere situate la +20,7 la sută în industria hidrocarburilor, la +31,1 la sută în sectorul energetic și variind între +18 la sută și +41,2 la sută în majoritatea ramurilor prelucrătoare cu impact direct asupra prețurilor de consum. Datele statistice disponibile pentru trimestrul III 2005 indică accentuarea acestor presiuni²³, pe fondul restrângerii în continuare a câștigurilor de productivitate. În aceste condiții, ecartul dintre dinamica anuală a productivității muncii și cea a salariului brut real (deflatat cu IPPI pentru piața internă) s-a restrâns de la +6 puncte procentuale în trimestrul I 2005 la +0,4 puncte procentuale în perioada iulie-august. Cu toate acestea, este posibil ca declinul productivității muncii în industrie să fi fost de fapt mai puțin accentuat, comparația dintre datele statistice și rezultatele sondajelor de conjunctură sugerând că scăderea în termeni anuală a numărului de salariați raportați de către angajatori a fost atenuată de: (i) formalizarea unor contracte de muncă în urma introducerii cotei unice de impozitare și (ii) derularea în rândul angajaților fără carte de muncă a unora dintre măsurile de reducere a personalului impuse de evoluția indicatorilor de activitate.

²³ ritm anual pe ansamblul industriei de +13,5 la sută în trimestrul II 2005 (cu 5,6 puncte procentuale peste cel înregistrat în trimestrul anterior) și respectiv de +16 la sută în iulie-august 2005

Costul unitar cu forța de muncă în industrie



Sursa: INS, calcule BNR

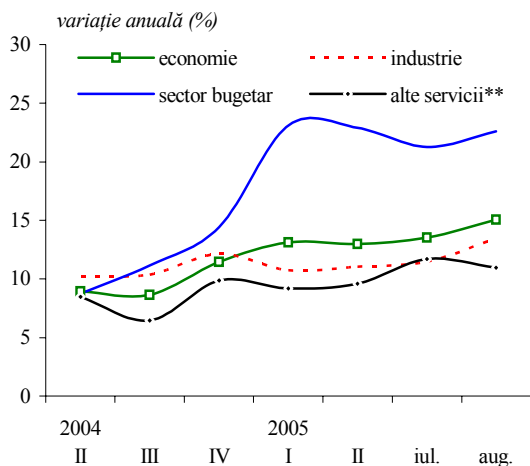
Productivitatea muncii și salariul brut real în industrie

	variație anuală (%)						
	2004			2005			
	II	III	IV	I	II	iul.	aug.
Productivitatea muncii	10,0	10,5	13,7	7,1	2,7	-3,4	5,5
Salariul mediu brut real*	4,1	2,3	3,8	1,0	2,3	4,5	6,1
Salariul mediu brut real**	0,1	-1,5	2,1	5,0	13,8	14,0	18,2

*) deflatat cu indicele prețurilor producției industriale pentru piața internă

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

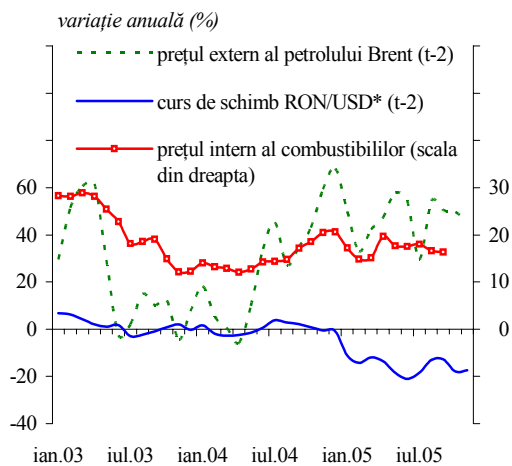
Sursa: INS, calcule BNR

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

Prețul petrolului și prețul combustibililor

*) (-) apreciere RON, (+) depreciere RON

Sursa: INS, AIE

Pe partea cererii, ritmurile înalte de creștere a salariului mediu net real înregistrate în trimestrele II și III (13 la sută și respectiv 14,3 la sută în lunile iulie-august²⁴) au reprezentat un factor important de stimulare a consumului de bunuri și servicii și, implicit, a potențialului său inflaționist. Influențe suplimentare în acest sens au exercitat: (i) influxurile de venituri din muncă și transferuri private²⁵, care și-au accelerat dinamica anuală în termeni reali de la 5,8 la sută în trimestrul I la 16,9 la sută în trimestrul II și 55,4 la sută în intervalul iulie-august și (ii) veniturile din pensii, a căror creștere anuală s-a menținut relativ ridicată (+11,3 la sută în termeni reali în perioada aprilie-iunie 2005), deși a continuat să se reducă față de trimestrele anterioare.

3. Prețuri de import și prețuri de producție

În trimestrul II 2005, presiunile inflaționiste exercitate de costurile materiale s-au atenuat pe seama contribuției favorabile a cursului de schimb și a prețurilor unor materii prime. În pofida unei decelerări de ritm, prețurile externe ale resurselor energetice și produselor animale importate au înregistrat în continuare variații importante. Trendul descrescător al dinamicii anuale a prețurilor de import și de producție se va menține probabil și în trimestrul III, o inversare de tendință fiind însă previzibilă pe segmentul produselor energetice din import.

3.1. Prețurile de import

Presiunile exercitate de prețurile externe ale bunurilor importate s-au diminuat în trimestrul II 2005, ritmul anual de creștere a valorii unitare a achizițiilor externe de mărfuri scăzând de la +5,9 la sută în trimestrul I la +4,1 la sută. Decelerarea a fost susținută de majoritatea categoriilor de mărfuri, singura evoluție notabilă de sens contrar fiind consemnată la nivelul grupei *încălțăminte*. Chiar dacă în scădere față de trimestrul anterior, variațiile anuale ale grupelor *produse minerale*²⁶ și *animale vii și produse animale* au fost în continuare net superioare mediei (+34,2 și respectiv +17,9 la sută), impactul asupra dinamicii prețurilor interne rămânând semnificativ.

La nivelul bunurilor industriale mișcările de prețuri au fost, în general, nesemnificative, fapt ilustrat atât de scăderea cu 0,5 la sută a valorii unitare pe relația cu Uniunea Europeană

²⁴ variații anuale²⁵ transformate în lei la cursul mediu RON/EUR din perioada respectivă, pentru a lua în considerare și erodarea puterii de cumpărare a acestora, ca urmare a aprecierii nominale a monedei naționale²⁶ minereuri, cărbune, țiței brut, produse petroliere, gaze naturale

(principalul partener comercial, furnizor în special de bunuri industriale), cât și de rata modestă de creștere a prețurilor producției industriale pentru export a UE-25 (+0,7 la sută, în scădere de la +1,3 la sută în trimestrul I 2005 mai ales ca urmare a evoluțiilor consemnate pe segmentul bunurilor intermediare; singura grupă care nu a susținut dezinflația a fost cea a bunurilor durabile, ritmul anual de creștere a prețurilor urcând cu 0,4 puncte procentuale, până la 1,3 la sută).

Pentru trimestrul III 2005 este previzibilă o schimbare de tendință pe segmentul produselor energetice în condițiile în care cotațiile țițeiului Brent au revenit pe o traiectorie pronunțat ascendentă, în luna august atingându-se un nou maximum istoric (67,3 USD/baril); prețul extern al gazelor naturale își va menține dinamica alertă a trimestrelor anterioare (+60,9 la sută în iulie-septembrie 2005 comparativ cu intervalul similar al anului anterior). Pe segmentul bunurilor industriale, datele disponibile (iulie-august) indică prelungirea tendinței înregistrate în trimestrul II de prețurile bunurilor intermediare, dar și accelerarea dinamicii prețurilor bunurilor de consum (nu numai durabile, ci și de uz curent).

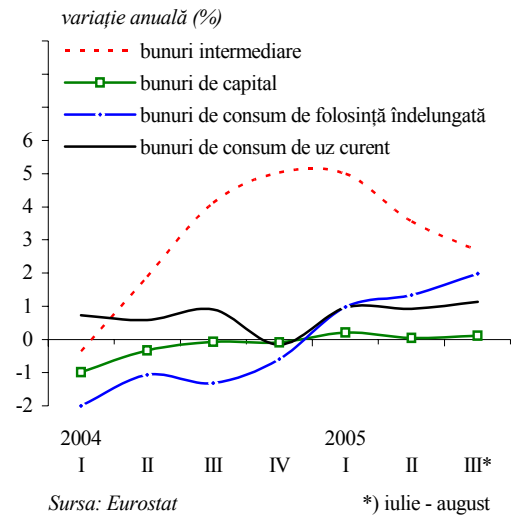
Comparativ cu perioadele corespunzătoare ale anului 2004, trimestrele II și III 2005 au continuat trendul de apreciere nominală a monedei naționale; evoluțiile curente marchează totuși anumite modificări în traiectoria cursului de schimb comparativ cu primul trimestru al anului – temperarea ritmului de apreciere în raport cu euro și întreruperea tendinței de apreciere în raport cu dolarul SUA –, care au condus la diminuarea influenței pozitive asupra inflației importate.

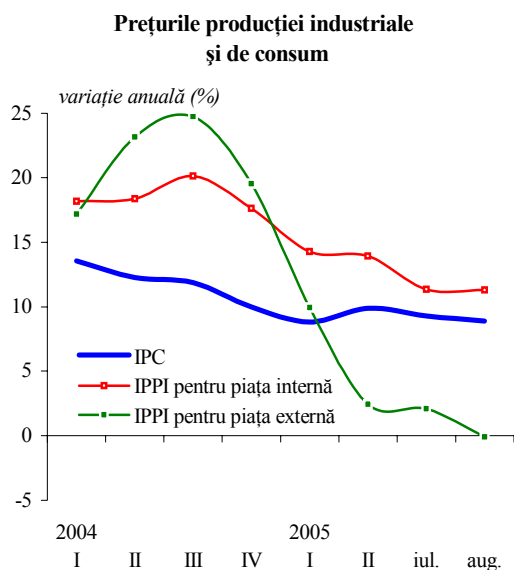
3.2. Prețurile de producție

3.2.1. Prețurile producției industriale

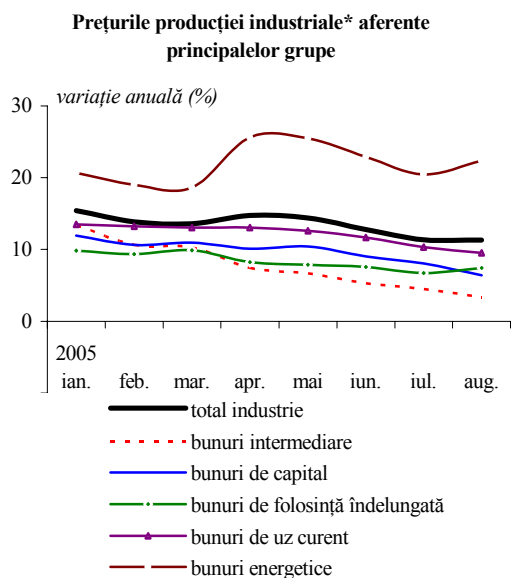
Trendul descendent al dinamicii anuale a prețurilor producției industriale pentru piața internă a continuat și în trimestrul II 2005 (-0,4 puncte procentuale față de trimestrul anterior, până la 13,9 la sută). Tendința a fost susținută exclusiv de sectorul prelucrător (ritm anual de 12,3 la sută, în scădere cu 1,4 puncte procentuale), care a beneficiat în continuare de diminuarea presiunilor exercitate de costurile cu unele materii prime (cereale, bumbac, metale) și de impactul favorabil al aprecierii monedei naționale față de principalele valute. În aceste condiții, decalajul dintre rata anuală de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă în sectorul prelucrător și cea a prețurilor de consum s-a redus de la 4,9 puncte procentuale în trimestrul I la 2,4 puncte procentuale în perioada analizată.

Prețurile producției industriale pentru export în UE-25





Sursa: INS



* pentru piața internă

Sursa: INS

Cea mai semnificativă decelerare a ritmului anual de creștere a prețurilor de producție a survenit la nivelul bunurilor intermediare: -4,9 puncte procentuale, până la 6,5 la sută; evoluția a fost imprimată de industria metalurgică și poate fi corelată cu tendința similară observată pe piața externă ca urmare a slăbirii presiunilor exercitate anterior de cererea puternică din partea Chinei, dar și cu restrângerea semnificativă a cererii interne (volumul vânzărilor pe această piață a scăzut cu 13 la sută față de aceeași perioadă a anului 2004, de aproape două ori mai mult decât în trimestrul I).

În același sens au evoluat și ratele de creștere a prețurilor corespunzătoare celor două grupe ale căror produse sunt incluse în coșul de consum – bunurile de uz curent și cele de folosință îndelungată. În cazul primelor, care dețin ponderea cea mai importantă, temperarea vitezei de creștere comparativ cu trimestrul anterior a fost relativ redusă (-0,8 puncte procentuale, până la 12,4 la sută), influența pozitivă a evoluțiilor din industria alimentară²⁷ (îndeosebi ca urmare a atenuării variațiilor anuale consemnate de prețurile interne ale produselor agricole²⁸) și din industria textilă fiind parțial anulată de accelerările de dinamică produse în industria confecțiilor și în cea a pielăriei (datorate în principal presiunii continue a costurilor cu forța de muncă²⁹). Sensibil mai favorabilă din perspectiva dezinflației a fost dinamica prețurilor pe segmentul bunurilor de folosință îndelungată – ritm anual de 7,9 la sută, inferior atât celui din trimestrul anterior (cu 1,8 puncte procentuale), cât și celui consemnat de cealaltă grupă adresată consumului populației.

O evoluție contrară celei observate la nivelul celorlalte grupe industriale a înregistrat ritmul anual al prețurilor bunurilor energetice, care a urcat la 24,6 la sută, fiind cu 5,2 puncte procentuale mai mare decât media trimestrului precedent. În mod evident, principalele influențe provin din industria de prelucrare a țițeiului (+39,5 la sută, în creștere cu 11 puncte procentuale) și din industria de extracție a hidrocarburilor (+14,3 puncte procentuale, până la 43,9 la sută) și sunt asociate probabil escaladării prețului petrolului pe piața internațională în perioada anterioară și parcurgerii în luna aprilie a unei noi etape din calendarul de aliniere a prețului gazelor naturale din producția internă la cel de import.

²⁷ ritm anual în scădere de la 9,9 la sută în trimestrul I la 7,4 la sută în perioada analizată

²⁸ a se vedea subsecțiunea 3.2.2. *Prețurile producției agricole*

²⁹ Cele două ramuri au înregistrat în ultimele patru trimestre creșteri reale ale costurilor unitare cu forța de muncă situate între 11 și 26 la sută, ceea ce explică persistența ratelor ridicate de creștere a prețurilor de producție (14,3 și respectiv 12 la sută în trimestrul II 2005).

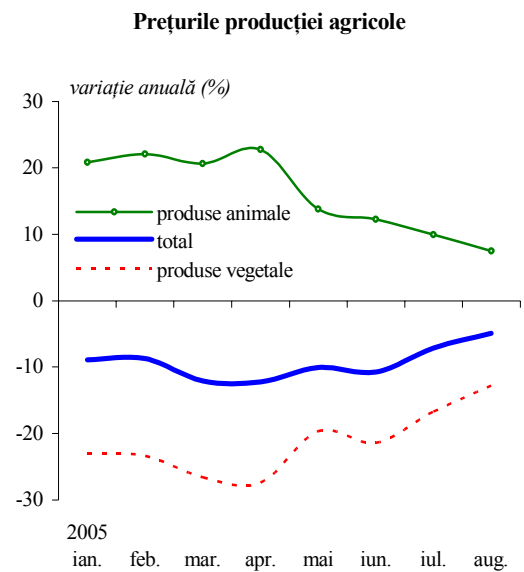
Dezinflația observată la nivelul prețurilor producției industriale în primele două trimestre ale anului ar putea continua și în trimestrul III. Spre deosebire de trimestrul anterior, un sprijin important ar putea veni din sectorul energetic (luna iulie consemnând o decelerare a prețurilor de producție de 3,6 puncte procentuale, comparativ cu media trimestrului anterior), posibil pe seama: (i) liberalizării pieței energiei electrice pentru consumatori (cu excepția celor casnici); (ii) creșterii ponderii energiei electrice produse în hidrocentrale la costuri mai mici.

3.2.2. Prețurile producției agricole

Similar trimestrului I 2005, prețurile produselor agricole au consemnat în trimestrul II 2005 o dinamică anuală negativă (-11 la sută), sub acțiunea efectului de bază manifestat în sectorul vegetal. Datorită variațiilor pozitive considerabile înregistrate de prețurile legumelor, evoluțiile curente de pe acest segment au fost mai puțin favorabile (ritm trimestrial de +5,9 la sută); prețul cerealelor a continuat totuși să se reducă, surplusul de ofertă generat de producția record a anului anterior reușind să inhibe efectele expectațiilor negative privind recolta din acest an.

Tendențele observate în intervalul anterior s-au menținut și la nivelul producției animale, ritmul anual al prețurilor scăzând cu încă 5 puncte procentuale (până la +16,2 la sută); deși evoluția a fost susținută de toate grupele de produse animale, dominantă a fost influența exercitată de segmentul cărnii de porc, unde rata anuală de creștere a prețurilor s-a redus cu peste 30 de puncte procentuale față de media primelor trei luni ale anului, în principal ca urmare a scăderilor de prețuri din perioada curentă (determinate de creșterea ofertei interne, favorizată probabil de revenirea interesului crescătorilor individuali pentru acest tip de producție³⁰ și de concurența importurilor).

Atenuarea presiunilor exercitate de prețurile produselor agricole va continua probabil și în trimestrul III, deși condițiile meteorologice nefavorabile vor restrânge sensibil contribuția favorabilă a segmentului vegetal, specifică acestei perioade a anului.



³⁰ efect conjugat al subvențiilor acordate de MAPDR, al cantității suficiente de furaje și al atractivității prețurilor

IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

Atât din punct de vedere strategic, cât și din perspectiva atitudinii și tacticii politicii monetare, trimestrul III al anului 2005 a constituit o perioadă deosebită a activității băncii centrale. În august, BNR a trecut în mod oficial la strategia de țintire directă a inflației, a cărei adoptare a fost pregătită pe parcursul unei perioade de 16 luni; prin această schimbare, banca centrală și-a asumat în mod mai clar sarcina de a urmări consecvent realizarea obiectivului său fundamental, responsabilitatea acesteia în atingerea țintei de inflație fiind, prin aceasta, mai bine evidențiată.

Politica monetară a fost intens solicitată în acest interval de reacutizarea constrângerii exercitate de intrările de capital pe termen scurt care au cunoscut o creștere de proporții, precum și de riscul intensificării acestui fenomen; printr-un comportament activ banca centrală a făcut eforturi să reconcilieze necesitatea de a contracara pe termen scurt acest pericol cu obiectivul de asigurare a sustenabilității pe termen mediu și lung a dezinflației. În acest scop, BNR a adoptat și implementat un mix adecvat de măsuri complementare de politică monetară, prudențială, dar și unele cu caracter administrativ, acestea având menirea să mențină stabilitatea financiară, dar și să sporească eficacitatea instrumentelor politicii monetare în realizarea și apoi în menținerea stabilității prețurilor; sub impactul acestor măsuri, condițiile monetare în sens larg, incluzând evoluția ratelor dobânzilor, a cursului de schimb al leului și a lichidității din economie, și-au păstrat caracterul adecvat continuării pe termen mediu a dezinflației.

Contextul macroeconomic al trimestrului III a fost deosebit de complex și de dificil din perspectiva conducerii politicii monetare, banca centrală confruntându-se simultan cu persistența unui ritm alert de creștere a cererii interne, pe de o parte, și cu revenirea puternică a intrărilor de capital speculativ pe piața financiară internă, pe de altă parte; o sursă suplimentară de îngrijorare pentru BNR a constituit-o posibilitatea deteriorării anticipațiilor inflaționiste, pe fondul prelungirii acțiunii nefavorabile exercitate de unii factori ai ofertei (prețul combustibililor) asupra indicelui general al prețurilor, situație care, de altfel, a necesitat revizuirea la 7,5 la sută a țintei anuale de inflație.

Menținerea la un nivel înalt a dinamicii cererii interne în trimestrul II – în pofida reculului suferit de o componentă importantă a consumului populației (autoconsumul) – dar mai ales evoluțiile din trimestrul III ale unor indicatori specifici au pus în evidență persistența presiunilor exercitate asupra principalelor echilibre macroeconomice de creșterea rapidă a absorbției interne. Potrivit datelor statistice, principalul determinant al acestei creșteri a continuat să-l constituie consumul populației, volumul cifrei de afaceri al majorității subramurilor comerțului cu bunuri și servicii de piață consemnând, în lunile iulie-august, sporuri relative medii anuale superioare celor din trimestrul II 2005. În această perioadă, efervescența consumului privat a fost consistent alimentată de accentuarea traiectoriei ascendente a venitului disponibil al populației, în condițiile: (i) intensificării creșterii veniturilor salariale reale nete (ritmul mediu anual al acestora a urcat la 14,3 la sută în lunile iulie-august, față de 13,0 la sută în trimestrul II); (ii) amplificării la un nivel record (inclusiv pe fondul sezonității) a remiterilor muncitorilor români în străinătate și (iii) creșterii numărului de salariați din economie.

Efectul sporirii veniturilor asupra consumului persoanelor fizice a fost amplificat de cel generat de schimbările produse în ultimii ani la nivelul comportamentului populației; astfel, intensificarea apelului persoanelor fizice la credite (bancare și nebancale), dar și continuarea declinului ritmului anual real de creștere a economiilor în bănci ale acestui segment pot fi considerate indicii ale accentuării preferinței populației pentru sporirea consumului curent în detrimentul celui viitor – atitudine opusă celei predominante în trecut. În perioada iulie-august, ritmul mediu anual de creștere (în termeni reali) a soldului creditelor acordate populației a urcat la 62,2 la sută (față de 53,1 la sută în trimestrul II și, respectiv, 43,4 la sută în trimestrul I 2005), contribuția cea mai semnificativă la această dinamică revenind împrumuturilor destinate consumului³¹, al căror ritm mediu anual de creștere reală (77,9 la sută) l-a devansat net pe cel din trimestrul precedent (61,2 la sută). Deși creșterea ei s-a încetinit, componenta în valută a creditelor de consum a rămas cea mai dinamică (creștere anuală de 303,6 la sută, față de 403,1 la sută în trimestrul precedent), în condițiile în care cerințele specifice impuse la obținerea acestor credite au fost percepute ca fiind mai avantajoase. La aceasta au contribuit și promoțiile agresive derulate de numeroase instituții de credit interesate în câștigarea de noi cote de piață, oferta relativ atractivă a unora dintre

³¹ Informațiile privind creditele de consum și cele ipotecare au ca sursă lucrarea „Comportamentul financiar al populației și agenților economici în profil teritorial”, elaborată de BNR, a cărei sferă de raportare nu include Creditcoop.

acestea continuând să fie consistent susținută de resursele atrase de la băncile-mamă.

Revigorarea cererii interne a fost întreținută în acest interval și de investițiile sectorului privat, accelerarea dinamicii acestora³² fiind susținută și de ritmurile de creștere înregistrate de fluxurile unor surse specifice de finanțare. Astfel, în perioada iulie-august, creditul pe termen lung s-a majorat în termeni reali într-un ritm mediu anual aproape identic celui din trimestrul anterior, viteza anuală de creștere a împrumuturilor în lei dublându-se comparativ cu aceeași perioadă. La rândul lor, creditele financiare externe pe termen mediu și lung³³ de care a beneficiat sectorul nebancau au sporit cu un volum mediu lunar de 203 milioane euro (+187,3 milioane euro în trimestrul anterior). Datorită aportului substanțial al finanțării externe la formarea excedentului de cerere internă, presiunile acestuia au continuat să fie în mare parte preluate de balanța comercială, al cărei deficit a consemnat în perioada iulie-august doar o ușoară temperare a tendinței de adâncire comparativ cu trimestrul precedent.

Intrările de capital cu potențial speculativ au fost în schimb mult mai dinamice în trimestrul III 2005. Atras, în special, de: (i) diferențialul încă înalt al ratelor dobânzilor, (ii) așteptările de prelungire a trendului de apreciere în termeni nominali a leului în raport cu euro, inclusiv ca efect al anticipării flexibilizării cursului de schimb în contextul noii strategii de politică monetară și (iii) posibila scădere a primei de risc suveran, acest capital s-a reorientat masiv spre piața financiară internă începând cu luna iulie. Abundența intrărilor de capital volatili a generat valori lunare record ale tranzacțiilor clienților băncilor³⁴ pe piața valutară interbancară, dar, mai ales creșterea soldului depozitelor la termen în lei ale nerezidenților (de peste trei ori, în august). Efectele adverse imediate ale acestor intrări au constat, în principal, în creșterea puternică a presiunilor asupra cursului de schimb și în aprecierea nominală rapidă a leului, precum și în sporirea lichidității excedentare din sistem și a costurilor suportate de BNR, în condițiile în care o parte din capitalul speculativ a fost sterilizat.

Acest context macroeconomic, caracterizat, pe de o parte, prin creșterea alertă a cererii interne finanțate consistent – direct sau prin intermediul băncilor – din surse externe și, pe de altă parte, prin creșterea riscurilor induse din perspectiva echilibrului macroeconomic și ale stabilității financiare de amplificarea

³² În trimestrul II 2005 formarea brută de capital fix a crescut într-un ritm anual de 9,0 la sută (5,2 la sută în trimestrul precedent).

³³ intrări brute de capital

³⁴ În trimestrul III 2005, volumul tranzacțiilor nerezidenților a sporit de peste 16 ori comparativ cu trimestrul precedent.

intrărilor de capital volatil, a acutizat dilema băncii centrale privind politica ratei dobânzii.

La complicarea contextului macroeconomic a contribuit și încetinirea ușoară a dezinflației – față de proiecția pe termen scurt a BNR –, datorată, în principal, creșterii peste așteptări a prețurilor carburanților și ale unor produse vegetale (legume). Punând în balanță nevoia de a-și consolida credibilitatea prin atingerea obiectivului de inflație, pe de o parte, și cerința de a spori rolul ancorării anticipațiilor publicului prin ținta de inflație anunțată, pe de altă parte, – ambele sporindu-și importanța în contextul noii strategii de politică monetară –, banca centrală și-a ajustat în acest context obiectivul de inflație stabilit pentru luna decembrie. Chiar și în aceste condiții, persistența presiunilor exercitate asupra inflației de bază de ritmurile înalte de creștere a prețurilor serviciilor, precum și posibilitatea amplificării efectelor secundare ale ajustărilor de prețuri administrate programate pentru lunile următoare au continuat să reprezinte un risc din perspectiva menținerii dezinflației pe trendul dorit.

În fața provocărilor majore ale conjuncturii economice, soluția la care a recurs banca centrală a fost aceea de a îmbina într-o manieră flexibilă și coerentă o diversitate de măsuri aflate la dispoziția sa (de politică monetară, privind cursul de schimb, prudențiale și chiar administrative). În prima parte a intervalului BNR a mizat în mai mare măsură pe politica ratei dobânzii în încercarea sa de a contracara tendința de supraîncălzire a economiei. Astfel, după ce în iulie a decis să nu mai opereze scăderi asupra propriilor rate de dobândă³⁵, banca centrală a continuat în august să crească restrictivitatea acestei politici, majorând la 8,5 la sută rata medie efectivă a dobânzii aferente operațiunilor de sterilizare – unul din reperatele utilizate de instituțiile de credit în stabilirea ratelor dobânzilor la credite și depozite. În același timp, în scopul sporirii transparenței băncii centrale și a consecvenței mesajelor de politică monetară, precum și al refacerii rolului de semnal al ratei dobânzii – inclusiv din perspectiva adoptării oficiale în această lună a strategiei de țintire directă a inflației –, decalajul dintre rata dobânzii de politică monetară și rata efectivă a operațiunilor de sterilizare a fost eliminat.

Politica ratei dobânzii a suportat însă, în această perioadă, restricțiile impuse de puternica revenire a intrărilor de capital speculativ pe piața financiară internă, dar și de eficacitatea sa limitată datorită ponderii ridicate deținute de creditul în valută în totalul creditului neguvernamental (59,4 la sută în luna august); cele două argumente au plecat în favoarea abținerii

³⁵ Rata dobânzii de politică monetară a fost menținută la 12,5 la sută, iar randamentul mediu efectiv al operațiunilor de sterilizare a fost păstrat la 8,0 la sută, decalajul dintre ele fiind temporar prelungit.

băncii centrale de la utilizarea mai agresivă a acestei politici. În compensație, pentru a consolida restrictivitatea politicii monetare și pentru a crește în perspectivă funcționalitatea canalului creditului (în lei) și implicit a celui al ratei dobânzii, pe de o parte, dar și pentru a contracara riscurile induse din perspectiva stabilității financiare de ritmul înalt de creștere a creditului în valută pe de altă parte, BNR a adoptat în iulie un set de măsuri care a inclus: (i) extinderea graduală³⁶ a aplicării ratei rezervelor minime obligatorii de 30 la sută asupra tuturor pasivelor în valută, indiferent de scadență și de data atragerii lor; (ii) reducerea³⁷ de la 18 la 16 la sută a ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei cu scadență mai mică de doi ani și (iii) modificarea prevederilor normelor privind limitarea riscului de credit pentru persoanele fizice, în sensul înăsprirea condițiilor de accesare a împrumuturilor bancare³⁸.

Concomitent, banca centrală și-a reactivat intervențiile pe piața valutară, în ideea de a descuraja intrările de capital volatil prin compromiterea anticipațiilor de apreciere stabilă și prin accentuarea impredictibilității cursului de schimb al leului. În pofida cumpărării unui volum record de devize în luna august, rata de schimb leu/euro nu și-a întrerupt, însă, traiectoria descendentă, moneda națională apreciindu-se în termeni nominali față de euro cu 1,7 la sută (după ce în iulie leul acumulasese 1,4 la sută).

Pe fondul lipsei de reacție favorabilă a intrărilor de capital volatil la *mix*-ul de măsuri implementate de BNR și al continuării creșterii lor, banca centrală a decis să opereze o schimbare radicală în maniera de abordare a contextului, adoptând soluția extremă a relaxării *de facto* a politicii ratei dobânzii. Mizând pe manifestarea efectelor restrictive ale: (i) schimbărilor efectuate asupra mecanismului rezervelor minime obligatorii aferente depozitelor în valută, și (ii) semnalului dat de menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 8,5 la sută, autoritatea monetară a coborât treptat nivelul mediu zilnic al randamentelor aferente plasamentelor băncilor la BNR. Aceasta s-a realizat prin intermediul politicii lichidității, banca centrală inițiind în a doua parte a lunii august un proces de reducere graduală a volumului de monedă excedentară absorbit prin intermediul depozitelor pe termen de o lună; în aceste condiții, instituțiile de credit au fost nevoite să-și intensifice apelul la facilitatea de depozit oferită de banca centrală, media

³⁶ Măsura s-a implementat în două etape: începând cu perioada de aplicare 24 iulie-23 august 2005 s-a aplicat o rată de 15 la sută pentru pasivele în valută cu scadența mai mare de 2 ani atrase înainte de 23 februarie 2005 inclusiv, iar începând cu perioada de aplicare 24 august-23 septembrie s-a aplicat o rată de 30 la sută pentru pasivele menționate anterior.

³⁷ începând cu perioada de aplicare 24 august-23 septembrie

³⁸ intrate în vigoare începând din 28 august 2005

randamentelor aferente celor două categorii de plasamente la BNR înregistrând o puternică scădere.

Aceasta s-a dovedit însă insuficientă, piața valutară interbancară continuând să consemneze creșteri substanțiale ale volumului capitalului angajat în operațiuni de arbitrajare; în aceste condiții, BNR a considerat reducerea drastică a propriilor rate de dobândă ca fiind următorul pas necesar. Prin urmare, banca centrală a coborât la 7,5 la sută rata dobânzii de politică monetară și a re poziționat pe un palier inferior culoarul format de ratele dobânzilor facilităților permanente: rata dobânzii la facilitatea de credit a fost redusă la 14,0 la sută, în timp ce rata dobânzii aferente facilității de depozit a fost aliniată la nivelul celei practicate de Banca Centrală Europeană (1,0 la sută). În același timp, BNR a continuat să aplice practica sterilizării parțiale prin atragerea de depozite a excedentului de monedă, apelul tot mai consistent al băncilor la facilitatea de depozit determinând reducerea semnificativă a randamentului mediu al plasamentelor³⁹ acestora la BNR (5,2 la sută în luna septembrie). Impactul acestor decizii a fost rapid receptat de piață; intrările de capital și-au stopat în scurt timp creșterea, iar rata de schimb a leului și-a frânat coborârea, înregistrând spre sfârșitul lunii chiar o inversare de traiectorie.

Pentru a atenua efectele relaxării politicii ratei dobânzii asupra lichidității din economie, dar și pentru a ameliora structura creditului neguvernamental, necesară inclusiv din perspectiva menținerii stabilității financiare, în luna septembrie Consiliul de administrație al BNR a adoptat o serie de măsuri cu caracter administrativ destinate limitării creșterii creditelor în valută. Acestea s-au concretizat, în principal, în plafonarea gradului de expunere a unei instituții de credit rezultat din acordarea de credite în valută persoanelor fizice și juridice (neacoperite în mod natural la riscul valutar care induce risc de credit instituțiilor de credit finanțatoare) la maximum 300 la sută în raport cu fondurile proprii ale acesteia⁴⁰.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

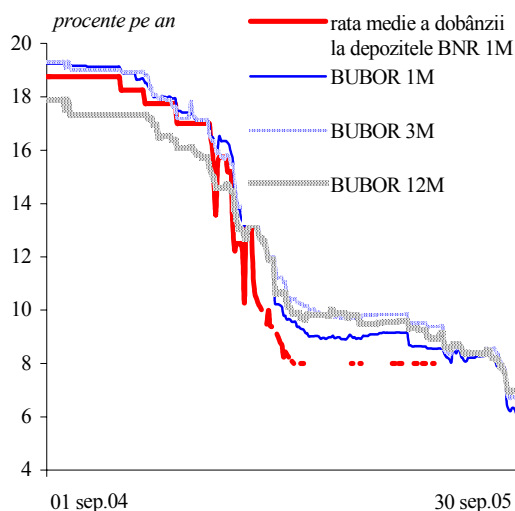
Creșterea neașteptat de puternică a intrărilor de capital volatil și maniera în care BNR a reacționat în acest context pentru a consolida stabilizarea monetară și pentru a prezerva sănătatea sistemului bancar au imprimat condițiilor monetare din trimestrul III o configurație specifică. Leul și-a amplificat aprecierea în termeni nominali față de euro, în timp ce ratele dobânzilor pe termen scurt au manifestat o tendință de scădere,

³⁹ soldul mediu zilnic al depozitelor pe o lună și al facilității de depozit

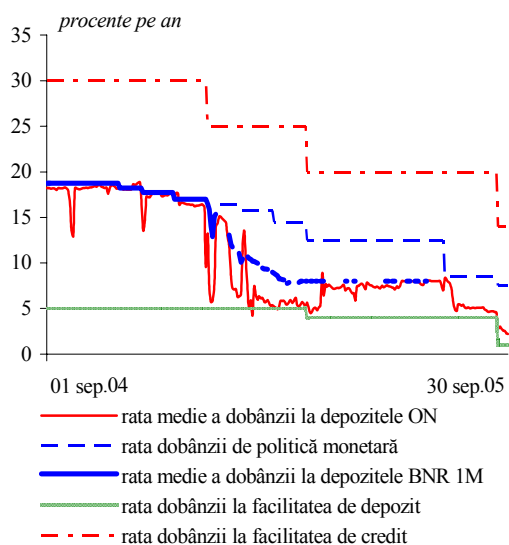
⁴⁰ măsura a intrat în vigoare începând din 26 septembrie

care s-a accentuat spre finele intervalului. Cererea de bani a rămas robustă, iar ritmul de creștere a creditului neguvernamental s-a accelerat, în special pe seama dinamicii alerte a împrumuturilor populației.

Rata dobânzii la depozitele atrase de BNR și ratele BUBOR



Ratele dobânzilor pe piața monetară interbancară



2.1. Ratele dobânzilor

Reflectând condițiile specifice ale lichidității și modificările frecvente și ample ale ratelor dobânzilor BNR, ratele dobânzilor depozitelor interbanci au manifestat în trimestrul III 2005 o tendință generală de coborâre, perioadele de calm relativ al evoluției lor fiind întrerupte de ajustări descendente rapide și severe ale acestora.

Astfel, după ce în luna iulie s-au menținut relativ stabile, randamentele depozitelor interbanci au suferit în a doua jumătate a lunii august o scădere bruscă, provocată de punerea în practică a deciziei BNR de a nu mai absorbi integral⁴¹, prin atragerea de depozite pe termen de o lună, surplusul de lichiditate din sistem. Producerea simultană a restrângerii substanțiale a volumului depozitelor atrase de autoritatea monetară și a sporirii rezervelor excedentare din sistem ca urmare a cumpărărilor de valută efectuate de BNR în acest interval, pe de o parte, și a scăderii ușoare a cererii de rezerve⁴², pe de altă parte, a intensificat la un nivel fără precedent apelul băncilor la facilitatea de depozit. Pe acest fond, randamentele zilnice ale depozitelor interbanci s-au redus puternic și s-au distanțat progresiv de rata dobânzii de politică monetară, plasându-se în scurt timp pe un palier aflat în proximitatea limitei inferioare a culoarului delimitat de ratele dobânzilor facilităților permanente. Declinul randamentelor s-a accentuat în luna septembrie, în contextul amplificării excedentului de lichiditate și al coborârii ratei dobânzii facilității de depozit; pe ansamblul lunii, rata medie a dobânzii tranzacțiilor interbanci a scăzut la nivelul de 3,4 la sută, fiind cu 4,0 puncte procentuale inferioară celei consemnate în ultima lună a trimestrului II.

Fiind mai sensibile la creșterea excedentului de lichiditate și a gradului de incertitudine a pieței interbancare, ratele dobânzilor depozitelor interbanci pe scadența de o zi au coborât sporadic chiar sub randamentul aferent facilității de depozit, plaja lor de variație lărgindu-se substanțial (între 1,1 și 7,6 la sută). Sub impactul acelorași factori, volatilitatea ratelor dobânzilor pe

⁴¹ Aceasta s-a realizat atât prin adoptarea de către banca centrală a sistemului licitațiilor pe bază de rată fixă a dobânzii și cantitate variabilă, raportul dintre lichiditatea absorbită și volumul total al ofertelor transmise de bănci în cadrul licitațiilor fiind restrâns progresiv, cât și prin reducerea considerabilă a frecvenței organizării de licitații.

⁴² datorată reducerii de la 18,0 la 16,0 la sută a ratei rezervelor minime obligatorii aferente depozitelor în lei

termen foarte scurt s-a amplificat treptat, atingând în luna septembrie o valoare record.

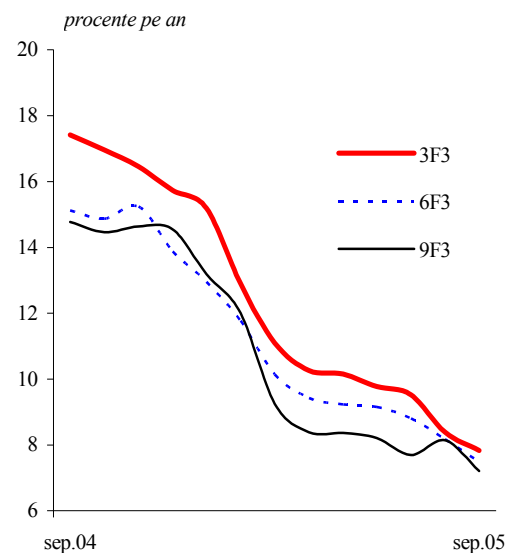
O altă consecință a creșterii excedentului de lichiditate a constituit-o pierderea de adâncime a pieței interbancare, volumul mediu al operațiunilor interbănci diminuându-se pe ansamblul trimestrului III 2005 cu 18,3 la sută comparativ cu trimestrul precedent; din perspectiva valorilor lunare ale operațiunilor, îngustarea pieței a fost și mai evidentă, fluxul mediu al depozitelor tranzacționate în septembrie reprezentând doar 47,4 la sută din cel aferent lunii iunie.

Curba randamentelor BUBOR (1M-12M) și-a accelerat coborârea⁴³, consemnând, totodată, o tendință de aplatizare. Scăderea a fost și mai rapidă în cazul cotațiilor medii pe scadențele inferioare (ON și 1W), a căror valoare medie lunară a fost în luna septembrie cu 3,0 puncte procentuale inferioară celei din iunie; în consecință, ecartul dintre mediile lunare BUBOR 12M – BUBOR ON s-a mărit din nou (de la 1,6 puncte procentuale în iunie la 3,6 puncte procentuale în septembrie). O mișcare ascendentă (creștere cu 0,2 puncte procentuale) a consemnat și distanța dintre ratele BUBOR ON și randamentele efective aferente tranzacțiilor pe această scadență.

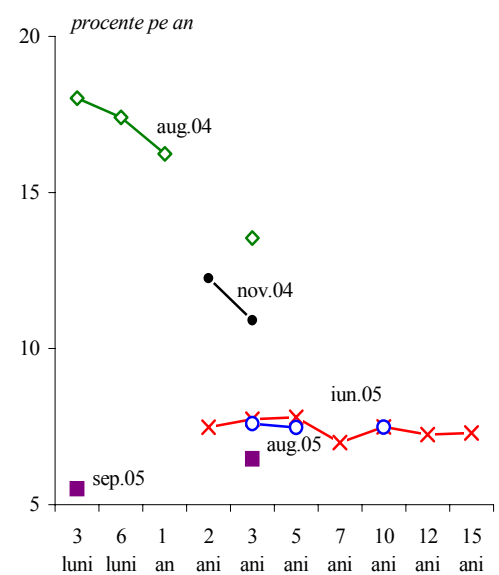
Ratele *forward* implicite calculate pe baza cotațiilor din luna septembrie indică, similar perioadei anterioare, o conservare a randamentelor interbancare în următoarele trei luni, nivelul anticipat al ratei BUBOR 3M pentru luna decembrie fiind de 7,8 la sută (aproape identic cu cel actual); potrivit acestor cotații, BUBOR 3M este anticipată să scadă în lunile martie și iunie 2006 cu 0,4 și, respectiv, 0,6 puncte procentuale față de valoarea lunii decembrie. La rândul său, sondajul lunar al BNR relevă faptul că băncile anticipează ca rata BUBOR 12M să se reducă cu 0,5 puncte procentuale în luna octombrie și cu 1 punct procentual până în luna octombrie 2006 (față de nivelul înregistrat de aceasta la sfârșitul lunii septembrie 2005).

Randamentele pieței primare a titlurilor de stat au avut un comportament diferit față de cel al ratelor dobânzilor interbancare, acestea înregistrând o scădere abruptă doar în luna septembrie (de 1,7 puncte procentuale în cazul certificatelor de trezorerie cu scadența de 3 luni și de 1,1 puncte procentuale în cel al obligațiunilor de stat cu maturitatea de 3 ani); în schimb, în primele două luni ale trimestrului ratele dobânzilor atașate noilor titluri de stat au cunoscut o relativă stagnare, care a succedat tendința de creștere a acestora din perioada anterioară.

Rate forward implicite



Curba randamentelor titlurilor de stat



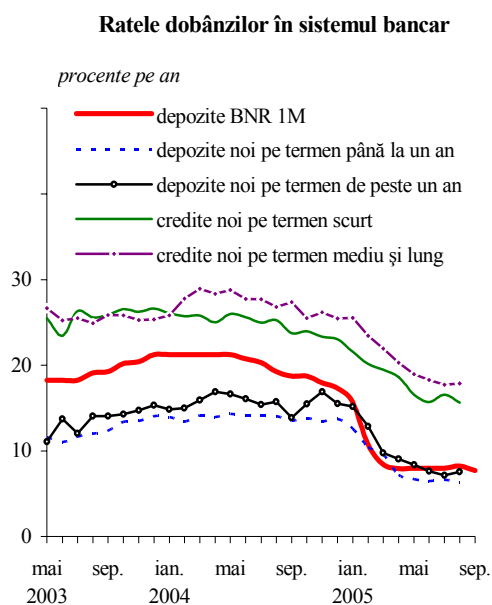
⁴³ aceasta a fost mult mai puternică decât cea anticipată de ratele *forward* implicite, calculate pe baza cotațiilor din luna iunie

Reculul din septembrie al ratelor dobânzilor titlurilor de stat a fost favorizat, pe de o parte, de cererea ridicată de înscrișuri publice a operatorilor pieței⁴⁴, iar pe de altă parte, de volumul scăzut de titluri de stat oferit spre vânzare, în condițiile prelungirii situației financiare confortabile a contului Trezoreriei statului; aceasta a permis, de altfel, MFP să efectueze integral răscumpărările nete de înscrișuri publice programate (circa 63 milioane RON).

Majoritatea titlurilor de stat emise de MFP de-a lungul intervalului analizat au fost obligațiuni de stat cu scadențe de 3, 5 și 10 ani, certificatele de trezorerie cu scadența la 3 luni deținând o pondere redusă în totalul noilor emisiuni; randamentele înscrișurilor publice puse în circulație au fluctuat între 5,4 și 8 la sută.

Spre deosebire de evoluțiile altor categorii de randamente, ratele dobânzilor practicate de bănci în relațiile cu clienții nebancari neguvernamentali și-au temperat ritmul de scădere în intervalul iunie-august 2005. Această evoluție a reflectat îndeosebi epuizarea impulsului dat de reducerile operate în prima parte a anului asupra ratelor dobânzilor BNR; este de așteptat însă ca declinul ratelor dobânzilor practicate de instituțiile de credit să se accelereze în lunile următoare, acestea urmând să preia treptat scăderea randamentului mediu al plasamentelor la banca centrală produsă în luna septembrie.

Pe ansamblul perioadei, rata medie a dobânzii depozitelor noi la termen s-a redus cu 0,4 puncte procentuale, iar cea aferentă creditelor contractate în acest interval s-a comprimat cu 1 punct procentual. Scăderea mai pronunțată a celor din urmă s-a datorat ratei dobânzii creditelor acordate persoanelor juridice, a cărei reducere mai alertă (-1,3 puncte procentuale) ar putea fi efectul intensificării concurenței pe acest segment al activității bancare. În schimb, ajustarea de proporții mai modeste a randamentelor aferente depozitelor la termen are ca posibilă explicație relativă receptivitate manifestată de unele instituții de credit, care atrag o parte semnificativă a economiilor populației⁴⁵, față de declarațiile publice ale băncii centrale, prin care aceasta și-a exprimat preocuparea pentru menținerea acestor rate de dobândă la niveluri atractive din perspectiva celor care economisesc.



⁴⁴ nivelul obligatoriu al solicitărilor fiind depășit cu o marjă substanțială

⁴⁵ Rata medie a dobânzii la depozitele la termen aparținând persoanelor fizice a scăzut doar cu 0,2 puncte procentuale în luna august față de mai.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Apropierea momentului adoptării oficiale a strategiei de țintire directă a inflației a constituit unul din catalizatorii manifestării efectelor liberalizării în luna aprilie a accesului nerezidenților la operațiuni cu depozite la termen în lei. Intrările de capital au cunoscut începând cu luna iulie o creștere abruptă, generând valori record ale rulajului pieței valutare interbancare cu mult superioare nivelurilor atinse în perioada precedentă și o amplificare fără precedent a presiunilor asupra cursului de schimb al leului.

Pe acest fond, în intervalul iulie-august, aprecierea în termeni nominali a leului față de euro a cunoscut o puternică accelerare. Spre sfârșitul trimestrului, condițiile pieței valutare interbancare au suferit o schimbare de proporții care a stopat coborârea cursului de schimb leu/euro și a inversat ulterior sensul de evoluție a acestuia; leul a continuat însă să consemneze comparativ cu luna iunie o apreciere nominală de 3,0 la sută (- 4,7 la sută în termeni reali). Față de moneda americană, leul a câștigat în acest interval 3,6 la sută în termeni nominali și 5,3 la sută în termeni reali, recuperând parțial pierderea suferită în trimestrul precedent. Calculată ca variație anuală medie la nivelul trimestrului III, moneda națională și-a consolidat aprecierea în raport cu euro (16,2 la sută în termeni nominali și 26,5 la sută în termeni reali), dar și-a atenuat-o ușor față de dolar (16,0 la sută în termeni nominali și 26,3 la sută în termeni reali).

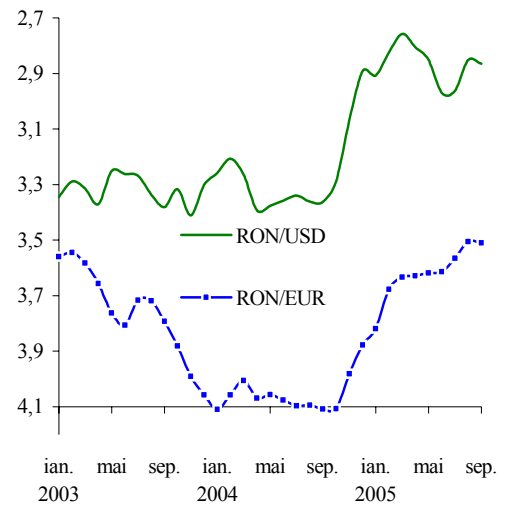
Amplificarea presiunilor asupra cursului de schimb al leului s-a datorat valorilor foarte înalte atinse de supraoferta de pe piața valutară⁴⁶ în primele două luni ale trimestrului; acestea au fost alimentate consistent de intrările de capital pe termen scurt⁴⁷, volumul record al acestora reflectând interesul sporit al nerezidenților pentru dobândirea de active denumite în moneda națională (vezi secțiunea 1. *Politica monetară*). O contribuție relativ mai restrânsă la sporirea excedentului de devize al pieței valutare și-au adus-o și factorii sezonieri (creșterea volumului remiterilor din străinătate⁴⁸ și a veniturilor din turism, precum și diminuarea cererii de devize aferente plăților în contul datoriei externe private). De asemenea, o fracțiune din fluxurile financiare, care au avut ca destinație predilectă acoperirea sporului

⁴⁶ În luna iulie, excedentul pieței valutare interbancare și al caselor de schimb a fost de 373 milioane euro (comparativ cu o medie de 75 milioane euro în trimestrul II 2005); în august, acesta a urcat la 1 162 milioane euro.

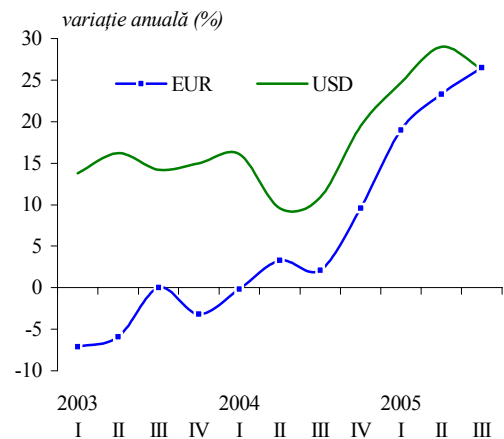
⁴⁷ În lunile iulie și august, vânzările nete de devize ale nerezidenților pe piața valutară interbancară au fost de 136, respectiv 159 milioane euro, superioare celor cumulate din perioada februarie-iunie (161 milioane euro).

⁴⁸ Remiterile din străinătate au atins o valoare medie lunară de 341,5 milioane euro, față de o medie de 196 milioane euro în trimestrul al doilea al acestui an, dar achizițiile nete de devize efectuate de casele de schimb în perioada iulie-august au atins cifra record de 1 012 milioane euro.

Cursul de schimb nominal



Evoluția în termeni reali a cursului de schimb al leului*



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

Sursa: INS, BNR

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro			
	2004		2005	
	sem.I	8 luni	sem.I	8 luni
Contul financiar	1 531	1 369	1 543	1 682
Investiții directe	1 282	1 625	1 479	1 875
rezidenți în străinătate	-8	-39	-3	-39
nerezidenți în România	1 290	1 664	1 482	1 914
Investiții de portofoliu	-131	-144	-53	679
rezidenți în străinătate	-14	-14	-589	112
nerezidenți în România	-117	-130	536	567
Alte investiții de capital	1 644	2 656	2 543	4 302
<i>din care:</i>				
pe termen mediu și lung	768	1 503	1 812	2 179
pe termen scurt	439	590	611	842
numerar și depozite pe termen scurt	366	477	-343	721

deficitului balanței comerciale⁴⁹ sau constituirea nivelului majorat al rezervelor minime obligatorii în valută ale băncilor⁵⁰, a amplificat oferta pieței valutare. Totalul acestor intrări de capital a înregistrat în perioada iulie-august creșteri importante, în condițiile în care: (i) depozitele constituite de băncile nerezidente pe piața românească au fost de 4,4 ori mai mari decât plasamentele similare din trimestrul II al acestui an; (ii) sectorul bancar rezident a vândut titluri de valoare externe în sumă de 333 milioane euro în luna iulie și, respectiv, 368 milioane euro în luna august; (iii) împrumuturile financiare externe contractate de sectorul bancar și corporatist s-au menținut la valori ridicate. În schimb, suma de 500 milioane euro obținută la sfârșitul lunii iunie de Primăria București prin emiterea de obligațiuni pe piața din Luxemburg a avut în intervalul analizat un impact neutru asupra ofertei de devize a pieței valutare interbancare.

Pentru a descuraja intrările de capital volatil, dar și pentru a stopa aprecierea excesivă a leului, banca centrală a intervenit puternic pe piața valutară, achiziționând în perioada iulie – august un volum record de devize. Începând cu a doua jumătate a trimestrului, BNR a recurs și la relaxarea politicii lichidității și apoi a politicii ratei dobânzii, încercând astfel să reducă oportunitățile de arbitrajare între cele două segmente ale pieței monetare. Deși a devenit mai puțin predictibil⁵¹, cursul leu/euro a continuat să-și accentueze în august traiectoria descendentă. Aceasta a fost însă întreruptă și apoi inversată în luna septembrie, când, pe fondul reparației deficitului de valută pe segmentul interbancar, leul a înregistrat o ușoară depreciere în termeni nominali (0,1 la sută). Scăderea ofertei de valută spre sfârșitul trimestrului s-a datorat, în principal, stopării intrărilor de capital pe termen scurt ca urmare a coborârii ratelor de dobândă ale BNR și ale pieței monetare interbancare, dar și a creșterii atractivității plasamentelor pe alte piețe⁵². La restrângerea vânzărilor totale de valută pe piață a contribuit într-o mică măsură și reducerea sezonieră a remiterilor din străinătate.

Continuarea temperării presiunilor exercitate de capitalul volatil va lărgi în lunile următoare câmpul de acțiune a determinanților tradiționali ai traiectoriei cursului de schimb, pe termen scurt urmând să prevaleze influența: (i) posibilei adânciri a deficitului balanței comerciale; (ii) majorării plăților aferente datoriei externe private și (iii) creșterii volumului remiterilor din

⁴⁹ Deficitul pe opt luni al balanței comerciale a fost mai mare cu 39 la sută față de cel consemnat în primul semestru al acestui an.

⁵⁰ conform deciziei CA al BNR de majorare a ratei rezervelor minime obligatorii pentru toate categoriile de pasive denumite în valută

⁵¹ Volatilitatea cursului leu/euro a atins în luna august cea mai ridicată valoare din ultimele șase luni.

⁵² ca urmare a majorărilor operate de FED asupra ratei dobânzilor operațiilor de piață monetară (aceasta a ajuns în luna septembrie la 3,75 la sută)

străinătate (luna decembrie). Impactul unora dintre acești factori s-a făcut deja simțit în octombrie când moneda națională și-a accelerat sensibil deprecierea față de euro.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

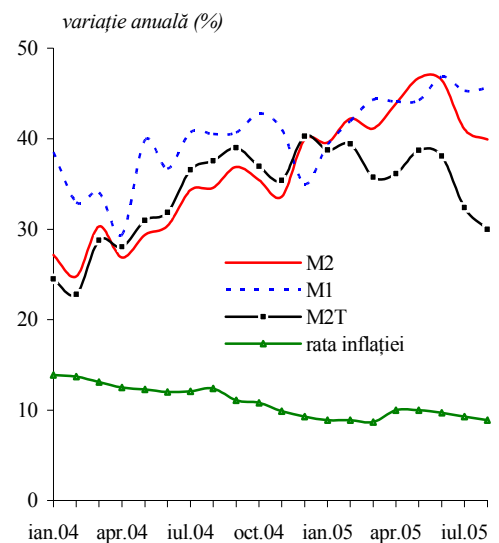
În perioada iunie – august 2005, cererea de bani a rămas robustă, ritmul de creștere⁵³ (30,4 la sută) a masei monetare (M2) consemnând doar o ușoară încetinire comparativ cu valorile record din lunile anterioare. Expansiunea sa s-a datorat îndeosebi continuării acțiunii unor factori care au acționat și în perioada precedentă (întrările de capital străin – inclusiv cele asociate procesului de privatizare, creșterea creditului neguvernamental și modificarea structurii portofoliilor de active financiare ale publicului); acestora li s-a alăturat și impactul creșterii în acest interval a unor cheltuieli bugetare.

Structura M2 a suferit însă o relativă deteriorare, ca urmare a creșterii preferinței sectorului nebancaar pentru deținerea de active monetare foarte lichide. Astfel, în timp ce dinamica masei monetare în sens restrâns (M1) a avut una dintre cele mai înalte valori din ultimii zece ani, cea a vrasibanilor s-a înscris pe o pantă descendentă; în aceste condiții, ponderea M1 în masa monetară a atins o valoare medie lunară record pentru ultimii șapte ani și jumătate (25,8 la sută). Dintre componentele M1, cele mai dinamice au rămas depozitele la vedere, majorarea acestora fiind stimulată îndeosebi de nivelul scăzut al costului lor de oportunitate, dar și de unii factori conjuncturali. În schimb, dinamica numerarului în circulație a urmat, cu excepția lunii iunie (când au acționat efectele apropiierii momentului denominării monedei naționale), un traseu relativ stabil.

Compoziția pe valute a masei monetare a continuat să se amelioreze, ponderea depozitelor în valută în M2 ajungând la cea mai mică valoare medie lunară din ultimii șase ani și jumătate (32,9 la sută).

Dinamica depunerilor bancare ale populației și-a prelungit și în această perioadă traiectoria descendentă. Această evoluție a fost determinată de încetinirea creșterii depozitelor destinate economisirii (atât în lei, cât și în valută), care s-a produs în pofida accelerării ritmului de majorare a veniturilor disponibile ale acestui segment (atât pe seama salariilor, cât și a remiterilor din străinătate), dar și a restrângerii portofoliului de investiții în instrumente financiare ale MFP deținut de persoanele fizice.

Masa monetară și rata inflației



Structura masei monetare (M2)

	2004		2005			
	III	IV	I	II	iul.	aug.
	<i>medii lunare</i>					
M1	25,3	24,5	22,7	24,2	25,9	26,7
Numerar în circulație	13,7	12,7	11,6	12,5	13,2	13,0
Depozite în lei	51,4	52,4	53,4	53,7	54,1	55,2
Depozite în valută	34,9	34,9	35,1	33,7	32,7	31,8

⁵³ Dacă nu se precizează altfel, variațiile procentuale se referă la ritmurile anuale de creștere, exprimate în termeni reali.

Pe fondul reducerii ratelor dobânzii la depozitele la termen, scăderea mai rapidă a economiilor în lei ale populației s-a asociat unei dinamici record a conturilor curente ale acestui segment.

Și depozitele totale ale agenților economici au consemnat o încetinire a ritmului de creștere, în condițiile în care variația depozitelor la termen în lei⁵⁴ s-a menținut pe o pantă descrescătoare, iar cea a depozitelor în valută a reintrat, la rândul ei, în luna iulie, pe un trend descendent⁵⁵. Încetinirea vitezei de creștere a depozitelor în devize ale agenților economici a fost determinată de transferarea în contul MFP a unor sume obținute din privatizări⁵⁶ și de posibilul impact (încă incipient) al liberalizării accesului rezidenților la deschiderea de conturi în străinătate⁵⁷. În schimb, la alimentarea conturilor companiilor au contribuit: (i) transferurile reprezentând aport de capital la companiile recent privatizate⁵⁸, (ii) modificările de portofolii de active financiare ale clienților nebankari (dinspre titluri de stat, al căror stoc a scăzut în această perioadă cu 15,6 procente în termeni reali) și (iii) alocațiile bugetare destinate efectuării lucrărilor de reconstrucție a caselor și a infrastructurii afectate de calamitățile naturale.

Creditul neguvernamental

În perioada iunie-august 2005, ritmul de creștere a creditului neguvernamental a continuat să se accelereze (26,4 procente, cea mai mare medie lunară din acest an), reflectând sporirea mai alertă a împrumuturilor acordate populației. Printre determinanții acestei evoluții s-au aflat, pe de o parte, creșterea veniturilor persoanelor fizice⁵⁹ și aprecierea leului, iar pe de altă parte, intensificarea concurenței dintre instituțiile de credit – reflectată de menținerea ratelor dobânzilor la un nivel relativ scăzut și de majorarea numărului de produse de finanțare oferite de bănci –, inclusiv pe fondul creșterii volumului împrumuturilor și depozitelor atrase din străinătate de acestea; un posibil factor de natură conjuncturală care a impulsionat contractarea de împrumuturi în acest interval a fost și dorința împrumutaților

⁵⁴ inclusiv certificate de depozit și depozite condiționate

⁵⁵ după ce în luna iunie 2005 creșterea acestora a consemnat un record absolut

⁵⁶ În contextul privatizării societăților „Distrigaz Sud” și „Distrigaz Nord”, în lunile iunie și iulie a fost transferată în contul MFP suma de 208 milioane euro.

⁵⁷ Constituirea de conturi curente și de depozit în străinătate a fost liberalizată începând din luna iulie 2005.

⁵⁸ În luna iunie 2005, din privatizarea societății „Distrigaz Nord” s-au obținut 303 milioane euro, din care 125 milioane euro au reprezentat echivalentul pachetului de acțiuni, iar 178 milioane euro majorare de capital (conform Comunicatului de presă al Ministerului Economiei și Comerțului – 28.06.2005).

⁵⁹ Câștigurile salariale reale nete au crescut în perioada iunie-august 2005 cu 13,8 procente față de perioada similară din 2004.

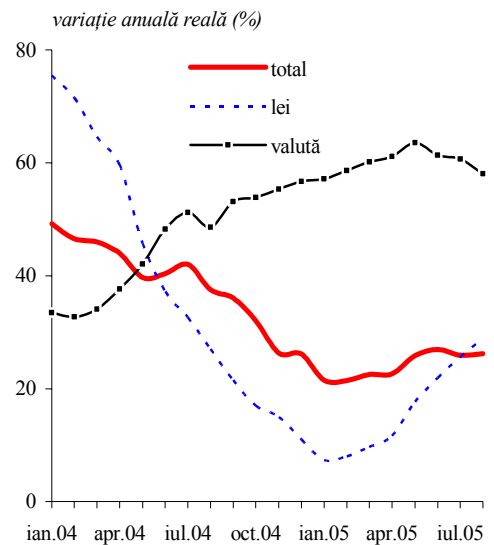
de a evita condițiile mai restrictive impuse de intrarea în vigoare a noilor norme de creditare⁶⁰.

În structura pe monede a creditului neguvernamental s-au înregistrat, pe de o parte, consolidarea tendinței de creștere a dinamicii creditului în lei și, pe de altă parte, declanșarea unei scăderi de ritm a componentei în valută (exprimată în euro). Astfel, ponderea împrumuturilor în devalize în total credite neguvernamentale a fost în descreștere, dar s-a menținut la un nivel foarte înalt (59,7 la sută, ca medie a perioadei), în timp ce ecartul dintre ritmurile de creștere a creditelor în valută și, respectiv, în lei s-a redus constant. Este posibil ca, spre finele intervalului, această tendință să fi reflectat și impactul modificărilor aduse regimului rezervelor minime obligatorii.

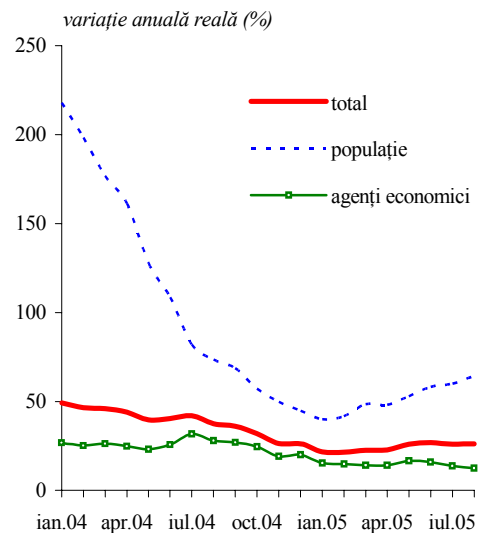
Din perspectiva structurii pe deținători, creditul acordat populației a continuat să se dinamizeze, ritmul de creștere a acestor împrumuturi devansându-l astfel pe cel acordat companiilor. Dintre creditele solicitate de populație, cea mai clară ascensiune au avut-o împrumuturile în lei pe termen lung, această evoluție putând fi asociată și menținerii la un nivel relativ scăzut a ratelor dobânzilor aferente creditelor imobiliare și ipotecare în lei. Cererea pentru creditele de consum a rămas însă deosebit de puternică, aceste împrumuturi reprezentând, în medie, 74,0 la sută din total⁶¹; în cadrul acestei categorii de credite s-a remarcat însă o creștere progresivă a preferinței populației pentru împrumuturile în devalize.

Creditele acordate agenților economici și-au încetinit viteza de creștere, evoluție care, corelată cu reducerea mai puternică a ratelor dobânzilor la împrumuturile acordate acestui segment, ar putea fi indiciul ușoarei temperări a intensității activității în anumite sectoare, dar și al sporirii aportului resurselor externe la finanțarea activității. Dintre împrumuturile acordate persoanelor juridice, un trend clar ascendent l-au avut cele în lei pe termen scurt (solicitate probabil ca sprijin în desfășurarea activității curente). La rândul lor, creditele pe termen lung (atât în lei, cât și în valută) – destinate finanțării investițiilor – și-au menținut ritmul foarte înalt de creștere.

Creditul neguvernamental pe monede



Creditul neguvernamental pe tipuri de clienți



⁶⁰ Norma BNR nr.10/2005 privind limitarea riscului de credit la creditele destinate persoanelor fizice (intrată în vigoare la 28 august 2005)

⁶¹ conform datelor din „Situția comportamentului financiar al populației și agenților economici în profil teritorial”, elaborată de BNR pe baza informațiilor primite de la instituțiile de credit, exclusiv Creditcoop

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției plasează rata anuală a inflației la sfârșitul acestui an în intervalul 8,1-8,3 la sută. Revizuirea proiecției din luna august (7,5-8 la sută) se datorează unor creșteri ale prețurilor petrolului și ale produselor alimentare, precum și unui curs prognozat mai ridicat al leului în trimestrul IV, comparativ cu previziunile anterioare. În cursul anului 2006, dezinflația va continua, susținută în principal de reducerea treptată a excesului de cerere și de influența favorabilă a cursului de schimb al leului asupra prețurilor importurilor. Cu toate acestea, este de așteptat ca prognozele ajustări substanțiale ale prețurilor administrate, însoțite de o încetinire temporară a scăderii anticipațiilor inflaționiste în prima parte a anului, să conducă inflația la sfârșitul anului viitor către limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale.

Principalele riscuri a căror materializare ar putea abate traiectoria inflației de la cea proiectată se referă la: noi creșteri semnificative ale prețurilor petrolului și gazelor naturale pe piața mondială, creșteri ale prețurilor administrate peste nivelurile prognozate sau la alte momente față de calendarul avut în vedere, abateri substanțiale ale cursului monedei naționale de la traiectoria proiectată, precum și eventualitatea unor conduite mai laxe decât cele prevăzute în prezent ale politicilor fiscală și salarială.

1. Scenariul de bază al proiecției

1.1. Introducere

Scenariul de bază al proiecției inflației pornește de la premisa unei rate a dobânzii BNR compatibile, pe termen mediu, cu reducerea inflației în ritmul programat. Rata dobânzii BNR stabilită de către Consiliul de administrație al Băncii Naționale se poate abate de la acest scenariu, ca urmare a evaluării riscurilor și incertitudinilor asociate scenariului de bază al proiecției, a unor considerații de tactică a politicii monetare (de exemplu posibilitatea utilizării altor pârghii pentru atingerea aceluiași scop) sau ca răspuns la impactul unor evenimente care prin natura lor sunt imposibil de prevăzut.

Orizontul proiecției curente este de șase trimestre. Majoritatea informațiilor disponibile cu privire la o serie de variabile exogene, cum ar fi prețurile administrate, coordonatele programului fiscal sau prognozele externe privind economia europeană se opresc însă la nivelul anului 2006.

1.2. Proiecția inflației

Proiecția aferentă scenariului principal indică plasarea ratei anuale a inflației prețurilor de consum peste punctul central al țintei pentru cea mai mare parte a orizontului de prognoză, ajungând la sfârșitul anului 2006 la marginea superioară a intervalului de variație de ± 1 puncte procentuale (6 la sută).

Comparativ cu previziunile din trimestrul anterior, inflația proiectată este mai ridicată pe aproape întreg orizontul considerat. Se anticipează că la sfârșitul anului 2005 inflația anuală se va situa cu 0,1-0,3 puncte procentuale peste 8 la sută, depășind intervalul de 7,5-8 la sută prognozat în Raportul asupra inflației din august, în principal datorită:

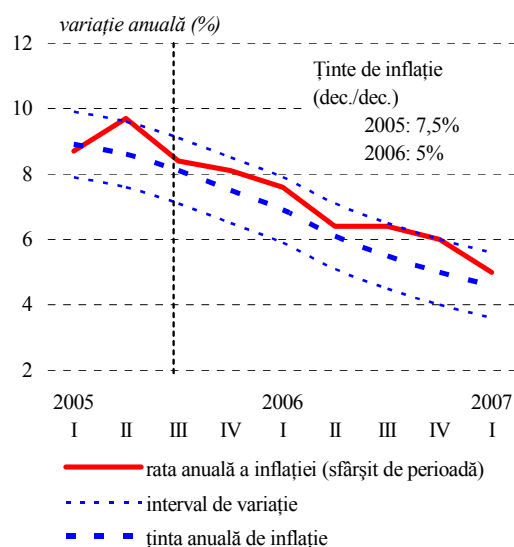
- (i) unei creșteri peste așteptări a prețului internațional al țiteiului în trimestrul III;
- (ii) estimării unor majorări mai însemnate ale prețurilor alimentare în trimestrul IV, ca urmare a amplificării pagubelor provocate de inundații;
- (iii) unui leu mai puțin apreciat în trimestrul IV, comparativ cu proiecția anterioară.

Inflația proiectată pentru sfârșitul anului 2006 se situează și ea la un nivel superior (cu aproape 1 punct procentual) proiecției din Raportul lunii august. Presiuni inflaționiste importante sunt așteptate în special din partea prețurilor administrate. Acestea, în combinație cu creșterea conjuncturală a prețurilor alimentare și cu impactul recentelor majorări ale prețurilor combustibililor, vor determina o încetinire temporară a procesului de reducere a anticipațiilor inflaționiste în prima parte a anului 2006. Reluarea dezinflației va permite însă revenirea anticipațiilor pe un trend descendent în a doua parte a anului viitor.

Având în vedere magnitudinea presiunilor exogene induse de ajustările prețurilor administrate, dezinflația prețurilor de consum se va datora în principal decelerării inflației prețurilor de bază incluse în indicii CORE2. Inflația CORE2 este calculată prin excluderea din inflația totală IPC a prețurilor administrate, precum și a altor grupe de prețuri cu volatilitate ridicată – legume și fructe proaspete, ouă și combustibili (vezi Caseta 1. *Inflația de bază* din Raportul asupra inflației nr.1 – August 2005).

Dinamica prețurilor bunurilor de import va continua să acționeze pe perioada proiecției ca resort principal al dezinflației prețurilor de bază. Acest proces va fi sprijinit și de reducerea treptată a presiunilor din partea cererii (vezi Secțiunea 1.4.3). Ambii factori sunt prevăzuți însă a avea un efect dezinflaționist mai redus decât se anticipase în proiecția anterioară.

Previziuni privind evoluția inflației



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

Principalele cauze se datorează încetinirii aprecierii reale a leului și reducerii ratelor reale ale dobânzilor comparativ cu vechea proiecție, precum și încorporării în scenariul de bază a efectelor de avuție și bilanț generate de fluctuațiile cursului de schimb.

În cadrul orizontului de proiecție, se presupune că influențele de tip *cost-push* asupra inflației vor fi moderate. Conform ipotezelor utilizate, evoluția prețului petrolului va exercita un efect de decelerare a inflației prețurilor la combustibili. O influență temporară relativ importantă – determinată în principal ca efect al inundațiilor din acest an – este așteptată din partea prețurilor legumelor, fructelor și ouălor. Inflația anuală a acestora este prevăzută să înregistreze o creștere până la jumătatea anului 2006 (cu un impact maxim localizat la nivelul trimestrului IV 2005), urmând ca în a doua parte a orizontului proiecției, aceasta să tindă treptat către media inflației prețurilor libere.

1.3. Presiuni exogene asupra inflației

Evoluția prețurilor administrate exercită o influență semnificativă asupra procesului inflaționist, atât direct, datorită ponderii de aproximativ 22 la sută a acestor prețuri în coșul de referință al indicelui prețurilor de consum pentru anul 2005, cât și prin impactul pe care îl au asupra anticipațiilor de inflație. În ultimii ani, ritmul de creștere a prețurilor administrate a fost sensibil superior ratei inflației prețurilor libere. Se anticipează că acest fenomen se va manifesta cel puțin până la momentul aderării la Uniunea Europeană. Ca elemente justificative se detașează, în cazul energiei termice, necesitatea eliminării subvențiilor și compensării arieratelor, iar în cazul prețurilor energiei electrice și ale gazelor naturale, necesitatea alinierii la niveluri de acoperire a costurilor și, respectiv, la valorile prețurilor de import. Astfel, în trimestrul IV 2005 este prevăzută a avea loc o majorare cu 20 la sută a prețului energiei termice, iar pentru anul 2006 se așteaptă majorări semnificative în cazul gazelor naturale, energiei termice și electrice, dar și al serviciilor de apă, canal și salubritate și de transport urban.

Prețurile combustibililor sunt proiectate în funcție de o serie de factori de influență, printre care: prețul petrolului pe piețele internaționale, cursul de schimb al leului în raport cu dolarul SUA (pentru evaluarea în lei a prețului țițeiului importat) și în raport cu moneda europeană (corespunzător componentei de acciză a prețului final al combustibililor) și calendarul ajustării accizelor și celorlalte taxe la carburanți. Având în vedere evoluția anticipată a tuturor acestor factori, proiecția indică un proces de dezinflație semnificativ al prețurilor combustibililor, întrerupt punctual în trimestrul III 2006, ca urmare a deciziei prefigurată de majorare a accizei la categoria benzine cu

plumb⁶². O astfel de traiectorie depinde însă într-o măsură considerabilă de presupunerea adoptată pe perioada proiecției cu privire la menținerea prețului de referință al petrolului la un nivel constant. Această presupunere este menită să concilieze o serie de opinii divergente, care indică fie reducerea prețului țițeiului de la nivelurile maxime istorice înregistrate în trimestrul al treilea⁶³, fie creșterea acestuia pe fondul unei cereri mondiale în continuă ascensiune (vezi și Secțiunea 2).

Evoluțiile recente ale prețurilor din zona euro reflectă în mare parte creșterea prețului petrolului. Comparativ cu trimestrul precedent, prognoza ratei anuale a inflației HICP pentru sfârșitul anului 2005 a fost modificată, în sens ascendent, la un nivel de 2,2 la sută. În condițiile în care așteptările inflaționiste nu vor fi afectate de creșterea temporară a ratei inflației din perioada curentă, se anticipează reducerea acesteia către un nivel mai mic de 2 la sută în anul 2006. În consecință, impactul exogen al prețurilor externe asupra prețurilor de import va fi unul redus ca importanță, evoluția cursului de schimb rămânând în continuare factorul principal pentru dinamica acestora.

1.4. Presiuni din partea cererii agregate

1.4.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

Excesul de cerere din trimestrul III 2005 se situează la un nivel apropiat de cel din trimestrul anterior, contribuind astfel la menținerea presiunilor inflaționiste pe termen scurt. Are loc astfel o frânare în trimestrul III a scăderii, manifestată cu începere din trimestrul IV 2004, a deviației pozitive a PIB de la nivelul său potențial⁶⁴. Începând din trimestrul II 2005, la presiunile de temperare a creșterii economice peste potențial exercitate de șocurile negative asupra ofertei (prețurile petrolului, inundațiile) a contribuit și caracterul restrictiv exercitat de cursul de schimb asupra activității economice, care a fost doar parțial compensat de efectul stimulativ al dobânzilor bancare la credite și depozite.

Condițiile existente pe piața muncii contribuie la excesul de cerere în perioada curentă. Astfel, evoluția venitului disponibil total al populației depinde de salariul net și de numărul de salariați din economie, ambele situându-se peste tendințele din ultimii ani. Atât majorarea veniturilor, cât și condițiile de creditare din ce în ce mai favorabile pentru clienți au determinat expansiunea creditului neguvernamental, în special a creditului

⁶² conform proiectului de modificare a Codului fiscal afișat pe *website*-ul Ministerului Finanțelor Publice

⁶³ conform numărului din octombrie al publicației *Consensus Forecasts*

⁶⁴ pentru definirea și explicarea deviației PIB, vezi Caseta 2 din anteriorul Raport asupra Inflației (Nr.1, Serie nouă, August 2005)

pe termen scurt și mediu pentru populație, contribuind astfel la intensificarea cererii. În același timp, reducerea ratelor medii ale dobânzii la depozitele bancare, precum și evoluția agregatului M1 real – situat peste tendința de evoluție pe termen mediu, sugerează intensificarea tranzacțiilor și reorientarea unei părți a veniturilor disponibile dinspre economisire către consum.

Formarea brută a capitalului fix a crescut într-un ritm apropiat de dinamica înaltă înregistrată în ultimii doi ani. Această evoluție ar putea fi explicată de majorarea cheltuielilor destinate investițiilor, în paralel cu plasarea numărului de salariați din economie peste nivelul din ultimele perioade, dar și de condițiile favorabile de creditare pentru agenții economici.

Importurile se situează la un nivel superior tendinței manifestate pe termen mediu. În condițiile îmbunătățirii situației veniturilor disponibile, precum și a conjuncturii favorabile de creditare, aprecierea în termeni reali a monedei naționale în raport cu euro a condus în ultimele trimestre la orientarea preferinței consumatorilor către bunurile de import. Pe de altă parte, aprecierea reală a monedei naționale conduce la încetinirea creșterii exporturilor. În plus, evoluția acestora este explicată și de scăderea producției industriale, mai ales în ramurile orientate spre export. Aceasta este reflectată de gradul de utilizare a capacităților de producție situat sub nivelurile înregistrate pe termen mediu, în condițiile scăderii productivității muncii în industrie, ale deteriorării costurilor unitare cu forța de muncă și ale reducerii cererii externe pentru produsele autohtone.

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

În trimestrul III 2005, cursul nominal efectiv⁶⁵ a continuat să scadă, ritmul de apreciere fiind apropiat de cel din trimestrul anterior, dar mult redus față de cel din trimestrul I 2005 sau trimestrul IV 2004. Această încetinire a aprecierii sprijină ipoteza adoptată în proiecția anterioară, conform căreia o mare parte din scăderea extrem de rapidă din primul trimestru constituie o ajustare normală a cursului la modificări ce au afectat condițiile economice relevante pentru piața valutară. Aceste modificări pot fi atribuite efectului cumulat al fluxurilor sustenabile de capital, al ajustării politicii de intervenție a BNR pe piața valutară, al liberalizării contului de capital și al îmbunătățirii perspectivelor privind integrarea României în Uniunea Europeană. Totuși, magnitudinea considerabilă a aprecierii nominale și reale a monedei naționale din ultimele trei trimestre, precum și

⁶⁵ construit ca medie a cursurilor de schimb dintre leu și euro și respectiv dintre leu și dolar, cu ponderi date de importanța celor două monede în comerțul exterior al României

adâncirea semnificativă a deficitului extern din prima parte a anului sugerează existența unor presiuni ale cursului leului asupra cererii agregate. Aceste presiuni s-au menținut în trimestrul III 2005, cursul de schimb continuând să exercite un efect relativ restrictiv asupra excesului de cerere pentru producția internă, contribuind indirect la reducerea presiunilor inflaționiste.

Cursul de schimb acționează în dublu sens asupra excesului de cerere. Primul efect este unul direct, prin influența asupra exportului net, iar cel de-al doilea este indirect și se manifestă prin efectele de bilanț și avuție (vezi Caseta explicativă). Impactul cursului de schimb prin intermediul celui de-al doilea canal este de semn contrar celui transmis prin intermediul canalului exportului net. Astfel, în timp ce o apreciere în termeni reali a leului are un efect restrictiv asupra activității economice (prin influența asupra exportului net), prin efectele de bilanț și avuție aceasta are efect stimulatив asupra creditării în valută (reducând costurile în lei ale împrumuturilor) și, prin aceasta, asupra cererii agregate.

În condițiile unui ritm de apreciere a monedei naționale apropiat de cel din trimestrul anterior, în trimestrul III 2005 impactul costurilor în lei ale împrumuturilor în valută asupra excesului de cerere a fost aproximativ neutru.

Rata dobânzii de politică monetară a fost redusă pe parcursul trimestrului III până la nivelul de 7,5 la sută pe an. Rata dobânzii BNR își produce efectul asupra economiei reale numai indirect, prin intermediul ratelor dobânzilor băncilor comerciale. Având în vedere intervalul de timp necesar ajustării complete a ratelor dobânzilor la creditele și la depozitele în lei la schimbarea politicii BNR, efectul acesteia nu a fost transmis în măsură semnificativă în cursul trimestrului III asupra economiei reale și a inflației. Rata reală a dobânzii la depozite își păstrează aproximativ neschimbat caracterul stimulatив asupra excesului de cerere din trimestrul anterior, iar efectul ratei reale a dobânzii la credite asupra activității economice și a inflației își menține caracterul aproximativ neutru. Astfel, pe ansamblu, ratele dobânzilor băncilor comerciale transmit, deocamdată parțial, efectul stimulatив al ratei dobânzii BNR asupra excesului de cerere.

Efectul stimulatив al ratelor dobânzilor a compensat incomplet restrictivitatea cursului, astfel încât efectul cumulat al ratelor dobânzilor și cursului de schimb din trimestrul III a exercitat pe termen scurt presiuni de reducere a excesului de cerere. Este de așteptat însă ca efectul cumulat să acționeze în sens contrar în trimestrul IV 2005, datorită continuării transmisiei efectului dobânzii BNR asupra dobânzilor bancare, precum și unui curs de schimb relativ mai stimulatив.

Casetă

Efectul de avuție și de bilanț al cursului de schimb

Cursul de schimb influențează, pe lângă competitivitatea externă a unei economii, și avuția gospodăriilor și valoarea firmelor. Avera gospodăriilor și valoarea firmelor se reflectă în resursele de care acestea dispun sub formă de bunuri, sume de bani și alte active financiare. Dar nu toate bunurile/activele deținute reprezintă avere sau valoare proprie a firmei, o parte din acestea fiind contrapartida unor împrumuturi care încă nu au fost rambursate. Astfel, averea unei gospodării sau valoarea netă a unei firme este dată de valoarea bunurilor (activelor) deținute din care se scade valoarea datoriilor. Modificarea cursului de schimb influențează valoarea în monedă națională a împrumuturilor contractate în valută, afectând astfel averea gospodăriilor și valoarea netă a firmelor.

Efectul de avuție și de bilanț al cursului de schimb se manifestă prin modificarea resurselor ce pot fi alocate, pe de o parte, consumului și investițiilor, iar pe de altă parte acordării, respectiv rambursării creditelor.

Efectul de avuție al cursului de schimb exprimă influența modificării cursului de schimb asupra consumului și investițiilor prin impactul său asupra avuției și valorii nete. Efectul de avuție sau de bilanț este important în special în cazul în care creditele în valută au o pondere importantă în datoriile gospodăriilor și ale firmelor. În cazul împrumuturilor contractate în valută, aprecierea cursului de schimb determină o diminuare a valorii actualizate, evaluate în lei, a obligației (principal și dobânzi). În acest fel, are loc o creștere a avuției exprimate în lei și, implicit, a posibilităților de a consuma și investi.

Efectul de bilanț reprezintă influența cursului de schimb asupra deviației PIB generată de efectul modificării avuției și valorii nete asupra disponibilității creditului bancar. În general, este dificil și costisitor pentru o bancă să evalueze în mod direct, analitic, capacitatea viitoare de rambursare a creditului. Ca urmare, un factor important în decizia de acordare a creditului îl reprezintă indicatorul sintetic reprezentat de averea gospodăriilor și valoarea netă actuală a firmelor, care reflectă capacitatea de garantare a creditului. Aprecierea leului crește averea gospodăriei sau valoarea netă a firmei. În plus, diminuarea valorii actualizate în lei a împrumuturilor contractate în valută duce la creșterea capacității de rambursare a creditelor contractate. Aceste efecte reduc riscul de nerambursare și creează posibilitatea contractării mai facile a creditelor. Ca urmare, crește și disponibilitatea băncilor de a acorda credite, ceea ce conduce la majorarea cheltuielilor destinate consumului sau investițiilor.

Efectul de avuție și de bilanț al cursului de schimb acționează în sens contrar celui care afectează competitivitatea externă. Efectul cumulat al cursului prin intermediul acestor canale depinde de importanța lor relativă.

	RON
Active	10 800
Bunuri imobiliare	9 000
Alte bunuri și sume de bani	1 800
Datorii (1 500 x 4 =)	6 000
Avere/Capital propriu (10 800 – 6 000 =)	4 800

	RON
Active	10 800
Bunuri imobiliare	9 000
Alte bunuri și sume de bani	1 800
Datorii (1 500 x 3,6 =)	5 400
Avere/Capital propriu (10 800 – 5 400 =)	5 400

Vom ilustra modul în care aprecierea cursului de schimb crește averea/valoarea netă printr-un exemplu simplificat. Se consideră o gospodărie sau o firmă care deține active în lei (în valoare de 10 800 lei în exemplu) și are contractat un credit în valută (1 500 euro în exemplu) – probabil aceasta fiind situația cea mai relevantă pentru România în prezent. Tabelul 1 prezintă situația inițială, la un curs de 4,00 lei/euro⁶⁶. O apreciere a leului până la nivelul de 3,60 lei/euro scade valoarea în lei a datoriei de la 6 000 (1 500 euro x 4,00) la 5 400 (1 500 euro x 3,60), crescând averea/valoarea netă în lei de la 4 800 la 5 400 lei (Tabelul 2). Similar, o depreciere a cursului scade averea gospodăriilor și valoarea netă a firmelor, cu efecte concrete asupra accesului acestora la finanțare, precum și a capacității lor de a-și acoperi serviciul datoriilor deja contractate.

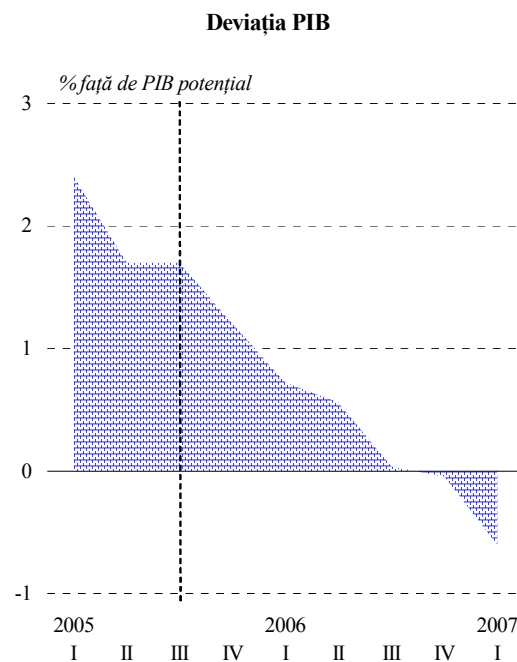
⁶⁶ Nivelul de curs este ales arbitrar, în scop ilustrativ.

1.4.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

Ca și în Raportul asupra inflației din luna august, proiecția aferentă scenariului de bază indică pentru următoarele șase trimestre o reducere continuă a excesului de cerere, ducând la eliminarea acestuia până la sfârșitul anului 2006. Cauzele acestei evoluții vor fi, pe termen mediu, aprecierea în termeni reali a monedei naționale și caracterul restrictiv al politicii fiscale, iar pe termen scurt, temperarea creșterii creditului neguvernamental. Excesul de cerere se situează, totuși, la un nivel superior celui din proiecția anterioară, în principal datorită încorporării în scenariul de bază a efectelor de bilanț și de avuție ale aprecierii monedei naționale, precum și unor niveluri mai stimulative pe întreg orizontul proiecției ale ratelor medii ale dobânzilor bancare.

În cazul ratei medii a dobânzii aferente depozitelor la termen se anticipează că procesul de reducere demarat cu un an în urmă se va opri la începutul anului 2006. O ușoară majorare a remunerării depozitelor în prima parte a anului s-ar putea datora unei reduceri a excesului de lichiditate de pe piața monetară, sporirii concurenței băncilor comerciale pentru resurse în lei în condițiile în care creditarea în valută devine mai costisitoare și/sau reorientării unei părți a economiilor populației către depozite cu scadențe mai lungi, remunerate în general cu dobânzi mai ridicate.

Scenariul de bază indică o reducere relativ accentuată a ratelor dobânzilor la creditele în lei în ultimul trimestru al anului 2005. Această dinamică reflectă în principal ajustarea la scăderile ratei dobânzii de politică monetară din perioadele anterioare, fiind corelată și cu reducerea dobânzilor la depozite, precum și cu semnalul dat de BNR prin reducerea la 14 la sută a ratei dobânzii la facilitatea de creditare. Pe termen scurt este de așteptat un ușor recul al ritmului creditării⁶⁷ datorat măsurilor prudențiale adoptate de BNR privind limitarea creditului în valută și inerției relative a procesului de reorientare către produse de creditare în monedă națională. Pe termen mediu, se poate anticipa o amplificare a creditării în lei, pe fondul reducerii ecartului dintre rata dobânzii percepute la aceste credite și randamentul mediu oferit la depozitele la termen. În pofida întreruperii temporare a evoluției descendente în prima parte a anului 2006, rata medie a dobânzii la credite va înregistra valori stimulative pe tot parcursul orizontului de proiecție.



⁶⁷ Această reducere a ritmului de creștere a creditării este prevăzută să aibă un efect de restrângere a excesului de cerere în trimestrul IV 2005, efect evaluat însă la un nivel destul de modest.

În condițiile menținerii relativ constante a ratei prognozate a dobânzii medii de pe piața monetară europeană și ale unei creșteri a ratei dobânzii depozitelor în lei pornind de la nivelul prognozat pentru trimestrul IV 2005, pentru anul 2006 scenariul principal al proiecției presupune continuarea aprecierii în termeni reali a monedei naționale⁶⁸. Aceasta ar urma să exercite presiuni în sensul reducerii excesului de cerere, prin diminuarea prețurilor relative ale bunurilor de import și, deci, a cererii pentru produsele autohtone. În scenariul de bază al proiecției curente a fost însă încorporat și efectul de avuție și bilanț al aprecierii reale a leului, care acționează în sens opus, de stimulare a excesului de cerere – vezi Caseta explicativă. Ținând seama de ambele canale, efectul generat de o apreciere reală de amploare percepută ca având un caracter permanent, ar putea fi ambiguu la nivelul excesului de cerere. Având în vedere cele menționate, proiecția curentă presupune o apreciere ceva mai redusă decât cea din proiecția Raportului anterior, precum și o deviație a PIB care devine negativă abia începând cu trimestrul I 2007 (spre deosebire de trimestrul IV 2006 în proiecția anterioară).

Pentru proiecția curentă, spre deosebire de cea din trimestrul anterior, conturarea mai precisă a coordonatelor politicii fiscale aferente orizontului proiecției a permis estimarea impactului politicii fiscale asupra excesului de cerere. Astfel, referitor la ultimul trimestru al anului 2005, în condițiile unui deficit anual programat de 1 la sută din PIB, s-a estimat un impuls fiscal de stimulare a activității economice, pus aproape exclusiv pe seama creșterii cheltuielilor bugetare. O asemenea creștere s-a dovedit în ultimii ani o caracteristică a trimestrelor finale, în cazul anului curent fiind însă legată și de efortul bugetar în sensul remedierii pagubelor provocate de inundații. Pentru anul 2006 s-a considerat o reducere a deficitului fiscal la nivelul programat prin proiectul de buget, respectiv la un procent de 0,5 la sută din PIB. În condițiile unei reduceri concomitente a excesului de cerere, aceasta presupune că impactul comparativ cu perioada anterioară al politicii fiscale pe ansamblul anului 2006 va fi unul restrictiv.

Conform proiecției, creșterea economică din acest an se va încetini față de perioada precedentă. Aceasta se datorează, pe partea ofertei, efectelor inundațiilor asupra producției agricole și construcțiilor, dar și unei dinamici mai lente a industriei, iar pe partea cererii, unei relative încetiniri a creșterii investițiilor și a

⁶⁸ Liberalizarea planificată a accesului nerezidenților la piața titlurilor de stat începând cu 1 ianuarie 2006 ar putea genera de asemenea efecte în sensul aprecierii leului; se anticipează însă că acestea vor fi minore, datorită ofertei reduse de asemenea instrumente în condițiile menținerii unei nevoi reduse de finanțare a deficitului bugetar și ale unui exces de lichiditate pe piața monetară.

exporturilor. Produsul intern brut este proiectat să aibă în anul 2006 o creștere superioară celei din anul curent, pe seama unui ritm sporit al consumului și investițiilor.

Consumul final efectiv al gospodăriilor populației este preconizat a continua să crească într-un ritm susținut față de anul 2005, impulsivat fiind și de nivelurile reduse ale ratelor reale ale dobânzilor la creditele și depozitele în lei. Ratele reale stimulative ale dobânzilor amplifică cererea de bunuri și servicii de consum prin intermediul creșterii creditului de consum și al reorientării unei părți din veniturile destinate economisirii. Aprecierea reală a monedei naționale reduce obligațiile bănești reale, exprimate în lei, ale celor care au contractat împrumuturi în valută. Acest efect de avuție are, de asemenea, un efect de creștere a cererii de consum. Ritmul de creștere a consumului ar urma să fie întrucâtva temperat de caracterul mai restrictiv al politicii fiscale.

Formarea brută de capital fix este de așteptat a fi componenta PIB cea mai dinamică în anul 2006. Investițiile ar urma să fie impulsionate de nivelurile stimulative ale ratelor dobânzilor la credite și de aprecierea reală a leului, care va încuraja importurile de utilaje și tehnologie. Sporirea investițiilor va fi susținută și de creșterea preconizată a cheltuielilor guvernamentale de capital și a fondurilor europene alocate României, în parte destinate reconstrucției zonelor afectate de inundații și, respectiv, reluării proiectelor de modernizare a infrastructurii. De asemenea, este de așteptat ca societățile privatizate recent să înceapă sau să continue programe de investiții susținute. În sfârșit, perspectiva tot mai apropiată a aderării oferă un stimulent important firmelor românești pentru intensificarea eforturilor investiționale în vederea abordării noii situații concurențiale de pe piață.

Evoluția exportului este anticipată a fi ascendentă pentru întreg orizontul de prognoză. Se consideră că dinamica exporturilor va fi afectată pe termen scurt de aprecierea reală a leului, însă la nivel de tendință determinante vor fi evoluția investițiilor de capital și evoluția cererii din Uniunea Europeană, ca principal partener comercial al României. Pentru orizontul de prognoză, se anticipează o creștere economică modestă în spațiul Uniunii Europene, cu impact neutru asupra exporturilor, pe fondul menținerii probabile a cotei deținute de România pe această piață. Evoluția investițiilor străine directe în ramurile exportatoare este prevăzută a fi una favorabilă.

Este de așteptat ca ritmul de creștere a importurilor să înregistreze o accelerare pe întreg orizontul de prognoză. În condițiile aprecierii reale a monedei naționale, majorarea cererii de consum, determinată de ratele reale stimulative ale dobânzilor,

este mai probabil să se materializeze printr-o creștere a importurilor decât prin presiuni asupra prețurilor interne. Creșterea investițiilor urmează să aibă, de asemenea, un impact favorabil asupra importurilor. Factorii conjuncturali care ar putea frâna creșterea importurilor au ca origine introducerea măsurilor de limitare a creditului în valută și restrictivitatea crescută a politicii fiscale.

2. Riscuri și incertitudini asociate proiecției

Caracterul prezumtiv al unora din coordonatele aferente scenariului de bază impune evaluarea riscurilor asociate proiecției. Această evaluare este necesară atât în contextul mai larg dat de sursele posibile de incertitudine, cât și din perspectiva acelor riscuri cu relevanță deosebită în perioada curentă.

Așa cum a fost evidențiat în Raportul anterior, caracterul prospectiv al exercițiului de proiecție implică surse permanente de incertitudine. O importantă sursă de acest tip o reprezintă prognoza variabilelor exogene. Acestea cuprind în special factori de natura ofertei – prețurile administrate, prețurile produselor alimentare puternic dependente de condițiile meteorologice sezoniere, prețurile internaționale ale țițeiului și gazelor naturale –, dar și factori de natura cererii – unele coordonate ale politicilor fiscale și salariale, evoluția cererii externe pentru exporturile românești. Un alt tip de sursă permanentă de incertitudine este dată de caracterul neobservabil al unor determinanți importanți ai dinamicii inflației, cum ar fi anticipațiile inflaționiste, excesul de cerere și influența generată asupra acestuia de fluctuațiile cursului de schimb al leului și ale ratelor dobânzilor. Nu în ultimul rând, o altă sursă de incertitudine este însăși evoluția viitoare a cursului și a ratelor dobânzii, întrucât, într-un mediu caracterizat prin fluxuri libere de capital și prin transformări structurale rapide, prețurile activelor financiare sunt în general mai volatile și, în consecință, mai greu de prognozat.

Pentru proiecția curentă, cele mai relevante riscuri de abatere a inflației de la traiectoria din scenariul de bază sunt considerate a fi cele legate de configurația din anul următor a politicilor fiscale și salariale, de dinamica viitoare a prețurilor administrate și a prețului internațional al țițeiului și gazelor naturale, precum și de evoluția cursului de schimb. Balanța acestor riscuri înclină înspre o posibilă subestimare a inflației. Manifestarea simultană a acestor riscuri ar putea plasa rata anuală a inflației de la sfârșitul anului următor la un nivel substanțial peste cel al țintei urmărite.

Pentru anul 2006, o politică fiscală mai laxă decât cea prevăzută în actualul proiect al bugetului, ca și o politică de salarizare generoasă⁶⁹, combinată cu un ritm alert de creștere a creditului neguvernamental prezintă un risc potențial de supraîncălzire a economiei în cadrul orizontului de prognoză. Având în vedere decalajele inevitabile în transmiterea impulsurilor de politică monetară, excesul de cerere nu ar mai putea fi eliminat până la sfârșitul anului 2006, generând astfel dificultăți în atingerea țintei de inflație.

Riscurile referitoare la politica fiscală provin din incertitudinile legate în principal de estimarea veniturilor bugetare pentru anul 2006. O sursă importantă de incertitudine o reprezintă influența ciclului activității economice asupra veniturilor bugetare. Abordarea multianuală a programării bugetare, adoptată de România în perspectiva aderării la UE, pune accentul pe atingerea obiectivelor politicii fiscale pe termen mediu și lung. Pe termen scurt, fluctuațiile PIB în jurul nivelului său potențial pot induce deviații de la obiectivele anuale. Astfel, dinamica eliminării excesului de cerere în cursul anului viitor, necesară pentru continuarea dezinflației, poate genera abateri de la ritmul creșterii economice compatibile cu nivelul prevăzut al veniturilor. Dat fiind nivelul actual relativ scăzut, ca pondere în produsul intern brut, al veniturilor bugetare, astfel de abateri pot genera presiuni inflaționiste prin: (i) un deficit bugetar peste cel prevăzut, care ar contracara parțial scăderea excesului de cerere din sectorul privat, sau prin (ii) menținerea deficitului în parametri proiectați prin ajustări compensatorii în structura impozitelor, cu efecte directe asupra prețurilor (e.g. majorarea cotelor unor impozite indirecte).

Incetitudini semnificative sunt asociate coordonatelor politicii salariale. Declanșarea procesului de convergență reală a economiei românești către economia UE implică majorarea treptată a veniturilor reale, a căror componentă principală o reprezintă salariile. Acest proces presupune însă corelarea dinamicii salariilor reale cu aceea a productivității. Devansarea creșterii productivității de către cea a salariilor reale, în cazul majorării excesiv de rapide a salariilor nominale, are efecte inflaționiste prin creșterea mai rapidă a cererii agregate în raport cu oferta de bunuri și servicii. Mai mult, creșterea prețurilor tinde să anihileze în timp majorarea salariilor reale, încetinind procesul de convergență reală. Riscurile legate de conduita politicii salariale în cadrul orizontului de prognoză sunt clar ilustrate de tiparul recent al creșterilor de salarii. În perioada octombrie 2004-octombrie 2005, au avut loc patru etape de majorare a

⁶⁹ în sensul creșterii salariului real mediu peste câștigurile de productivitate acumulate

salariilor în sectorul bugetar, având drept rezultat o creștere cumulată de circa 50 la sută în termeni nominali.

Factorii de natura ofertei generează la rândul lor riscuri pentru proiecția curentă. Perioada următoare se caracterizează printr-un grad ridicat de incertitudine în ceea ce privește dinamica prețurilor energetice pe plan internațional. Deși prețurile țițeiului și gazelor naturale au atins în 2005 niveluri maxime istorice, o mare parte a analiștilor din domeniu atribuie o probabilitate mai mare unei creșteri decât unei scăderi a acestora, în condițiile menținerii unei dinamici mai rapide a cererii de produse petroliere în raport cu producția mondială. În cazul prețului țițeiului, un scenariu de majorare rapidă este plauzibil, având în vedere ritmul său mediu anual de creștere în perioada după 11 septembrie 2001 (peste 20 la sută). În cazul materializării unui astfel de risc, impactul inflaționist direct este dat de creșterea prețurilor combustibililor importați și, posibil, și a celor din producția internă. Acest impact poate fi amplificat și de un efect indirect, manifestat prin majorarea prețurilor de import ale altor bunuri și servicii (efecte ale celei de-a doua runde). Același tip de efecte se poate manifesta și în cazul creșterii economice. Astfel, scumpirea carburanților și a energiei ar putea afecta companiile românești prin creșterea costurilor și reducerea cererii, atât a celei interne, cât și a celei externe, în condițiile manifestării simultane a unei încetineri a creșterii economice globale.

În lipsa unui calendar oficial al modificărilor de prețuri administrate, informațiile cu privire la evoluția preconizată a acestora au caracter aproximativ, având ca sursă intențiile declarate ale autorităților în domeniu. În condițiile în care aceste majorări de prețuri au încă o contribuție semnificativă la nivelul inflației totale, posibilitatea ca acestea să difere ca magnitudine și distribuție în timp de cele din scenariul de bază sporește incertitudinea asupra proiecției de inflație, chiar și pe termen scurt. Pentru anul 2006, cele mai relevante riscuri de abatere de la nivelurile din scenariul de bază sunt asociate prețurilor administrate, în particular prețurilor interne ale gazelor naturale. În acest caz, incertitudinile sunt legate de: (i) evoluția viitoare a prețurilor de import și (ii) metodologia de determinare a prețurilor la consumator, care se calculează trimestrial, pe baza unor estimări de costuri făcute înainte de începutul fiecărui trimestru. De asemenea, există incertitudini semnificative și cu privire la prețurile energiei termice, care vor depinde de prețurile agentului termic, de nivelul de colectare a creanțelor din sistem, de ritmul procesului de eliminare a subvențiilor, ca și de efectele introducerii unui nou sistem de tarify.

Proiecția cursului de schimb nominal al leului în raport cu moneda europeană este grevată de incertitudini însemnate,

având în vedere influența importantă exercitată asupra acestuia de fluxurile financiare pe termen scurt și volatilitatea ridicată a acestor fluxuri. Balanța riscurilor de deviere într-un sens sau altul a cursului față de traiectoria din scenariul de bază pare a fi echilibrată. În cazul unor fluctuații majore însă, efectele asupra proiecției inflației ar putea fi negative atât într-o situație de depreciere, cât și într-una de apreciere a leului. Manifestarea unor presiuni de depreciere accelerată a monedei naționale ar pune în dificultate procesul de dezinflație, transformând prețurile bunurilor de import într-o sursă inflaționistă suplimentară. O apreciere accelerată a leului ar putea permite atingerea mai facilă a țintei de inflație pentru anul 2006, dar ar avea ca efect creșterea vulnerabilității economiei, în special prin lărgirea suplimentară a deficitului de cont curent, în paralel cu accentuarea procesului de euroizare/dolarizare a datoriilor sectorului privat. Posibilitatea declanșării unei corecții ulterioare printr-o depreciere rapidă implică riscuri pentru inflație pe orizonturi de timp mai îndelungate.

3. Evaluarea de politică monetară

Recenta proiecție privind evoluția inflației pune în evidență multitudinea de riscuri și de provocări cu care se va confrunta politica monetară în următoarele trimestre. Analizarea acestui context economic complicat relevă faptul că menținerea ritmului de creștere a prețurilor de consum pe traiectoria compatibilă cu atingerea țintei de inflație stabilită pentru sfârșitul anului 2006 (orizontul de timp minim relevant din perspectiva eficacității politicii monetare) este condiționată de întărirea condițiilor monetare în cursul anului 2006.

Chiar în ipoteza majorării gradului de restrictivitate monetară la nivelul presupus de proiecție, rata anuală a inflației va continua să se situeze în următoarele 5 trimestre în jumătatea superioară a intervalului de variație de ± 1 puncte procentuale ce încadrează, potrivit definiției, ținta punctuală de inflație; deși, mai puțin ambițioasă, această abordare este preferată uneia mai agresive, care ar permite o dezinflație mai accelerată, dar care ar induce riscuri și costuri economice substanțiale. Prin urmare, rata anuală a inflației va depăși valoarea centrală a obiectivului revizuit de inflație stabilit pentru luna decembrie 2005, principala cauză a plasării ei foarte probabile în proximitatea limitei superioare a marjei de toleranță admise constituind-o impactul neașteptat de puternic asupra evoluției prețurilor din acest an al factorilor aflați în afara sferei de influență a politicii autorității monetare (ajustări mai consistente de prețuri administrate decât cele programate și realizate cu întârziere față de calendarul inițial, în momente de amplificare a cererii agregate, creșteri neașteptat de mari ale prețului petrolului pe piața mondială,

efecte ale recentelor inundații și ale condițiilor meteo nefavorabile asupra prețurilor produselor agricole).

Principalul argument în favoarea întăririi politicii monetare pe care-l furnizează scenariul de bază al proiecției îl constituie menținerea la un nivel peste așteptări a excedentului de cerere și persistența, cel puțin, pe termen scurt, a presiunilor exercitate de acesta asupra echilibrelor macroeconomice; în pofida unei reacții prompte a politicii monetare, acest excedent nu va putea fi eliminat mai devreme de sfârșitul anului 2006, date fiind decalajele inerente transiterii impulsurilor de politică monetară. Din perspectiva asigurării sustenabilității dezinflației, necesitatea creșterii restrictivității condițiilor monetare în acest context este cu atât mai justificată cu cât capacitatea deficitului balanței comerciale de a mai prelua presiunile exercitate de cerere și de a atenua astfel potențialul lor inflaționist, fără a fi compromisă sustenabilitatea poziției externe a economiei, s-a restrâns.

Pe lângă ritmul excesiv al creșterii cererii, un alt motiv de preocupare pe care-l incumbă conjunctura previzionată îl reprezintă perpetuarea unei structuri neadecvate a acesteia (prin prisma cerințelor de întărire a potențialului creșterii economice), în condițiile în care consumul populației continuă să fie cea mai dinamică componentă a cererii. Un aspect care conferă o mai mare relevanță acestei evoluții îl constituie riscul ca în absența unei schimbări de atitudine a politicii monetare, fenomenul de substituție consum/economisire sesizat în ultima perioadă să ia amploare; o eventuală slăbire a economisirii populației pe termen mai îndelungat ar putea aduce prejudicii nu doar stabilității macroeconomice, ci și procesului de refacere a intermedierei bancare și celui de creștere a potențialului investițiilor; totodată, perpetuarea caracterului anemic al economisirii populației ar continua să erodeze poziția externă a economiei, sporirea economisirii interne fiind singura cale pe termen lung de reducere a deficitului de cont curent. În aceste condiții, o întărire a politicii monetare care să vizeze și încurajarea economisirii ar acționa implicit în sensul temperării apetitului de consum al populației, amplificând, astfel, efectul potențial al măsurilor de descurajare a creditării în valută recent implementate.

Un alt argument important care pledează în favoarea creșterii restrictivității politicii monetare îl constituie relativa amplificare în următoarele luni a impactului direct al factorilor ofertei asupra indicelui general al prețurilor și implicit a potențialului efectelor propagate ale acestora. Din această perspectivă cele mai mari riscuri le incumbă: (i) ajustările semnificative de prețuri administrate ce se vor efectua în cursul anului viitor, (ii) majorările prețurilor produselor alimentare provocate de inundații și de condițiile meteo nefavorabile din 2005, precum

și (iii) evoluția imprevizibilă a prețurilor internaționale ale petrolului și gazelor naturale. Un motiv suplimentar de preocupare îl constituie sensibilitatea ridicată a anticipațiilor inflaționiste la acțiunea acestor factori, dar și la performanțele recente ale politicilor menite să mențină pe traiectoria anunțată rata inflației, ancorarea și transformarea așteptărilor în elemente de susținere a dezinflației necesitând o atitudine fermă a băncii centrale.

În ceea ce privește momentul ajustării atitudinii politicii monetare, efectuarea rapidă a acesteia este justificată de cel puțin două aspecte. Primul îl constituie creșterea de proporții pe care o vor înregistra în următoarele două luni presiunile exercitate de componentele cererii interne – consumul și investițiile. Creșterea presiunilor primei componente va fi alimentată, în principal, de sporurile sezoniere ale veniturilor salariale (inclusiv a celor bugetare) – care se întrevăd a fi cel puțin proporționale cu majorările de salarii din acest an – și de sporirea specifică sfârșitului de an a remiterilor din străinătate; totodată, presiunile cererii de consum ar putea fi amplificate de: (i) manifestarea efectului compensator al scăderii relative a auto-consumului, date fiind performanțele mult mai reduse din această vară ale agriculturii și (ii) posibila creștere a importurilor de produse alimentare (legume și fructe), ale căror prețuri sunt mult mai sensibile la presiunea crescută a cererii. În ceea ce privește investițiile, acestea vor avea ca stimul puternic efectuarea concentrată în perioada următoare a cheltuielilor bugetare specifice, precum și eforturile financiare destinate refacerii locuințelor și infrastructurii distruse de inundațiile din acest an.

A doua justificare a recurgerii rapide la întărirea politicii monetare o constituie asimetria reacției ratelor dobânzilor practice de bănci la mișcările ratei dobânzii BNR, primele manifestând o relativă rigiditate față de creșterea moderată a celei din urmă. Astfel, ipoteza amânării corecției ascendente asupra randamentelor BNR⁷⁰ implică – inclusiv datorită continuării scăderii ratelor dobânzilor creditelor și ale depozitelor în această perioadă – o amplitudine a ajustării superioară celei presupuse în proiecție.

Riscul major al întării rapide a politicii monetare menite să mențină rata anuală a inflației pe traiectoria programată îl constituie posibila recrudescență a intrărilor de capital volatil. Îngrijorarea generată de posibilitatea materializării acestui risc este amplificată de faptul că pentru a determina recenta temperare a acestor fluxuri banca centrală a făcut în trimestrul III eforturi susținute, asumându-și substanțiale costuri de credibilitate. O revenire în forță a capitalului speculativ ar putea avea drept consecință fie accelerarea și creșterea magnitudinii

⁷⁰ conform proiecției privind evoluția inflației

aprecierii leului, fie intensificarea sterilizării intrărilor de capital și amplificarea costurilor autorității monetare; în ipoteza, de altfel, plauzibilă, a depășirii substanțiale a dimensiunii valului precedent de intrări, ar fi posibilă producerea concomitentă a ambelor efecte.

Un alt risc indus, cel puțin pe termen scurt, de întărirea politicii monetare îl constituie potențialul efect advers exercitat asupra balanței comerciale de aprecierea excesivă a leului; aceasta ar putea amplifica deficitul comercial la niveluri incompatibile cu sustenabilitatea balanței de plăți și implicit cu cea a dezinflației pe termen mediu. Astfel, deși ar putea decelera inflația importată, o accelerare a ritmului de apreciere a leului în raport cu euro, care ar decurge din implementarea deciziei BNR, ar avea drept consecințe nefavorabile:

a) Erodarea competitivității externe a exporturilor în situația în care creșterea de productivitate în ramurile respective nu ar compensa efectul scăderii ratei de schimb a leului. Efectul contracționist al aprecierii leului asupra exporturilor și implicit asupra creșterii economice ar putea fi, însă, considerabil atenuat de: (i) procesul de restructurare pe care l-ar iniția și întreprinde exportatorii sub presiunea exercitată de cursul de schimb; (ii) reorientarea către piața internă a producătorilor ale căror segmente externe de desfacere se restrâng; (iii) posibilitatea supraestimării restrictivității nivelului actual al cursului de schimb, știute fiind dificultățile de estimare a nivelului de echilibru al cursului de schimb, mai ales în economii aflate în transformare rapidă.

b) Sporirea cererii interne totale sau doar a celei pentru importuri.

Urmarea riscantă – din perspectiva dezinflației – a unor asemenea evoluții ar fi producerea unei corecții ulterioare relativ brutale a cursului de schimb al leului și a traiectoriei acestuia. Acest risc este cu atât mai mare cu cât în ultimul timp a fost evidentă asimetria puternică ce există între efectele aprecierii asupra dezinflației și cele mai substanțiale ale unei eventuale depreciere asupra stimulării inflației.

Evaluarea cuprinzătoare de către Consiliul de administrație al BNR a condițiilor economice prezente și de perspectivă, precum și a riscurilor pe care acestea le incumbă din perspectiva atingerii țintei de inflație și a susținerii dezinflației pe termen mediu, a relevat prelungirea caracterului conflictual al cerințelor cărora trebuie să le răspundă banca centrală în această perioadă. În contextul specific s-a considerat, însă, că relevanța riscului revenirii intrărilor de capital speculativ este estompată de pericolul crescut al exacerbării, cel puțin pe termen scurt, a cererii interne și a presiunilor exercitate de aceasta asupra prețurilor în lunile următoare. Prin urmare, Consiliul de administrație al BNR a decis să mențină la nivelul de 7,5 la sută rata dobânzii de politică monetară și să sporească volumul de lichiditate sterilizat prin intermediul operațiunilor de piață. Totodată, s-a hotărât ca BNR să mențină vigilența care să-i permită să sesizeze și să reacționeze prompt la orice evoluție care ar putea afecta procesul dezinflației.

CLAUZE DE EXONERARE

Clauzele de exonerare reprezintă definirea *ex ante* a unui set restrâns de circumstanțe, independente de influența politicii monetare, care condiționează responsabilitatea BNR pentru atingerea țintelor de inflație stabilite.

Acestea se referă la:

- Creșteri substanțiale ale prețurilor externe ale materiilor prime, surselor de energie și ale altor bunuri;
- Calamități naturale sau alte evenimente extraordinare asimilate, cu impact inflaționist prin intermediul costurilor și al cererii, inclusiv modificări imprevizibile ale pieței produselor agricole;
- Fluctuații ample ale cursului de schimb al leului datorate unor cauze aflate în afara fundamentelor economice interne și a implementării politicii monetare a BNR;
- Abateri majore ale prețurilor administrate de la programul de corecții anunțat de Guvern atât în ceea ce privește amplitudinea acestora, cât și respectarea calendarului de aplicare propus;
- Abaterea de la program a implementării și a rezultatelor politicii fiscale și a celei a veniturilor.

Clauzele de exonerare reprezintă o condiție a credibilității băncii centrale, astfel încât eventuala recurgere la acestea se va face cu extremă precauție, doar în cazuri justificate.

Circumscrierea responsabilității băncii centrale pentru atingerea țintei de inflație conform clauzelor de exonerare este luată în considerare la formularea țintelor de inflație și a traiectoriei de dezinflație asumate, precum și în analiza încadrării cifrei efective de inflație în intervalul de variație.