



BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI

RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

Februarie 2006

anul II, nr. 3

Serie nouă

ISSN 1582-2923

NOTĂ

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

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

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

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

Cuvânt înainte

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

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

Raportul asupra inflației a fost finalizat în data de 6 februarie 2006 și aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 8 februarie 2006.

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

LISTA ABREVIERILOR

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

Cuprins

I. SINTEZĂ.....	7
II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI.....	10
III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE	14
1. Cererea și oferta.....	14
1.1. Cererea	14
1.2. Oferta.....	20
2. Piața muncii.....	21
2.1. Forța de muncă	22
2.2. Venituri.....	23
3. Prețuri de import și prețuri de producție	24
3.1. Prețurile de import.....	24
3.2. Prețurile de producție	26
IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE	29
1. Politica monetară	29
2. Piețe financiare și evoluții monetare	33
2.1. Ratele dobânzilor.....	33
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	36
2.3. Moneda și creditul	38
V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI	42
1. Scenariul de bază al proiecției	42
1.1. Introducere.....	42
1.2. Proiecția inflației	43
1.3. Presiuni exogene asupra inflației.....	45
1.4. Presiuni din partea cererii agregate.....	47
2. Riscuri și incertitudini asociate proiecției.....	54
3. Evaluarea de politică monetară	56

I. SINTEZĂ

Procesul de dezinflație a cunoscut o relativă stagnare în trimestrul IV 2005; rata anuală a inflației a atins în decembrie 8,6 la sută, fiind cu 0,5 puncte procentuale mai mare față de nivelul proiectat și depășind marginal limita superioară a intervalului de variație de ± 1 puncte procentuale ce a încadrat ținta de inflație de 7,5 la sută pentru anul anterior.

Abaterea inflației de la traiectoria prognozată pentru trimestrul IV s-a datorat dimensiunii peste așteptări a ajustărilor de prețuri administrate și a creșterii prețurilor volatile ale unor produse alimentare; în schimb, inflația de bază (CORE2), asupra căreia politica monetară își poate exercita mai eficace influența, s-a situat pe un trend descendent care a înregistrat o accentuare în ultima parte a anului 2005, ceea ce a contrabalansat parțial impactul celorlalte componente menționate asupra ritmului de creștere a prețurilor de consum. Din perspectiva ratei medii anuale a inflației a avut însă loc o consolidare a procesului dezinflaționist, anul 2005 consemnând o cifră de 9 la sută, substanțial mai mică în comparație cu rezultatul de 11,9 la sută înregistrat în 2004.

În trimestrul III, ritmul de creștere a cererii agregate a rămas deosebit de înalt, cu toate că dinamica anuală a PIB a continuat să se reducă sub impactul șocurilor asupra ofertei; consumul final efectiv al populației s-a majorat față de perioada similară a anului anterior cu 7,0 la sută, iar formarea brută de capital fix a crescut până la 10,5 la sută. Persistența dinamicii alerte a salariilor și accelerarea creșterii creditului acordat populației au constituit principalele surse de alimentare a cererii și în ultimul trimestru al anului.

În acest context, politica monetară a continuat să fie confruntată cu provocări majore în trimestrul IV. Pe de o parte, ritmul de creștere a consumului a rămas nesustenabil din perspectiva asigurării progresului pe termen mediu și lung al dezinflației și a menținerii principalelor echilibre macroeconomice. Pe de altă parte, utilizarea în manieră tradițională a instrumentelor politicii monetare a continuat să fie constrânsă atât de imperfecțiunile mecanismului de transmisie monetară – datorate poziției de debitor net a băncii centrale, precum și ponderii ridicate a componentei în valută în creditul neguvernamental – cât și de riscul resurgenței intrărilor substanțiale de capital volatil. Răspunsul BNR a fost de utilizare fermă a instrumentelor aflate la dispoziție, cu precădere a celor mai puțin stimulative pentru intrările de capital, în vederea creșterii pe termen mai îndelungat a restrictivității condițiilor monetare și prevenirii deteriorării anticipațiilor inflaționiste: majorarea progresivă a volumului lichidității sterilizate prin intermediul operațiunilor de piață, cu consecința sporirii dobânzii efective de sterilizare, precum și creșterea de la 30 la 35 la sută a ratei rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în valută ale instituțiilor de credit. În același scop a fost finalizat proiectul actului normativ privind reglementarea activității instituțiilor financiare nebancale.

Evaluarea de către CA al BNR a argumentelor favorabile și a celor potrivnice revizuirii țintei de inflație pentru 2006, date fiind perspectivele nefavorabile pe termen scurt rezultate din

scenariile de proiecție, s-a finalizat cu decizia de a nu se modifica țintele actuale de inflație pe termen scurt și mediu, acestea fiind menținute la nivelul de 5 la sută ± 1 puncte procentuale în 2006 și, respectiv, de 4 la sută ± 1 puncte procentuale în 2007. Această opțiune are în vedere:

- angajamentul băncii centrale de a atinge ținta de inflație a anului 2007, opțiune ambițioasă și care presupune costuri economice importante, reconfirmând concentrarea BNR asupra realizării prin utilizarea tuturor mijloacelor de care dispune a traiectoriei de dezinflație pe termen mediu, orizont temporal la nivelul căruia pot acționa mai eficace instrumentele politicii monetare. Ca urmare, în pofida faptului că pe termen scurt rata inflației proiectate se situează în permanență deasupra traiectoriei programate a dezinflației, devierea de la țintă în anul 2006 este percepută a avea caracter temporar în condițiile unei acțiuni ferme și proactive a politicii monetare, sprijinite de prudența politicilor salariale și fiscale;
- necesitatea de a realiza o mai bună ancorare a anticipațiilor inflaționiste și de a orienta în consecință deciziile operatorilor economici, având în vedere faptul că o eventuală revizuire a țintei de inflație pe 2006 ar conduce la deteriorarea sensibilă a performanțelor inflaționiste pe termen mediu, complicând conduita politicii monetare în viitor;
- nevoia de acțiune fermă și imediată din partea BNR, având în vedere durata necesară manifestării efectelor măsurilor de politică monetară asupra evoluției inflației, prin intermediul influențării cererii agregate.

Scenariul de bază al proiecției privind evoluțiile macroeconomice pe termen mediu (al cărei orizont a fost extins de la 6 la 8 trimestre, în concordanță cu orizontul de politică monetară) presupune, comparativ cu ipotezele aferente prognozei precedente, creșteri mai puternice ale prețurilor volatile ale unor produse alimentare, inclusiv prin modificarea structurii coșului de consum, precum și revizuirea în sens ascendent a valorii previzionate a cursului de schimb. Acest scenariu relevă o deteriorare a evoluției pe termen scurt a inflației, rata anuală a inflației proiectate depășind cu circa 1,6 puncte procentuale ținta stabilită pentru finele anului 2006. Perspectiva inflației se ameliorează, însă, în 2007, ca efect al acțiunii setului auster de politici macroeconomice, al depășirii perioadei de impact maxim al șocurilor nefavorabile asupra ofertei, precum și al temperării anticipațiilor inflaționiste; astfel, în a doua parte a anului dezinflația revine pe o traiectorie compatibilă cu atingerea țintei de 4 la sută. Pe parcursul intervalului de prognoză, decelerarea proiectată a inflației are ca suport principal reducerea continuă a excedentului de cerere – până la valori negative – provocată de înăsprirea condițiilor monetare, în contextul unui ansamblu de politici economice restrictive.

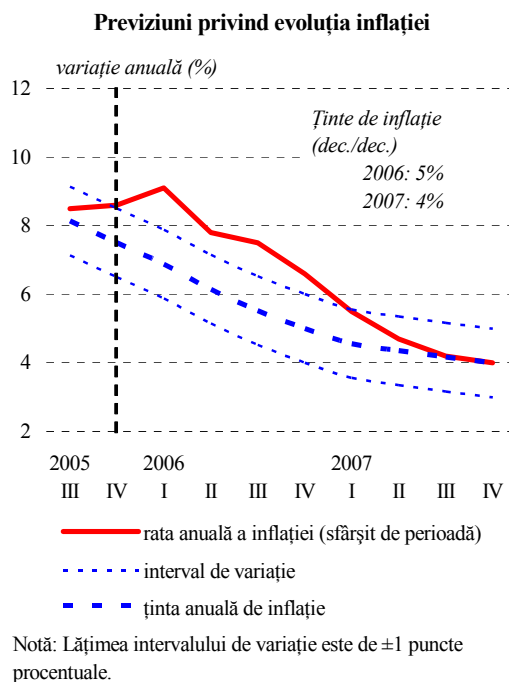
Infirmarea unora dintre ipotezele aflate la baza acestui scenariu ar putea devia însă rata inflației de la traiectoria prognozată. Efecte adverse ar putea fi generate de insuficienta creștere a austerității politicii salariale și a celei fiscale, de consemnarea unui nivel al cursului de schimb superior celui proiectat, dar și de deteriorarea anticipațiilor inflaționiste sub impactul combinat al ajustărilor de prețuri și al producerii altor șocuri potențiale. Riscuri suplimentare – inclusiv asupra așteptărilor – incumbă eventualele creșteri mai ample ale prețurilor energetice și ale unor

produse alimentare, precum și efectuarea unor majorări mai consistente ale prețurilor administrate sau modificarea calendarului de aplicare a acestora. De asemenea, un alt risc major îl constituie posibilitatea unui efect insuficient de restrictiv exercitat de întărirea politicii monetare asupra ritmului de creștere a creditului, însoțit de o potențială recrudescență a intrărilor substanțiale de capital volatil.

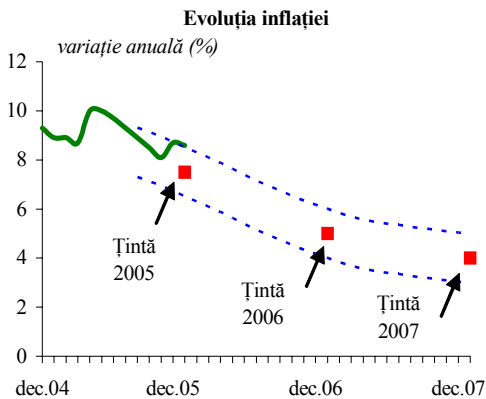
Evaluarea cuprinzătoare a proiecției pe termen mediu, precum și a multiplelor dificultăți și riscuri pe care le antrenează realizarea programului ambițios de dezinflație asumat, a condus la reiterarea hotărârii CA al BNR de a utiliza în continuare, în mod concertat și proactiv, toate instrumentele aflate la dispoziția sa în scopul temperării creșterii cererii agregate și al ameliorării anticipațiilor inflaționiste, fiind necesară o reacție rapidă și fermă a băncii centrale. Prin urmare, în ședința sa din 8 februarie, CA al BNR a decis majorarea de la 7,5 la 8,5 la sută a ratei dobânzii de politică monetară și continuarea sterilizării substanțiale a excesului de lichiditate de pe piața monetară internă prin intermediul operațiunilor de piață. Concomitent, CA al BNR a hotărât majorarea

de la 35 la 40 la sută a ratei rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în valută ale instituțiilor de credit începând cu perioada de aplicare 24 martie-23 aprilie 2006, menținerea măsurilor prudențiale de temperare a expansiunii creditului neguvernamental, în special a componentei sale în valută, și implementarea accelerată a legislației de reglementare a activității de creditare a instituțiilor financiare nebancare.

De asemenea, CA al BNR și-a reiterat hotărârea de a reacționa prompt la evoluțiile macroeconomice care ar putea periclita menținerea dezinflației pe traiectoria programată pe termen mediu.



II. EVOLUȚIA INFLAȚIEI



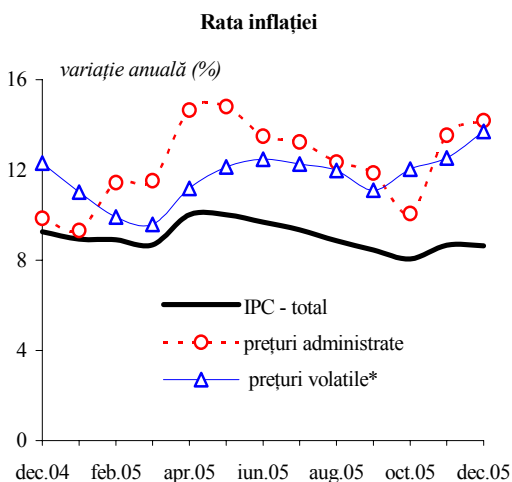
Notă: Lățimea intervalului de variație este de ± 1 puncte procentuale.

Sursa: INS, calcule BNR

Prețuri administrate versus prețuri libere

	variație anuală (%)				
	2004 IV	2005 I II III IV			
Rata inflației	10,0	8,8	9,9	8,9	8,4
Prețuri administrate	11,2	10,8	14,3	12,5	12,6
1. Mărfuri nealimentare:	12,1	12,0	16,5	14,7	13,0
energie electrică	17,7	12,5	12,5	9,6	9,6
energie termică	10,4	12,0	12,0	12,0	15,0
gaze naturale	22,2	21,6	45,2	45,3	36,4
medicamente	-6,9	1,4	1,0	-1,3	-4,9
2. Servicii, din care:	9,8	8,9	11,0	9,1	11,8
apă, canal, salubritate	23,4	22,4	27,8	27,4	26,0
telefon	-0,1	3,1	4,3	-1,0	4,8
transport de călători pe calea ferată	19,2	14,6	12,0	9,9	8,7
transport urban (de călători)	17,0	16,3	21,0	25,9	22,2
Prețuri libere (CORE1)	9,6	8,3	8,7	7,9	7,3

Sursa: INS, calcule BNR



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

Sursa: INS, calcule BNR

Rata anuală a inflației s-a situat la sfârșitul anului 2005 la 8,6 la sută¹, depășind marginal limita superioară a intervalului de fluctuație de ± 1 puncte procentuale în jurul țintei de 7,5 la sută (nivelul efectiv s-a plasat, de asemenea, cu 0,5 puncte procentuale peste proiecția prezentată în Raportul asupra inflației publicat în luna noiembrie²). În condițiile în care, în trimestrul III, rata anuală a inflației a evoluat în limitele intervalului de fluctuație, deviația s-a datorat în principal dimensiunii neanticipate a șocurilor de natura ofertei din ultima parte a anului; transmiterea acestora a fost totuși potențată de climatul permisiv creat de excesul de cerere. Deși trimestrul IV nu a consemnat progrese pe linia dezinflației la nivelul IPC total, procesul a continuat într-un ritm peste așteptări în cazul inflației de bază (CORE2).

În cadrul intervalului analizat, evoluția ratei anuale a inflației a fost neuniformă, trendul descendent al acesteia (de la un nivel de 10 la sută în mai 2005, până la o valoare minimă³ de 8,1 la sută în octombrie) fiind inversat în luna noiembrie de corecția aplicată prețului național de referință al energiei termice (+20 la sută). De remarcat faptul că influența acestei măsuri a fost amplificată de amânarea momentului de implementare din iulie în noiembrie, efectul de bază astfel generat contribuind atât la scăderea ratei anuale a inflației în luna octombrie, cât și la saltul de 0,6 puncte procentuale înregistrat în noiembrie. Creșterea presiunii exercitate de prețurile administrate nu a fost însă asociată numai ajustării menționate anterior, fiind alimentată pe parcursul întregului trimestru de tendința de majorare a cotațiilor leu-euro conturată încă din luna septembrie, cu efect direct asupra variației consemnate de componentele ancorate la acest parametru (în principal, tarifele aferente serviciilor de telefonie fixă).

Un impact nefavorabil asupra nivelului general al prețurilor au continuat să aibă produsele cu prețuri volatile, dinamica anuală înregistrată de această grupă plasându-se constant cu 4-5 puncte procentuale deasupra mediei. Evoluția a fost imprimată exclusiv de accelerarea de ritm observată la nivelul prețurilor produselor agroalimentare (legume, fructe, ouă⁴), sub acțiunea unor factori

¹ Totuși, rata medie anuală a inflației a scăzut semnificativ comparativ cu anul 2004 (-2,9 puncte procentuale), ajungând pentru prima oară în ultimii 15 ani la un nivel exprimat printr-o singură cifră (9 la sută).

² pe baza datelor efective până la luna august, inclusiv

³ din perioada ulterioară lunii decembrie 1990

⁴ Numai pentru acest din urmă produs prețul s-a majorat în ultimele trei luni ale anului cu 45,4 la sută, generând aproape un sfert din inflația intervalului.

conjuncturali care au determinat atât restrângerea ofertei, cât și mutații în structura cererii⁵ (condițiile meteorologice nefavorabile, gripa aviară). În absența acestor șocuri doar parțial anticipate, rata anuală a inflației la finele anului 2005 s-ar fi situat cu aproximativ 0,8 puncte procentuale sub nivelul efectiv înregistrat. O influență diametral opusă a exercitat grupa combustibililor, atenuarea tensiunilor pe piața internațională a petrolului creând condiții pentru scăderi ale prețurilor și pe piața internă, astfel încât, în termeni anuali, decalajul față de rata inflației aferente IPC total s-a redus la 0,4 puncte procentuale în luna decembrie, de la un nivel de circa 8 puncte procentuale în trimestrul III.

Din perspectiva inflației de bază (CORE2) însă, procesul dezinflaționist a continuat, nivelul de 5,6 la sută atins la sfârșitul anului 2005 fiind inferior cu 1,1 puncte procentuale celui consemnat în luna septembrie. Mai mult, ajustarea descrescătoare din perioada analizată a fost superioară cu 0,2 puncte procentuale celei din intervalul anterior. Important de semnalat este faptul că această evoluție a avut loc în contextul: (i) accentuării excesului de cerere – caracteristică evidențiată de majorarea deviației pozitive a PIB de la nivelul său potențial⁶ comparativ cu trimestrul anterior și (ii) schimbării intervenite în tendința cursului de schimb, care a determinat revenirea la valori pozitive a contribuției inflației importate la variația prețurilor de consum din ultima parte a anului (după 3 trimestre de valori negative). În consecință, rezultanta pozitivă ar putea fi asociată concurenței sporite de-a lungul întregului circuit de producție și desfacere, la care se adaugă, în cazul unor produse alimentare, dinamica favorabilă a prețurilor externe și unele influențe conjuncturale⁷. Un element de susținere a acestei concluzii derivă din faptul că dezinflația CORE2 s-a datorat aproape integral segmentului mărfurilor alimentare (altele decât legume, fructe, ouă), contribuția bunurilor nealimentare fiind marginală, iar cea a serviciilor, de sens contrar (diferența de comportament al ultimelor două grupe poate fi explicată prin presiunea mai puternică a excesului de cerere și sensibilitatea mai ridicată la mișcările cursului de schimb, dar și de manifestarea efectului Balassa-Samuelson, în cazul serviciilor). De asemenea, deși o cuantificare precisă a efectelor propagate ale corecțiilor aplicate prețurilor administrate este dificilă, calculele realizate sugerează

⁵ în detrimentul producătorilor individuali de bunuri agroalimentare

⁶ calculată pe baza variațiilor trimestriale

⁷ extinderea focarelor de gripă aviară (cu efect inhibitor asupra cererii, dar și asupra ofertei, ca urmare a măsurilor de limitare a consecințelor epizootiei); actualizarea ajutorului financiar acordat de Guvern pentru sprijinirea producătorilor de lapte

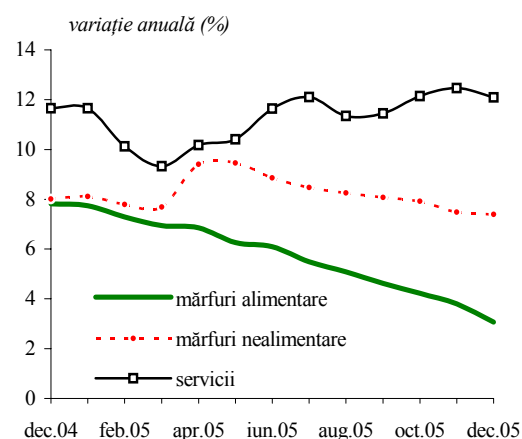
Prețurile de consum pe categorii de produse

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

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

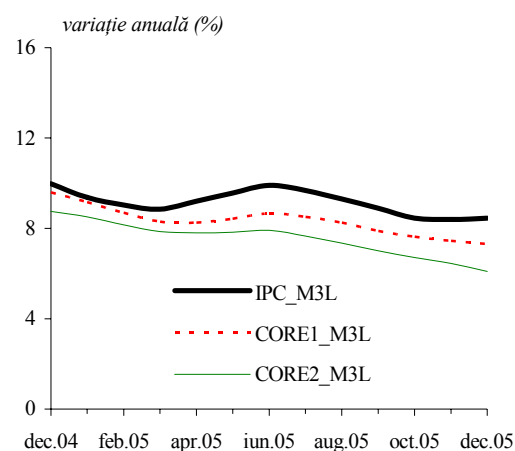
Sursa: INS, calcule BNR

Structura CORE2 pe grupe de mărfuri



Sursa: INS, calcule BNR

Trendul* ratei inflației



* calculat ca medie mobilă pe 3 luni

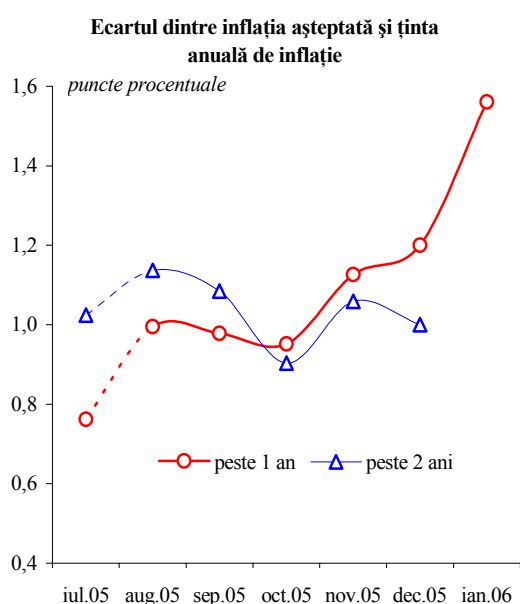
CORE1 - se exclud prețurile administrate

CORE2 - se exclud prețurile administrate și volatile

Sursa: INS, calcule BNR

o dimensiune relativ mai redusă a acestora⁸ comparativ cu trimestrul anterior, ceea ce a contribuit într-o anumită măsură la prelungirea traiectoriei descendente a inflației de bază.

Un alt factor cu valoare explicativă pentru dinamica inflației este reprezentat de anticipațiile inflaționiste, însă influența acestora în intervalul analizat nu poate fi considerată favorabilă, aprecierile referitoare la sensul lor de acțiune variind între „neutru” și „nefavorabil”. Pe de o parte, așteptările formulate de operatorii din industria prelucrătoare și comerț în cadrul anchetei de conjunctură realizate de INS au fost în general favorabile dezinflației⁹ și s-au menținut la un nivel comparabil cu cel din trimestrul anterior; excepție a făcut, totuși, luna octombrie, care a marcat o deteriorare a soldurilor conjuncturale¹⁰, asociată probabil inversării temporare a tendinței de apreciere nominală a monedei naționale în raport cu principalele valute.



Pe de altă parte, rezultatele sondajului realizat de BNR în rândul analiștilor bancari oferă o imagine mai puțin optimistă. Deși continuarea dezinflației este și aici evidentă, se observă totuși o înrăutățire a anticipațiilor inflaționiste, decalajul dintre rata așteptată a inflației pe orizontul de 12 luni și traiectoria inflației compatibilă cu țintele anuale ale BNR lărgindu-se constant începând cu luna octombrie.

La sfârșitul anului 2005, rata anuală efectivă a inflației s-a situat cu 0,5 puncte procentuale peste proiecția pe termen scurt prezentată în *Raportul asupra inflației* publicat în luna noiembrie. În condițiile în care inflația de bază a fost inferioară celei prognozate, deviația s-a datorat exclusiv dimensiunii neanticipate a șocurilor care au afectat unele variabile exogene. Cel mai consistent derapaj a intervenit în cazul produselor alimentare cu prețuri volatile (fructe, legume, ouă), evoluțiile înregistrate în ultimul trimestru majorând rata anuală de creștere a acestora la 17,6 la sută (decembrie/decembrie), cu 6,8 puncte procentuale peste variația anticipată. Diferențe notabile au fost consemnate și în ceea ce privește traiectoria cursului de schimb, intervalul analizat consemnând o depreciere nominală a leului față de euro de 4 la sută (decembrie/septembrie), în contrast cu stabilitatea avută în vedere la realizarea proiecției. O contribuție

⁸ În condițiile în care efectele propagate ale unui șoc al prețurilor administrate se manifestă aproape integral în primele șase luni de la producere, diferența dintre cele două trimestre comparate provine în esență din faptul că trimestrul IV nu mai resimte impactul șocului din luna aprilie, cel mai puternic din acest an.

⁹ Rezultatele sondajului relevă, de asemenea, un nivel mai scăzut și o stabilitate superioară a anticipațiilor formate în sectorul industrial comparativ cu cel comercial.

¹⁰ Se calculează ca diferență între ponderea opiniilor referitoare la un ritm mai rapid de creștere a prețurilor comparativ cu perioada anterioară și cea a opiniilor de sens contrar.

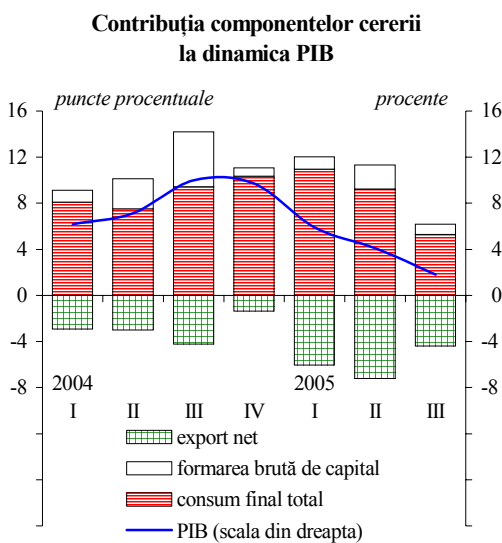
de sens similar, dar de mult mai mică amploare au avut prețurile administrate, ecartul dintre rata anuală efectivă și cea prognozată fiind explicat de: (i) influența negativă a cursului de schimb asupra tarifelor aferente serviciilor de telefonie fixă și a prețului medicamentelor (în cazul celor din urmă s-au adăugat și dificultățile de estimare a impactului modificărilor operate de Ministerul Sănătății în modul de calcul al prețului final al medicamentelor¹¹) și (ii) majorarea peste așteptări a tarifelor corespunzătoare serviciilor de gospodărie comunală.

¹¹ Ordinul nr. 924/31.08.2005, care limitează adaosul comercial și elimină marja de depreciere inclusă în calculația anterioară

III. EVOLUȚII ALE ACTIVITĂȚII ECONOMICE

1. Cererea și oferta

Trimestrul III 2005 a consemnat continuarea procesului de încetinire a dinamicii PIB, până la unul dintre cele mai scăzute ritmuri de creștere din ultimii șase ani (1,8 la sută¹² – dinamică inferioară cu 0,4 puncte procentuale celei prognozate). Pe fondul pierderii severe de ritm înregistrate de consumul final, tiparul de creștere economică s-a modificat, investițiile preluând rolul de cel mai dinamic segment al cererii agregate. Pe partea ofertei, agricultura a reprezentat și în perioada analizată principalul factor de frânare a creșterii economice, în absența sa PIB înregistrând o intensificare a ritmului anual cu 0,7 puncte procentuale față de intervalul precedent. Nu trebuie ignorată însă influența de sens similar a industriei, care și-a diminuat pentru a treia oară consecutiv ritmul anual de creștere (până la un modest 0,8 la sută).



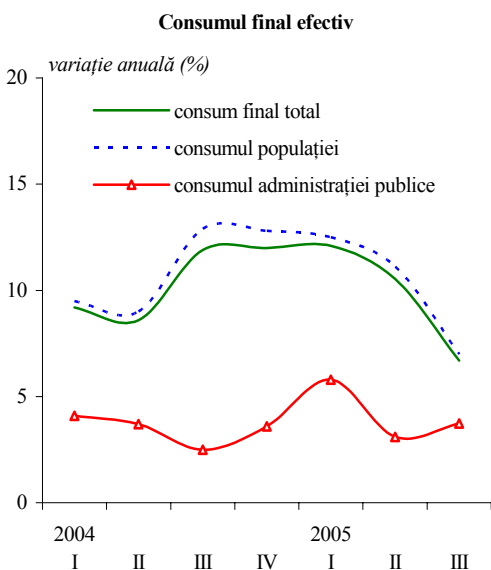
Sursa: INS, calcule BNR

1.1. Cererea

Dinamica anuală a cererii interne a scăzut substanțial față de trimestrul anterior (de la 10,2 la sută la 5,8 la sută), pe fondul unei evoluții similare a consumului final, dar și al comprimării puternice a stocurilor de produse finite. În schimb, investițiile și-au îmbunătățit ritmul de creștere cu încă 1,5 puncte procentuale, consemnând astfel cea mai viguroasă dinamică dintre componentele cererii interne, după trei trimestre în care această poziție a fost deținută de consumul final. În ceea ce privește cererea externă netă, contribuția sa negativă la creșterea PIB s-a atenuat, fără ca această evoluție să poată fi însă asociată unei ameliorări semnificative a competitivității unor produse de bază ale ofertei românești pe piețele externe.

1.1.1. Cererea de consum

Deși temperarea ratei de creștere a consumului final comparativ cu trimestrul precedent (de la 10,5 la sută la 6,7 la sută) a fost însoțită de o atenuare a dinamicii achizițiilor de mărfuri și servicii ale populației, este puțin probabil ca aceasta să fie asociată unei relaxări a presiunii inflaționiste a cererii de consum în trimestrul III.



Sursa: INS

¹² În absența unei mențiuni exprese, în această secțiune ritmurile de creștere exprimă variații anuale de volum.

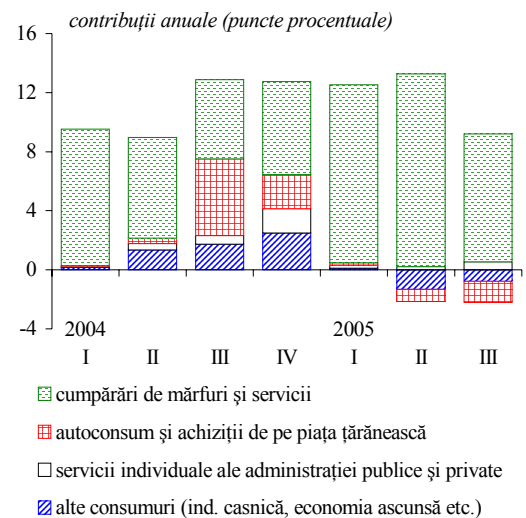
Cererea de consum a populației

Spre deosebire de trimestrul II, diminuarea ritmului anual al consumului final efectiv al populației (cu 4,1 puncte procentuale, până la 7 la sută) a fost indusă nu numai de restrângerea autoconsumului și a achizițiilor de pe piața țărănească (pe fondul manifestării unui puternic efect de bază, dar și al condițiilor climaterice dificile din anul 2005), ci și de atenuarea dinamicii cumpărărilor de mărfuri (18,9 la sută, în scădere cu 5,2 puncte procentuale). Interpretarea acestei evoluții ca o slăbire a cererii de consum este însă puțin plauzibilă, având în vedere, pe de o parte, aparenta accelerare a ritmului anual al venitului disponibil al populației¹³ – doar parțial contrabalansată de încetinirea dinamicii creditelor bancare noi pe termen scurt și mediu acordate persoanelor fizice¹⁴ –, iar pe de altă parte, constrângerile de ordin conjunctural impuse de ofertă (perturbările induse în activitatea comercială de inundațiile extinse).

Persistența apetitului pentru consum al populației în trimestrul III a fost favorizată și de diminuarea înclinației către economisire, pe fondul atractivității scăzute a dobânzilor pasive (dinamizarea observată pe piața de capital – atât la nivelul Bursei de Valori, cât și al organismelor de plasament colectiv – a compensat doar în mică măsură restrângerea fluxului de depozite bancare¹⁵, sumele angajate și numărul de investitori fiind, de altfel, sensibil mai mici¹⁶; un alt factor de influență ar putea fi plasamentele imobiliare, însă și în acest caz impactul poate fi considerat minor, în condițiile în care creșterea exagerată a prețurilor din ultimii ani a atras după sine „înghețarea” pieței de profil în anul 2005).

O concluzie similară se desprinde din analiza evoluției cifrei de afaceri aferente sectorului comercial – chiar dacă dinamica

Creșterea consumului final al populației



Sursa: INS, calcule BNR

¹³ aproximată prin suma dintre veniturile totale din salarii, transferuri sociale (asigurări sociale de stat, ajutor pentru șomaj și asigurări de sănătate), remiterile din munca în străinătate și transferurile curente private de la nerezidenți

¹⁴ de la 62,8 la sută la 36,7 la sută în termeni reali. Trebuie menționat totuși faptul că împrumuturile pe termen mediu nu pot fi asimilate în totalitate creditelor de consum, întrucât pot avea ca destinație, de exemplu, achiziționarea de terenuri sau modernizarea unui imobil.

¹⁵ Ritmul anual corespunzător depozitelor la termen nou constituite de populație în trimestrul III a continuat să scadă comparativ cu perioada similară a anului precedent (-7,1 la sută, variație reală); din perspectiva soldurilor, dinamica anuală a rămas pozitivă (7,6 la sută), însă mult inferioară nivelului din intervalul precedent (11,5 la sută).

¹⁶ La finele lunii septembrie 2005, valoarea totală a titlurilor OPC aflate în posesia unor persoane fizice reprezenta doar 0,4 la sută din soldul depozitelor bancare la termen ale populației, iar numărul de investitori din această categorie nu depășea 70 000. Cu toate că plasamentele în acțiuni implică un grad mai mare de risc, populația este mult mai bine reprezentată pe BVB, valoarea de piață a activelor deținute depășind 20-25 la sută din soldul depozitelor bancare, deși numărul investitorilor se limitează la aproximativ 10 000 (Sursa: CNVM, UNOPC).

vânzărilor de bunuri de consum a fost inferioară celei consemnate în intervalul anterior, nivelul atins s-a menținut ridicat (aproximativ 17 la sută în cazul bunurilor de uz curent și 27 la sută în cel al bunurilor de folosință îndelungată). Tendința descendentă a fost mai clar conturată pe segmentul bunurilor de uz curent, intensitatea fenomenului fiind sensibil atenuată în cazul durabilelor, ca urmare a interesului încă pronunțat al populației pentru acest tip de achiziții.

Diminuarea vitezei de creștere a consumului privat a fost estompată de: (i) serviciile de piață, care și-au accelerat ritmul de creștere cu încă 3,8 puncte procentuale (până la 14 la sută) – pe seama consumului sporit de energie electrică și a evoluțiilor din domeniul comunicațiilor (în special Internet), al transporturilor (odată cu prelungirea parcursurilor impusă de blocarea unor rute) și al jocurilor de noroc (de menționat însă că dintre aceste categorii de cheltuieli, presiuni inflaționiste semnificative nu au generat decât transporturile); (ii) cheltuielile pentru consum individual efectuate de administrația publică și privată (asociate, în bună măsură, operațiunilor de ajutorare a sinistraților în urma inundațiilor).

În ceea ce privește proveniența bunurilor destinate acoperirii cererii de consum a populației, se poate afirma că în trimestrul III oferta autohtonă a continuat să piardă teren în favoarea importurilor. Tendința a fost vizibilă mai ales pe segmentul *bunuri de uz curent* (încetinire severă a ritmului de creștere a cifrei de afaceri aferente producției principalelor ramuri industriale de profil – industria alimentară și cea ușoară –, concomitent cu o intensificare cu circa 2 puncte procentuale a dinamicii volumului fizic al importurilor la această grupă de produse¹⁷). Pe celălalt segment al bunurilor de consum, *durabilele*, companiile românești au înregistrat și în trimestrul III o creștere mai accentuată a vânzărilor pe piața internă decât cele producătoare de bunuri de uz curent, deși atenuarea de ritm a fost și în acest caz evidentă (de la 26,2 la sută în intervalul anterior la 12,7 la sută); în plus, reducerea vitezei de creștere devine și mai pronunțată dacă luăm în considerare și mijloacele de transport rutier¹⁸, însă trebuie precizat faptul că scăderea de aproape 6 ori a dinamicii volumului cifrei de afaceri pentru piața internă la această categorie a fost puternic afectată de influențe conjuncturale (de exemplu, depășirea vârfului de vânzări în cadrul

¹⁷ În absența unor date statistice privind variația de volum aferentă importurilor pe grupe de mărfuri, au fost realizate calcule aproximative bazate pe valoarea și indicele valorii unitare corespunzătoare produselor cuprinse în Nomenclatorul Combinat (N.C.).

¹⁸ Datele disponibile nu permit delimitarea autovehiculelor incluse în consumul populației de cele achiziționate de sectorul corporatist și de cel public (care aparțin, potrivit metodologiei conturilor naționale, formării brute de capital fix).

Programului național de stimulare a înnoirii parcului auto) și de manifestarea efectului de bază asociat lansării pe piață a noului model Dacia Logan (septembrie 2004). Totuși, și pe segmentul bunurilor de folosință îndelungată, volumul achizițiilor din exterior și-a păstrat ritmul alert de creștere din intervalul precedent (până la circa 50 la sută în cazul autovehiculelor).

Cererea de consum guvernamental

Consumul final efectiv al administrației publice s-a majorat într-un ritm ușor mai alert față de intervalul anterior (3,7 la sută), o posibilă explicație fiind evoluția similară a numărului de salariați din sectorul bugetar.

Evoluții bugetare

Execuția bugetului general consolidat s-a finalizat însă și în trimestrul III 2005 cu un excedent (de 0,4 la sută din PIB)¹⁹, ceea ce sugerează menținerea în această perioadă a austerității politicii cheltuielilor de investiții guvernamentale.

Ambele părți ale balanței consolidate au înregistrat o scădere relativă față de perioada similară a anului precedent, atât veniturile, cât și cheltuielile bugetare diminuându-și ponderile în PIB cu circa 0,1 puncte procentuale.

Astfel, veniturile bugetare au continuat să resimtă efectul introducerii cotei unice de impozitare (16 la sută), acesta concretizându-se în diminuarea cu 0,2 puncte procentuale a greutății relative atât a încasărilor din impozitul pe profit, cât și a celor din impozitul pe venit; o comprimare relativă a consemnat și ponderea altor impozite indirecte (-0,1 puncte procentuale). Declinul acestor venituri a fost contrabalansat parțial de creșterea vărsămintelor din TVA și a celor din CAS (cu 0,3, respectiv 0,1 puncte procentuale din PIB), indusă de sporirea volumului vânzărilor de mărfuri din comerțul cu amănuntul și, respectiv, de majorarea salariilor și a numărului de salariați.

Cu toate că și majoritatea categoriilor de cheltuieli a suferit o comprimare în termeni relativi, cheltuielile materiale și cele de personal și-au majorat ponderea în PIB cu 0,2 și, respectiv, cu 0,1 puncte procentuale. În aceste condiții, surplusul primar al bugetului general consolidat s-a redus marginal față de cel înregistrat atât în intervalul precedent, cât și în trimestrul III 2004, atingând 0,6 la sută din PIB.

¹⁹ mărime relativă aproape identică cu cea înregistrată în perioada similară a anului anterior

În ultimul trimestru al anului 2005, execuția bugetului general consolidat a fost marcată de efectuarea în prima jumătate a lunii noiembrie a celei de-a treia rectificări bugetare. Prin aceasta s-au redus (cu câte 1,5 puncte procentuale) nivelurile programate ale veniturilor și cheltuielilor (până la 29,5, respectiv, 30,5 la sută din PIB), deficitul bugetar prevăzut pentru sfârșitul anului nefiind afectat. Totodată, o parte din cheltuielile bugetare au fost redistribuite, fiind majorate cele destinate Fondului național unic de asigurări de sănătate (în vederea achitării datoriilor din sistemul asigurărilor sociale de sănătate), precum și cele pentru învățământ, protecție socială, funcționarea instituțiilor publice, refacerea infrastructurii afectate de inundații și pentru unele subvenții pe produse și activități; în schimb, cheltuielile destinate mediului și integrării au fost diminuate.

Cu toate că, potrivit datelor provizorii, deficitul efectiv al bugetului general consolidat s-a situat la sfârșitul anului sub nivelul programat (0,8 la sută din PIB, comparativ cu 1,0 la sută), relaxarea relativă a politicii fiscale din trimestrul IV (în special, din luna decembrie) a fost cea mai amplă din ultimii ani, constituind un stimul suplimentar important al cererii în această perioadă.

1.1.2. Cererea de investiții

Accelerarea cu 1,5 puncte procentuale a dinamicii formării brute de capital fix (până la 10,5 la sută) în trimestrul III comparativ cu perioada anterioară s-a produs chiar în condițiile manifestării unui puternic efect de bază negativ (în intervalul de referință, acest indicator s-a majorat în termeni anuali cu 17,3 la sută, cel mai ridicat nivel înregistrat în perioada de ascensiune a actualului ciclu economic). Evoluția a fost susținută în principal de lucrările de construcții noi și de reparații capitale, efectuate mai ales pe segmentele *clădiri rezidențiale* și *construcții inginerești* (parțial asociate eforturilor de înlăturare a efectelor inundațiilor).

În ceea ce privește investițiile în utilaje, ritmul de creștere a încetinit semnificativ, evoluția fiind însoțită de o posibilă consolidare a contribuției importurilor la acoperirea cererii de investiții²⁰. Reducerea efortului de rețehnologizare a fost în principal generată de diminuarea resurselor proprii ale agenților economici, în contextul performanțelor slabe ale producției

Investiții realizate

	Anii	variație anuală (%)			
		I	II	III	IV
Total	2004	7,2	12,0	18,1	1,7
	2005	5,8	10,7	11,3	
- lucrări de construcții noi	2004	7,6	9,6	13,3	6,9
	2005	2,2	9,4	11,1	
- utilaje	2004	14,9	26,4	38,4	5,5
	2005	9,6	12,8	8,1	
- alte cheltuieli*	2004	-30,7	-40,2	-38,8	-37,6
	2005	-4,9	1,0	41,0	

* plantații de vii, pomi, împăduriri, cumpărări de animale
Sursa: INS

²⁰ Comparativ cu trimestrul II, ritmul anual de creștere al volumului cifrei de afaceri aferente producției pentru piața internă de bunuri de capital (inclusiv mijloace de transport) s-a redus la mai puțin de jumătate (până la 9,1 la sută), evoluție indusă de majoritatea componentelor acestei grupe, în timp ce dinamica volumului fizic al importurilor pe acest segment a scăzut mai lent, continuând să fie deosebit de alertă (peste 20 la sută).

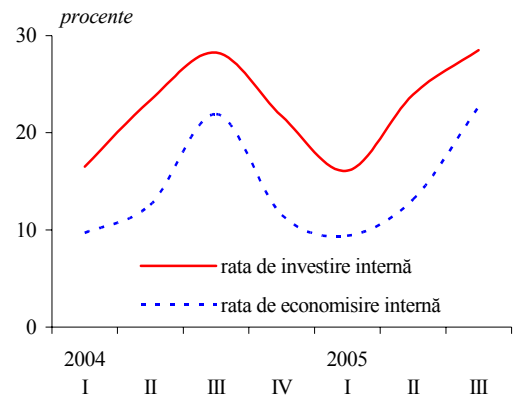
industriale pe parcursul anului 2005. De asemenea, perspectivele incerte privind dezvoltarea viitoare a activității au reprezentat probabil pentru mulți agenți economici un factor de limitare a apelului la surse alternative de finanțare²¹.

O evoluție care merită semnalată s-a înregistrat pe cel de-al doilea segment al formării brute de capital – după 10 trimestre în care contribuția variației stocurilor la dinamica PIB (pozitivă sau negativă) nu a depășit 0,5 puncte procentuale, aceasta a ajuns în perioada analizată la -1,9 puncte procentuale, pe fondul comprimării severe a stocurilor de produse agricole; de menționat însă că niveluri comparabile ale acestui indicator s-au înregistrat și în alte perioade în care condiții agricole nefavorabile s-au succedat unui an agricol normal (seceta din 2002, de exemplu). În acest context, rata de creștere a cererii interne a scăzut la 5,8 la sută, deși principalele componente ale acesteia – consumul final și formarea brută de capital fix – au înregistrat ritmuri superioare.

1.1.3. Cererea externă netă

Contribuția negativă a cererii externe nete la variația PIB s-a ameliorat de la 7,2 la 4,4 puncte procentuale, ca urmare a relativei revigorări a exporturilor (8,4 la sută, cu 5,1 puncte procentuale peste ritmul din trimestrul II). Trebuie precizat, totuși, că această dinamizare a fost mai curând rezultatul dispariției efectului de bază resimțit în intervalul precedent²² decât al evoluțiilor curente, variația față de trimestrul anterior, calculată pe baza seriei desezonalizate, fiind doar de +1,9 la sută în perioada analizată comparativ cu 4,1 la sută în trimestrul II. Livrările pe piața externă au continuat să fie afectate de: (i) evoluția nefavorabilă a competitivității unor produse cu pondere destul de ridicată în oferta pentru piața externă (mașini, echipamente și aparate electrice; produse chimice; produse ale industriei ușoare²³), dar și de (ii) concurența din partea țărilor asiatice (în urma liberalizării, la începutul anului, a pieței mondiale de produse textile).

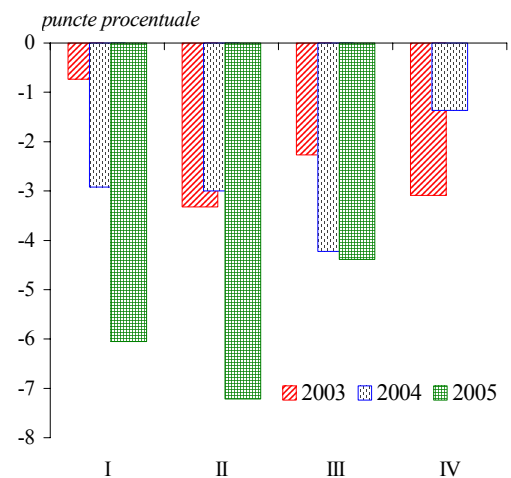
Rata de investire și rata de economisire



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 nete la dinamica PIB

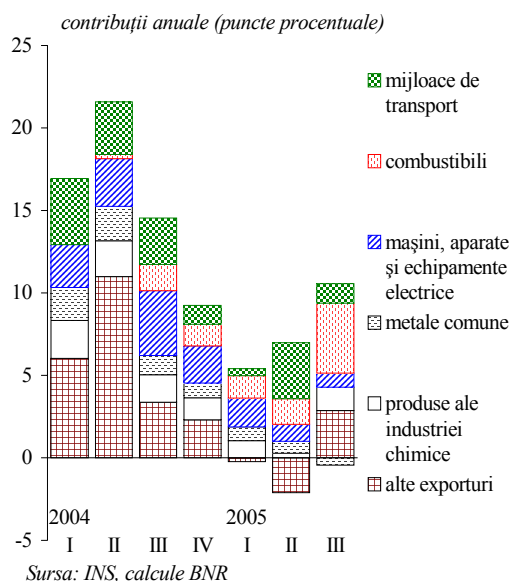


Sursa: INS, calcule BNR

²¹ Creditele noi în lei și valută acordate persoanelor juridice pe termene de peste 1 an și-au redus ritmul anual de creștere de la 66,1 la sută la 49,5 la sută, în termeni reali; în ceea ce privește achizițiile în sistem *leasing*, deși piața a continuat să se extindă și în trimestrul III, ponderea echipamentelor industriale și agricole a rămas foarte scăzută (circa 6 la sută, potrivit analizei pe primele 9 luni ale anului, efectuată de Asociația Societăților de Leasing din România).

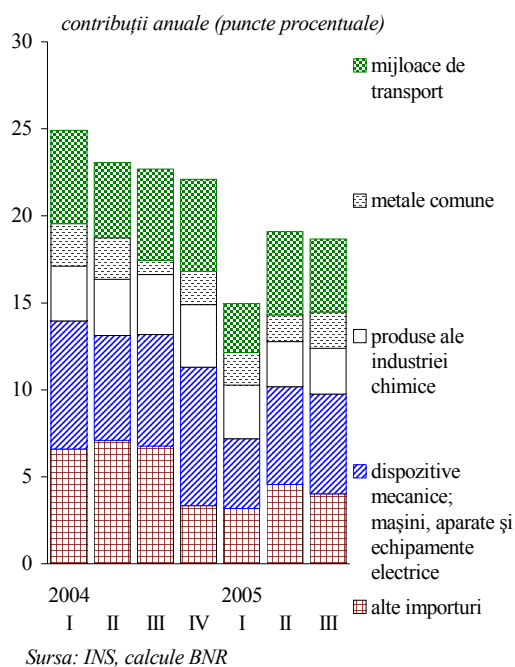
²² În trimestrul II 2004, volumul exporturilor de bunuri și servicii s-a majorat cu 10,9 la sută față de trimestrul anterior (serie ajustată sezonier; calcule BNR).

²³ În trimestrul III, indicele real al costului unitar cu forța de muncă în ramurile menționate s-a situat între 103,9 la sută și 140,1 la sută comparativ cu perioada similară a anului anterior.

Dinamica volumului fizic al exporturilor

În ceea ce privește importurile, ritmul de creștere al acestora (17,4 la sută) s-a menținut la un nivel comparabil cu cel înregistrat în primele două trimestre ale anului 2005, evoluția fiind potențată de continuarea tendinței de apreciere nominală a monedei naționale; corelată cu scăderea producției industriale, persistența dinamicii alerte a volumului importurilor sugerează un aport mai consistent al bunurilor de proveniență externă la satisfacerea cererii de consum (final și productiv) și de investiții.

Similar trimestrului precedent, comerțul exterior s-a caracterizat printr-un grad ridicat de concentrare, variația anuală a volumului fizic aferent atât exporturilor, cât și importurilor de bunuri fiind susținută, în proporție de peste 75 la sută, de două și respectiv patru grupe de mărfuri (în cazul exporturilor – combustibili și dispozitive mecanice, mașini, aparate și echipamente electrice, iar în cel al importurilor – produse ale industriei chimice, metale comune, mijloace de transport și dispozitive mecanice, mașini, aparate și echipamente electrice).

Dinamica volumului fizic al importurilor**1.2. Oferta**

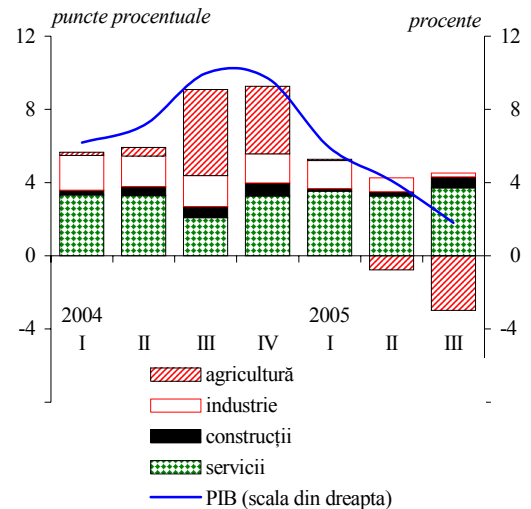
Similar primelor două trimestre ale anului, contribuția dominantă la încetinirea creșterii economice a revenit agriculturii, pierderile provocate de condițiile meteorologice nefavorabile determinând scăderea cu 14,7 la sută a valorii adăugate brute produse de acest sector.

La aceasta s-a adăugat accentuarea tendinței descendente a activității industriale, reflectată de ritmul anual modest al valorii adăugate brute (0,8 la sută), care a generat o contribuție de numai 0,2 puncte procentuale la dinamica PIB – cea mai scăzută din ultimii șase ani. Pierderile de ritm observate în sectorul industrial pot fi asociate: (i) încetării dinamicii exporturilor unor ramuri puternic orientate către piața externă (metalurgia, industria ușoară, industria mobilei); (ii) concurenței crescânde a importurilor competitive, accentuată de menținerea tendinței de apreciere nominală a leului față de principalele valute; (iii) efectului negativ al inundațiilor asupra activităților de aprovizionare și desfacere ale operatorilor industriali, dar și asupra activității sectorului extractiv; (iv) deciziilor de ajustare a producției în scopul rentabilizării, consemnate în industria extractivă (încetarea activității unor unități neprofitabile aparținând principalei companii de extracție a hidrocarburilor) și în industria produselor chimice (condiționarea volumului

producției de îngrășăminte de acoperirea prin preț a cheltuielilor – în creștere ca urmare a scumpirii gazelor naturale)²⁴.

În sectorul construcțiilor și în cel al serviciilor, valoarea adăugată brută s-a majorat cu 10,4 și respectiv 9,9 la sută – ritmuri anuale sensibil superioare celor din prima jumătate a anului 2005. Dacă în cazul construcțiilor evoluția, vizibilă pe segmentele *clădiri rezidențiale* și *construcții ingineresti*, poate fi asociată acțiunilor de înlăturare a efectelor inundațiilor, în privința serviciilor informațiile disponibile nu ne permit identificarea cu exactitate a activităților care au susținut accelerarea ritmului de creștere – în condițiile în care: (i) comerțul cu amănuntul a cunoscut o încetinire a dinamicii cifrei de afaceri, (ii) evoluția comerțului cu ridicata și a serviciilor pentru întreprinderi este corelată cu cea a celorlalte sectoare economice, iar (iii) operațiunile bancare și de asigurări au înregistrat o temperare semnificativă a ratei de creștere²⁵, principalele segmente care au consemnat o posibilă îmbunătățire a rezultatelor în trimestrul III rămân transporturile, telecomunicațiile și serviciile de utilități publice.

Contribuția principalelor componente ale ofertei la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

2. Piața muncii

Condițiile interne pe piața muncii au continuat să alimenteze presiunile asupra prețurilor din partea costurilor cu forța de muncă și a cererii de consum. Pe de o parte, rigiditatea salariilor în industrie, în pofida persistenței unor ritmuri de creștere a productivității muncii inferioare celor din perioada ianuarie 2003-martie 2005, și revigorarea cererii de forță de muncă în trimestrul IV fac improbabilă o ajustare a acestor costuri în ultimele luni ale anului 2005. Pe de altă parte, în trimestrul III 2005 și primele luni ale ultimului trimestru există indicii privind accelerarea dinamicii anuale a venitului disponibil al populației, la această evoluție contribuind îndeosebi remiterile muncitorilor români din străinătate și transferurile private ale nerezidenților.

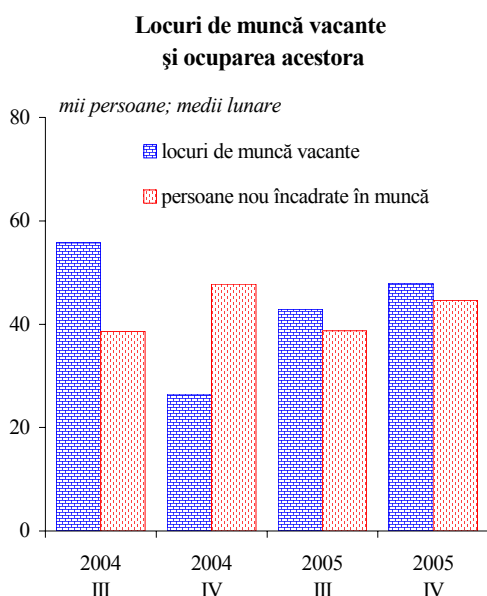
²⁴ Producția industriei extractive și-a accelerat declinul comparativ cu trimestrul II (de la -3,9 la sută la -7,5 la sută, variații anuale), iar cea a industriei chimice a scăzut cu 17 la sută, după ce în intervalul anterior ritmul anual fusese încă pozitiv (2,1 la sută). În cel de-al doilea caz, dinamica negativă a producției a fost însă cauzată și de întreruperea activității principalului producător de îngrășăminte, dar și de manifestarea unui efect de bază – în trimestrul III 2004 ritmul anual a fost deosebit de ridicat: +54 la sută.

²⁵ Valoarea adăugată brută aferentă serviciilor de intermediere financiară indirect măsurate a crescut cu 2,3 la sută, față de 15,3 la sută în trimestrul anterior.

2.1. Forța de muncă

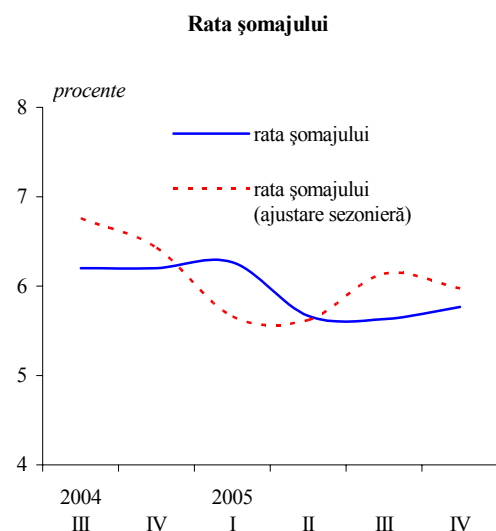
Atenuarea presiunilor pe piața muncii la nivelul trimestrului III 2005, semnalată deja în *Raportul asupra inflației* publicat în noiembrie 2005, a fost confirmată de datele statistice furnizate de ANOFM, însă această evoluție pare să fi fost de scurtă durată.

Astfel, în trimestrul III 2005 s-a consemnat, pentru a patra oară consecutiv, o diminuare a cererii excedentare de forță de muncă, reflectată de scăderea numărului de locuri de muncă vacante cu 23 la sută comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. Totuși, numărul disponibilizărilor a fost relativ redus, majorarea cu 10 la sută în termeni anuali fiind consecința unui efect de bază (excluzând valoarea înregistrată în trimestrul III 2004, acest indicator a avut în intervalul analizat cel mai scăzut nivel din ultimii trei ani). Concedierile s-au realizat cu preponderență în industrie, pe fondul trenării activității în acest sector, în timp ce în construcții și servicii a continuat accelerarea creșterii anuale a numărului de salariați. Pe partea ofertei au existat, de asemenea, indicii referitoare la relaxarea condițiilor pe piața muncii, concretizate în scăderea de două ori mai lentă a numărului șomerilor față de intervalul similar din anul precedent și în tendința ascendentă a ratei șomajului ajustate sezonier.



Sursa: ANOFM

Datele statistice disponibile pentru trimestrul IV 2005 indică o revigorare a cererii de forță de muncă. Concluzia este susținută de: (i) creșterea numărului de locuri de muncă vacante, după patru trimestre de scăderi consecutive; (ii) majorarea cu circa 10 la sută a numărului încadrărilor în muncă din rândul șomerilor (luna noiembrie consemnând în acest sens cea mai intensă activitate din ultimii doi ani) și, în consecință, întreruperea tendinței de creștere a ratei șomajului desezonalizate.



Sursa: ANOFM, calcule BNR

Determinantă pentru aceste evoluții este, probabil, dezvoltarea serviciilor, sector în care numărul de angajați și-a accelerat ritmul anual de creștere în lunile octombrie-noiembrie. Rata de creștere a personalului salariat a rămas semnificativă în construcții, dar s-a atenuat ușor față de trimestrul anterior, în timp ce în industrie restrângerea forței de muncă s-a accentuat.

Trebuie menționat însă că este dificil de apreciat măsura în care forța de muncă disponibilizată din industrie ar putea fi absorbită de sectorul serviciilor, ținând seama de participarea redusă la cursuri de calificare și recalificare (sub 10 la sută din totalul șomerilor la sfârșitul lunii septembrie), de rata mai mică de 30 la sută de încadrare în muncă a șomerilor care au absolvit asemenea cursuri și de mobilitatea regională scăzută (rate ale șomajului constant ridicate în unele județe). De aceea, este

posibil ca cererea suplimentară de forță de muncă să nu poată fi rapid satisfăcută, generând presiuni de majorare a salariilor, cu potențial inflaționist în cazul în care aceste creșteri nu sunt însoțite de câștiguri corespunzătoare de productivitate.

2.2. Venituri

În trimestrul III 2005, evoluția salariului mediu brut pe economie nu a fost afectată decât de influențe conjuncturale²⁶, ritmul anual de creștere a acestuia menținându-se alert în termeni nominali (+17,5 la sută). Variații cu până la 10 puncte procentuale peste medie s-au consemnat în sectorul bugetar, industria extractivă și cea energetică, rezultat al majorărilor salariale și al primelor acordate în cursul anului 2005, dar și în construcții, ca urmare a cererii ridicate de forță de muncă pentru reconstrucția locuințelor și refacerea infrastructurii afectate de inundații.

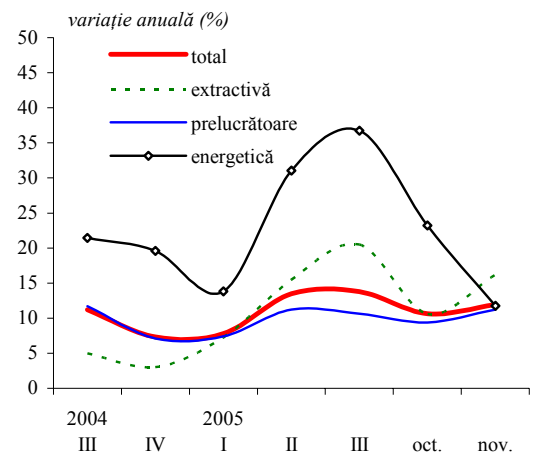
Rigiditatea salariilor a contribuit la înregistrarea, în sectorul industrial, a unei rate anuale de creștere a costurilor unitare nominale cu forța de muncă similare celei din trimestrul II 2005, dar superioară nivelurilor din perioada ianuarie 2003-martie 2005. Tendința de ușoară decelerare din industria prelucrătoare a fost pe deplin contracarată de accelerarea cu circa 5 puncte procentuale a dinamicii acestor costuri atât în industria extractivă, cât și în cea energetică. În plus, presiunile din partea costurilor unitare cu forța de muncă în ramurile producătoare de bunuri de consum s-au menținut peste media industriei prelucrătoare, rate de creștere inferioare fiind consemnate doar în industria poligrafică și în cea a mobilei. În aceste condiții, pentru prima dată în ultimii trei ani, în termeni trimestriali, câștigurile de productivitate a muncii pe ansamblul industriei²⁷ nu au acoperit majorarea anuală a salariului brut real (deflatat cu IPPI pentru piața internă), ecartul nefavorabil dintre ritmurile de creștere a celor doi indicatori fiind îngrijorător în industria energetică (peste 20 de puncte procentuale), pe fondul scăderii cu circa 9 la sută a productivității muncii și al unor sporuri salariale de 12 la sută în termeni reali.

În cazul majorității ramurilor producătoare de bunuri de consum, datele disponibile pentru trimestrul IV 2005 (lunile octombrie și noiembrie) nu semnaleză modificări de situație

²⁶ plata primelor de concediu, a primelor lunare și a altor stimulente, precum prima acordată cu ocazia „Zilei petrolistului” în ramurile de extracție a hidrocarburilor și de prelucrare a țițeiului

²⁷ Trebuie menționat că ritmul anual de creștere a productivității muncii este posibil să fie superior celui calculat pe baza datelor INS, având în vedere că sondajele de conjunctură semnaleză constant restrângeri substanțiale de personal, care ar putea fi doar parțial surprinse de datele statistice, dacă aceste ajustări se fac și din rândul lucrătorilor fără carte de muncă.

Costul unitar cu forța de muncă în industrie



Sursa: INS, calcule BNR

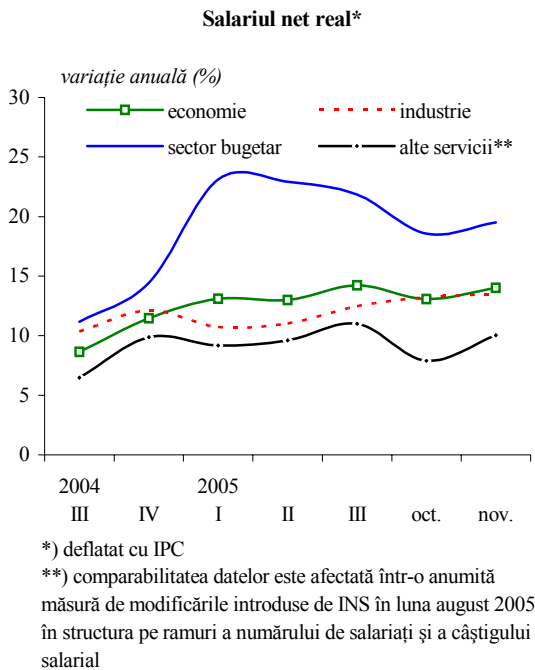
Productivitatea muncii și salariul brut real în industrie

	variație anuală (%)					
	2004		2005			
	III	IV	I	II	III	oct. nov.
Productivitatea muncii	10,5	13,7	7,1	2,7	2,9	6,0 5,6
Salariul mediu brut real*	2,3	3,8	1,0	2,3	5,4	5,7 6,6
Salariul mediu brut real**	-1,5	2,1	5,0	13,8	18,1	19,0 17,0

*) deflatat cu indicele prețurilor producției industriale pentru piața internă

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

Sursa: INS, calcule BNR



Sursa: INS, calcule BNR

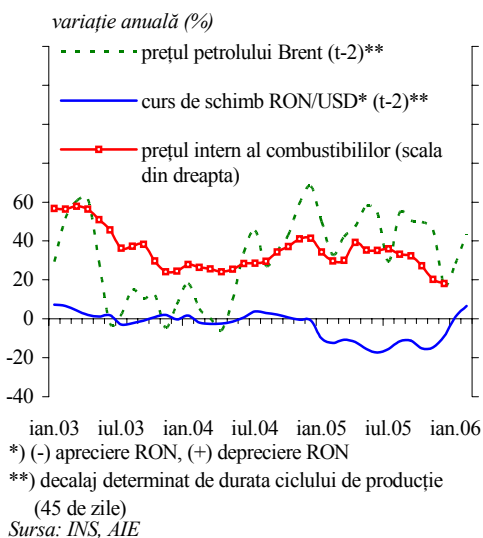
comparativ cu intervalul precedent, reducerea dinamicii anuale a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul industriei fiind determinată de evoluțiile din industria extractivă și din cea energetică, unde scăderea productivității muncii a fost stopată; relativa ameliorare a acestor costuri nu pare a se datora însă unor ajustări structurale de durată, fiind mai degrabă rezultatul unor influențe conjuncturale.

Pe partea cererii, intervalul analizat a consemnat, probabil, o accelerare a dinamicii anuale a venitului disponibil²⁸ real al populației, aproximarea realizată indicând pentru intervalul octombrie-noiembrie o dublare a nivelului din trimestrul II 2005; influența determinantă în acest sens a venitului din străinătate, însă ritmuri anuale în creștere au fost consemnate și de celelalte componente²⁹.

3. Prețuri de import și prețuri de producție

Similar trimestrului anterior, în perioada analizată au continuat atât dezinflația înregistrată la nivelul prețurilor producției industriale, cât și presiunea prețurilor externe ale produselor energetice; aceasta din urmă a fost însoțită în trimestrul III și de evoluții nefavorabile pe anumite segmente ale importurilor de bunuri de consum. În ultima parte a anului sunt previzibile inversări de situație pentru anumite categorii de prețuri, pe fondul relaxării survenite pe piața internațională a petrolului și al întreruperii tendinței de apreciere a leului față de moneda de referință. De asemenea, se anticipează menținerea ritmurilor alerte de creștere a prețurilor legumelor și fructelor, dar și a tendințelor pozitive consemnate de produsele animale și de celelalte produse vegetale.

Prețul petrolului și prețul combustibililor



3.1. Prețurile de import

Presiunea inflaționistă a prețurilor externe s-a accentuat în trimestrul III 2005, indicele anual al valorii unitare a importurilor crescând cu 1,2 puncte procentuale față de trimestrul anterior, până la 105,4 la sută. Accelerarea de ritm a fost antrenată, în principal, de majorările consistente ale prețului produselor energetice (petrol, produse petroliere, gaze naturale), însă contribuții notabile au revenit de asemenea grupelor

²⁸ aproximat prin suma dintre veniturile totale din salarii (salariile nete ponderate cu numărul salariaților), cele provenind din surse bugetare și extrabugetare (asigurări sociale de stat, ajutor pentru șomaj, asigurări de sănătate), remiterile din munca în străinătate și transferurile curente private de la rezidenți

²⁹ În cazul veniturilor din salarii, dinamica reală s-a accelerat numai în trimestrul III 2005, în perioada octombrie-noiembrie observându-se o ușoară temperare de ritm.

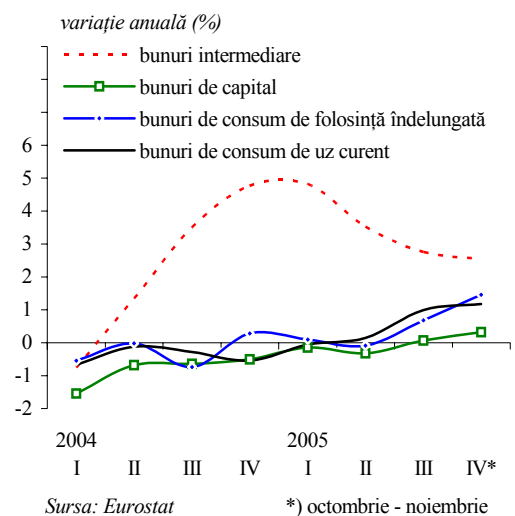
produse vegetale, articole de îmbrăcăminte și încălțăminte. Majoritatea categoriilor de mărfuri cu pondere importantă în coșul de consum au consemnat totuși evoluții favorabile, indicii valorii unitare semnalând diminuarea prețurilor de achiziție aferente importurilor de fructe, alimente, băuturi, tutun, produse farmaceutice și reducerea considerabilă (cu 10 puncte procentuale) a dinamicii prețului extern al cărnii; în acest ultim caz însă rata anuală de creștere a rămas net superioară mediei, impactul asupra nivelului general al prețurilor interne fiind în continuare semnificativ.

Trebuie precizat totuși că imaginea – pozitivă, în ansamblu – oferită de indicii valorii unitare a importurilor din categoria bunurilor de consum nu concordă cu cea descrisă de indicii prețurilor exporturilor industriale de același tip ale UE-25, care semnalează o majorare anuală de 0,7 la sută (comparativ cu o scădere de 0,1 la sută în trimestrul anterior), pe seama evoluțiilor de pe ambele segmente (durabile și uz curent). O accelerare de ritm s-a produs și la nivelul întregii industrii prelucrătoare (1,8 la sută în termeni anuali, +0,3 puncte procentuale față de intervalul precedent), dinamica mai alertă a prețurilor bunurilor de consum fiind secundată, pentru prima dată în ultimii trei ani, de înregistrarea unor variații pozitive pe segmentul bunurilor de capital; grupa bunurilor intermediare și-a consolidat tendința descendentă a ratelor anuale de creștere a prețurilor conturată încă de la începutul anului.

Pentru trimestrul IV 2005, este posibil să se fi produs o diminuare a presiunilor induse de prețurile externe, în special datorită relaxării survenite pe piața internațională a petrolului. O ameliorare s-a produs pe segmentul bunurilor industriale importate din UE25, dinamica prețurilor din sectorul manufacturier diminuându-se în intervalul octombrie-noiembrie la 1,5 la sută (aportul favorabil revenind, de asemenea, grupei bunurilor intermediare). Tensiunile au persistat însă pe piața gazelor naturale, ritmul anual de creștere a prețurilor în perioada octombrie-decembrie fiind inferior cu doar 0,5 puncte procentuale mediei trimestrului III.

Influența pozitivă exercitată anterior de evoluția cursului de schimb asupra inflației importate s-a redus treptat pe parcursul semestrului II 2005, ultimul trimestru al anului marcând revenirea cotațiilor leu-dolar SUA la niveluri apropiate mediei înregistrate în perioada similară a anului precedent și întreruperea tendinței de apreciere a monedei naționale față de euro. În termeni anuali, variațiile cursului de schimb în raport cu cele două valute au rămas pozitive, însă dimensiunea acestora a scăzut în trimestrul IV la 0,83 la sută în cazul dolarului SUA și la 9,7 la sută în cazul euro (de la valori de 12-17 la sută în trimestrele II și III).

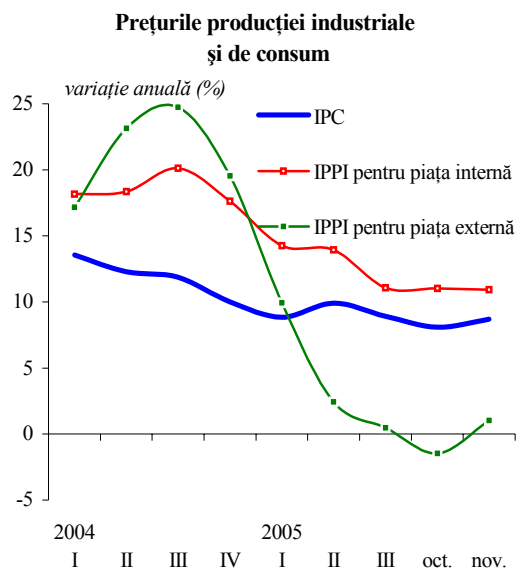
Prețurile producției industriale pentru export în UE-25



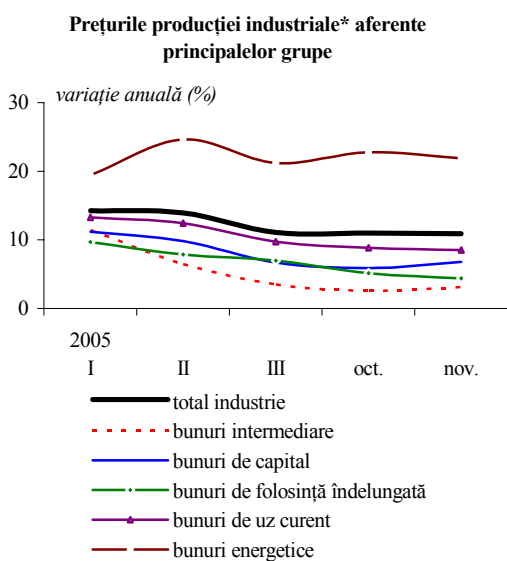
3.2. Prețurile de producție

3.2.1. Prețurile producției industriale

Dezinflația observată anterior la nivelul prețurilor producției industriale pentru piața internă a continuat și în trimestrul III 2005, dinamica anuală a acestora coborând cu încă 2,9 puncte procentuale față de trimestrul anterior (până la 11,1 la sută).



Sursa: INS



* pentru piața internă

Sursa: INS

Spre deosebire de ultimele două trimestre, tendința a fost susținută în perioada analizată și de sectorul energetic, ca urmare a evoluțiilor din: (i) ramura de extracție a hidrocarburilor, cel mai probabil datorită presiunilor venite din partea consumatorilor eligibili de gaze naturale³⁰, puternic afectați de majorarea consistentă a prețului din luna aprilie; (ii) industria de prelucrare a țițeiului, exclusiv pe seama ritmurilor înregistrate în ultima lună a intervalului, în care s-au observat primele semne de detensionare a pieței mondiale a petrolului. De remarcat faptul că, deși a consemnat cea mai consistentă reducere (-3,4 puncte procentuale față de trimestrul anterior), dinamica anuală a prețurilor energetice (21,2 la sută) s-a menținut mult superioară mediei industriei, date fiind restrângerea producției de hidrocarburi³¹, creșterea puternică a prețului mondial al țițeiului și tendința de aliniere a prețurilor interne.

Similar trimestrului anterior, grupa bunurilor intermediare a consemnat o decelerare importantă de ritm, în principal pe seama industriei metalurgice, unde rata anuală de creștere a prețurilor a devenit negativă. Evoluția consemnată de prețul produselor metalurgice pe parcursul ultimelor patru trimestre a avut un impact pozitiv evident asupra costurilor cu materia primă din grupa bunurilor de capital, unde viteza anuală de creștere a prețurilor de producție s-a redus cu 3,2 puncte procentuale față de media trimestrului anterior. Deși a exercitat o influență analogă asupra prețurilor de producție din grupa bunurilor de folosință îndelungată³², diminuarea ritmului de creștere a fost în acest caz mult mai modestă (-0,9 puncte procentuale); o posibilă explicație constă în persistența unui nivel ridicat al cererii interne adresate acestui segment al producției – chiar dacă s-a redus considerabil față de intervalul precedent, dinamica anuală a volumului cifrei de afaceri înregistrate de producătorii de profil a rămas în continuare pronunțat pozitivă.

³⁰ Gradul de deschidere a pieței interne a gazelor naturale este de 50 la sută. De asemenea, potrivit ANRGN, aproximativ 60 la sută din consumatorii industriali acreditați în 2005 și-au schimbat cel puțin o dată furnizorul pentru contracte mai avantajoase.

³¹ Volumul producției industriale în industria de extracție a hidrocarburilor a fost în perioada ianuarie-septembrie 2005 cu 5,9 la sută mai mic decât în perioada similară din anul anterior.

³² Clasificarea pe marile grupe industriale utilizată de INS exclude din această categorie mijloacele de transport rutier.

La nivelul bunurilor cu reprezentare semnificativă în coșul de consum (bunurile de uz curent) viteza de creștere a prețurilor de producție s-a redus cu 2,7 puncte procentuale, în condițiile în care influențele venite din partea elementelor de cost au fost, în general, favorabile: (i) prețul principalelor materii prime (cereale, carne, lână, bumbac) s-a menținut pe trend descrescător atât pe piața internă, cât și pe cea externă³³; (ii) presiunile venite din partea costurilor cu forța de muncă s-au diminuat sensibil față de trimestrul anterior (exceptând industria textilă)³⁴, cu toate că ritmurile anuale au rămas ridicate.

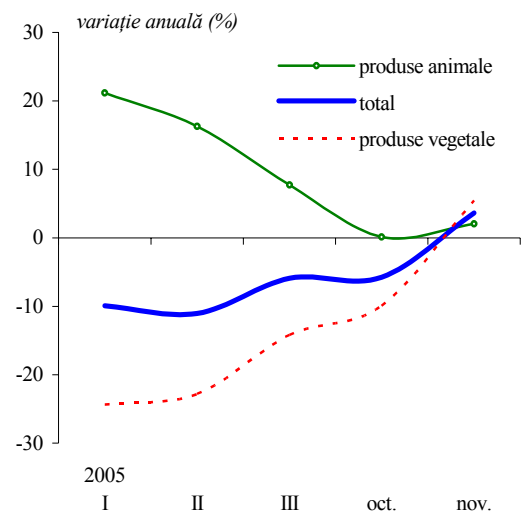
Deși luna octombrie a consemnat o întrerupere temporară a trendului descendent al prețurilor producției industriale pentru piața internă, evoluțiile ulterioare nu au confirmat tendința, astfel încât la nivelul întregului trimestru IV este de așteptat ca procesul dezinflaționist să continue, nefiind anticipați factori de presiune majori.

3.2.2. Prețurile producției agricole

Prețurile produselor agricole au consemnat și în trimestrul III 2005 o dinamică anuală negativă (-5,9 la sută), dar amploarea acesteia s-a redus semnificativ față de trimestrul anterior, exclusiv ca urmare a evoluțiilor de pe segmentul producției vegetale. Tendința nu a fost însă imprimată de dinamica înregistrată în cazul cerealelor, care a rămas puternic negativă (posibil datorită confortului oferit de stocurile mari generate de producția anului anterior), ci de evoluțiile consemnate pe segmentul legumelor și fructelor, afectat de condițiile meteorologice nefavorabile.

În ceea ce privește prețurile produselor animale, ritmul anual atins de această grupă în trimestrul III a coborât sub media trimestrului anterior, în condițiile în care, cu excepția segmentului cărnii de pasăre (care a revenit pe un trend ascendent), toate celelalte subgrupe și-au consolidat evoluțiile anterioare, pe fondul prețului accesibil al furajelor și al intensificării concurenței (atât a celei dintre producătorii autohtoni, cât și a celei generate de volumul tot mai mare al importurilor de carne).

Prețurile producției agricole



Sursa: INS

³³ a se vedea subsecțiunea 3.2.2. *Prețurile producției agricole*

³⁴ Creșterea reală a costurilor unitare cu forța de muncă în industria alimentară și în ramurile industriei ușoare s-a situat între 5,8 și 14,3 la sută, dar decelerarea consemnată față de media trimestrului anterior a fost între 2,4 și 11,8 puncte procentuale.

Restrângerea aportului favorabil al sectorului vegetal s-ar putea manifesta și în trimestrul IV, fiind anticipată menținerea presiunilor existente pe segmentul legumelor și fructelor. O evoluție de sens contrar este posibil să se producă însă la nivelul produselor animale, ca urmare a încetirii tendinței de creștere alertă a prețului cărnii de pasăre, generată de formarea unui surplus de ofertă (consecință a scăderii cererii interne de consum și a sistării exporturilor ulterior depistării unor focare de gripă aviară).

IV. POLITICA MONETARĂ ȘI EVOLUȚII FINANCIARE

1. Politica monetară

În luna noiembrie, BNR a stopat procesul de relaxare implicită a politicii ratei dobânzii. Întărindu-și progresiv controlul exercitat asupra lichidității din sistem, autoritatea monetară a reaşezat pe un trend ascendent randamentul mediu al plasamentelor efectuate de instituțiile de credit la banca centrală³⁵. Valoarea medie trimestrială a acestui indicator a continuat, însă, să se reducă, atingând în acest interval minimumul său istoric. Efectul acestei reduceri asupra condițiilor monetare nu a mai fost compensat de evoluția cursului de schimb, leul acumulând în acest interval o depreciere reală semnificativă în raport cu principalele monede. Relativa relaxare a condițiilor monetare în sens larg a fost doar ușor atenuată de impactul restrictiv pe care a început să-l exercite asupra lichidității din economie pachetul de măsuri³⁶ implementat de BNR în trimestrul anterior în scopul temperării expansiunii creditului; pentru a consolida acțiunea acestuia, spre finele intervalului BNR a majorat la 35 la sută³⁷ rata rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în valută ale instituțiilor de credit.

La începutul lunii noiembrie, Consiliul de administrație al BNR a decis să stopeze procesul de relaxare implicită a politicii ratei dobânzii, pe care l-a prelungit și pe parcursul primei luni a trimestrului IV în scopul contracarării riscului atragerii de capital speculativ. Cu toate că a menținut ratele dobânzilor reprezentative la nivelurile anterioare (7,5 la sută, rata dobânzii de politică monetară, 1 la sută și 14 la sută, ratele dobânzilor atașate facilității de depozit și, respectiv, de credit), banca centrală a repus pe o traiectorie ascendentă randamentul mediu al plasamentelor băncilor la BNR, majorând progresiv volumul lichidității sterilizate prin intermediul operațiunilor de piață, în detrimentul absorbției monetare realizate prin facilitatea de depozit. Nevoia de consolidare rapidă a trendului crescător al ratei dobânzii, pe de o parte, și de sporire a eficacității politicii monetare, pe de altă parte, relevată în cadrul ședinței

³⁵ constând în: depozite pe termen de o lună, certificate de depozit cu termen de trei luni și depozite ON (facilitatea de depozit)

³⁶ măsuri de politică monetară, prudențială și cu caracter administrativ (vezi *Raportul asupra inflației nr.2/2005*)

³⁷ Măsura se implementează începând cu perioada de aplicare 24 ianuarie-23 februarie 2006.

Consiliului de administrație al BNR din decembrie a condus la adoptarea deciziilor de continuare a întăririi controlului lichidității și, respectiv de majorare la 35 la sută a ratei rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în valută ale instituțiilor de credit.

Motivul major al deciziilor de schimbare a atitudinii politicii ratei dobânzii și de continuare ulterioară a întăririi politicii monetare l-a constituit conturarea unei tendințe de agravare, cel puțin pe termen scurt, a dezechilibrelor macroeconomice și de acumulare a presiunilor inflaționiste ale cererii; în acest context, ritmul de creștere a consumului – principală componentă a cererii – a fost apreciat de Consiliul de administrație al BNR ca devenind nesustenabil din perspectiva obiectivului de asigurare a continuității dezinflației.

Astfel, cu toate că a depășit așteptările, restrângerea *gap*-lui pozitiv al PIB din trimestrul III a avut cu precădere un caracter temporar, elementele de analiză disponibile în trimestrul IV susținând cu o probabilitate ridicată ipoteza reamplificării pe termen scurt a excedentului de cerere, exclusiv pe seama relativei revigorări a componentei sale interne. Pe deasupra, încetinirea creșterii economice din trimestrul III a constituit în principal efectul șocurilor pe partea ofertei, mai cu seamă al scăderii producției agricole și al reculului în termeni anuali al producției industriale; în schimb, dinamica cererii potențial generatoare de presiuni inflaționiste (care nu include auto-consumul), în special a cererii de consum, a rămas deosebit de înaltă, ceea ce explică amplitudinea neobișnuită a variației negative consemnată în acest interval de stocurile materiale (vezi cap. III. *Evoluții ale activității economice*).

Caracterul nesustenabil al dinamicii și al structurii cererii interne a fost relevat și de înrăutățirea performanțelor sectorului extern, care a continuat să preia marea parte a presiunilor crescute ale cererii interne. Prelungirea în trimestrul III a trendului puternic crescător al deficitului contului curent a reflectat nu doar adâncirea decalajului dintre ritmul de creștere a absorbției interne și dinamica producției interne, dar și deteriorarea deficitului economisire/investiții al sectorului privat, în condițiile în care veniturile sectorului public au continuat să excedă în acest interval cheltuielile acestuia.

În acest context, un motiv de îngrijorare pentru banca centrală l-au constituit persistența slăbirii economisirii bancare în lei a populației și perspectiva continuării acestei tendințe (în ipoteza menținerii elasticității specifice), inclusiv datorită scăderii substanțiale operate de bănci asupra ratelor dobânzilor la depozite ca reacție la relaxarea anterioară a controlului monetar și implicit a politicii ratei dobânzii a BNR. Astfel, în primele

două luni ale trimestrului IV, rata medie anuală de creștere reală a economiilor în lei ale persoanelor fizice s-a redus de la 19,3 la sută în trimestrul anterior la 15,9 la sută. Și economisirea financiară netă a persoanelor fizice a continuat să se deterioreze, în condițiile în care relativa redresare consemnată de ritmul mediu anual de creștere în termeni reali a depozitelor bancare totale ale populației – datorată exclusiv accelerării vitezei de creștere a conturilor la vedere și a depozitelor în valută³⁸ aparținând acestui segment – a fost devansată de dinamica gradului de îndatorare bancară a populației. Pe ansamblul lunilor octombrie-noiembrie, datoriile populației față de sistemul bancar au înregistrat o viteză de creștere în termeni reali superioară celei din trimestrul III (72,3 la sută, față de 63,8 la sută); totodată, creditele totale acordate persoanelor fizice au reprezentat în medie circa 71,2 la sută din depozitele acestui segment (comparativ cu o pondere de 64,8 la sută în trimestrul III 2005).

Prin urmare, deciziile adoptate în trimestrul IV de CA al BNR au vizat atât stoparea trendului de erodare a economisirii bancare, cât și temperarea vitezei de creștere a creditului, efectul restrictiv exercitat asupra acestui proces de măsurile prudențiale și administrative implementate de BNR în perioada anterioară dovedindu-se insuficient. Impactul lor s-a concretizat doar în accentuarea trendului de schimbare a structurii creditului neguvernamental în favoarea componentei sale în lei, volumul total al acestui credit continuând însă să-și accelereze creșterea (vezi secțiunea 2.3. *Moneda și creditul*). Dinamizarea puternică în acest interval a creditării în lei pe ambele segmente de beneficiari de credite s-a datorat atât scăderii ratelor dobânzilor practicate de bănci, cât și îmbunătățirii condițiilor specifice de creditare³⁹, cea din urmă fiind și o consecință a restricționării activității bancare pe segmentul creditării în valută.

Deciziile adoptate de BNR din această perspectivă au fost cu atât mai justificate cu cât în ultima parte a anului era previzibilă o potențială amplificare a cererii interne peste limitele normale ale sezonality, în special a cererii de consum, ca urmare a: (i) acordării în decembrie a unor sporuri de venituri care se anticipau a fi cel puțin proporționale cu majorările de salarii din cursul anului 2005, (ii) creșterii remiterilor muncitorilor în

³⁸ Consolidarea tendinței ascendente pe care s-au înscris acestea începând din luna septembrie poate fi atribuită, pe de o parte, manifestării preferinței pentru economisirea în valută – dată fiind reluarea deprecierei nominale a leului față de euro –, iar, pe de altă parte, deciziei de a plasa sub formă de depozite avansul necesar contractării de noi împrumuturi în valută, recurgerea la acest tip de finanțare fiind amânată cel puțin temporar datorită cerințelor mai restrictive impuse de BNR.

³⁹ Prin recurgerea la promoții și prin oferirea de rate de dobândă fixe atractive pentru împrumuturile pe termen lung acordate populației.

străinătate specifice perioadei, dar mai ales, (iii) relaxării puternice a politicii fiscale, în condițiile în care era de așteptat ca în ultima lună a anului să se efectueze concentrat un excedent de cheltuieli reprezentând 1,8 la sută din PIB⁴⁰. Un posibil indiciu al accelerării creșterii cererii de consum în luna decembrie și implicit al adâncirii substanțiale a deficitului balanței comerciale l-a constituit continuarea slăbirii leului față de euro, în pofida revigorării presiunilor de sens opus exercitate asupra cursului de schimb de volumul sporit al intrărilor de capital. Aceasta a amplificat deprecierea pe care moneda națională a acumulat-o începând cu ultima parte a lunii septembrie (vezi secțiunea 2.2. *Cursul de schimb și fluxurile de capital*), cursul de schimb al leului redevenind astfel, în această perioadă, o sursă de presiune asupra ritmului de creștere a prețurilor cu amănuntul.

Un alt argument important al deciziilor de schimbare a atitudinii politicii ratei dobânzii l-au constituit în acest trimestru puternica inflamare a componentei *supply-side* a creșterii prețurilor, dar și perspectiva persistenței forței acesteia, cel puțin la începutul anului 2006. Minimizarea riscului manifestării efectelor secundare ale șocurilor pe partea ofertei și prevenirea deteriorării anticipațiilor inflaționiste ale publicului se impuneau cu atât mai mult cu cât procesul de negociere a salariilor se afla într-o fază-cheie. Din această perspectivă, prin refacerea acordului dintre conduita politicii ratei dobânzii și ținta de inflație, banca centrală a urmărit să potențeze rolul de ancoră al celei din urmă. Principali factori de natura ofertei generatori de inflație în această perioadă au fost ajustarea – peste așteptări – a unor prețuri administrate, dar mai ales, creșterea puternică înregistrată de una dintre categoriile de prețuri volatile, datorată, cu precădere, scăderii producției agricole din anul 2005. Aceste majorări au constituit principala cauză a întreruperii dezinflației în luna noiembrie, precum și a depășirii cu 0,1 puncte procentuale a limitei superioare a intervalului de variație care a încadrat ținta anuală de inflație, de 7,5 la sută, în condițiile în care rata anuală a inflației CORE2 a consemnat în acest interval cea mai semnificativă scădere trimestrială din 2005.

Pentru a evita să stimuleze suplimentar intrările de capital speculativ, BNR a imprimat un caracter gradual întăririi politicii ratei dobânzii, adecvând în consecință atitudinea politicii de control al lichidității. Astfel, începând din noiembrie, autoritatea monetară a abandonat maniera laxă de control monetar pe care a continuat să o practice până în prima lună a trimestrului,

⁴⁰ În decembrie, deficitul lunar al bugetului general consolidat a depășit valoarea excedentului cumulat de acesta în primele 11 luni ale anului, execuția bugetară anuală finalizându-se cu un deficit estimat de 0,8 la sută din PIB.

crescând treptat rolul operațiunilor sale de piață în drenarea excedentului de lichiditate; banca centrală a majorat volumul depozitelor atrase pe termen de o lună, dar mai ales pe cel al certificatelor de depozit emise, astfel încât în luna decembrie soldul mediu al acestor operațiuni de sterilizare a ajuns să-l devanseze de 1,6 ori pe cel din luna septembrie. Ca urmare, apelul băncilor la facilitatea de depozit s-a redus sistematic; în ultimele două decade ale lunii noiembrie, volumul mediu zilnic al sumelor depuse ON la banca centrală a reprezentat mai puțin de 30 la sută din cel aferent lunii septembrie, pentru ca în decembrie acesta să se restrângă la numai 6,3 la sută în raport cu ultima lună a trimestrului precedent. Creșterea fermității controlului monetar a avut ca efect înscrierea ratei medii a dobânzii plasamentelor instituțiilor de credit la BNR pe un trend ascendent, aceasta atingând în luna decembrie nivelul de 6,1 la sută.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

După o perioadă prelungită de scădere, randamentele pieței monetare au revenit în luna noiembrie pe un trend ascendent; cursul de schimb al leului a avut însă o traiectorie liniară, deprecierea – inițial rapidă – a monedei naționale temperându-se spre sfârșitul perioadei. În pofida încetinirii severe a creșterii împrumuturilor în valută, expansiunea lichidității din economie s-a accelerat sub impulsul dinamizării puternice a creditului în lei.

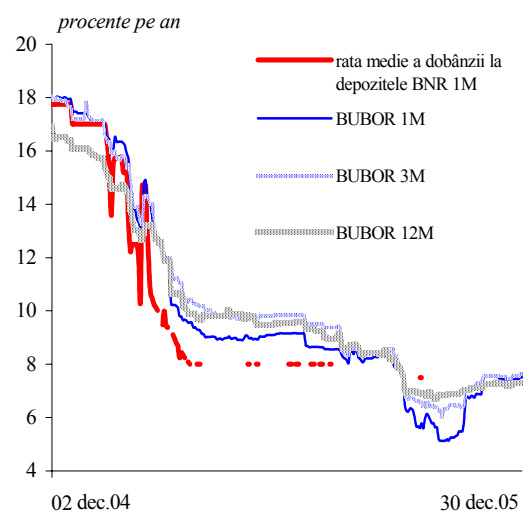
2.1. Ratele dobânzilor

Evoluția ratelor dobânzilor depozitelor interbănci din trimestrul IV a reflectat fidel maniera în care banca centrală și-a exercitat în această perioadă controlul asupra lichidității din sistem. Persistența unui volum ridicat de rezerve excedentare, în prima parte a intervalului, a determinat instituțiile de credit să apeleze masiv⁴¹ facilitatea de depozit și a descurajat, totodată, angajarea acestora în tranzacții cu depozite interbănci⁴²; ca urmare, randamentele zilnice aferente acestora s-au menținut pe palierul scăzut pe care s-au plasat în ultima decadă a lunii septembrie (cuprins între 1,2-2,0 la sută). În luna noiembrie, odată cu restrângerea treptată a excedentului de lichiditate ca urmare a intensificării operațiunilor de absorbție monetară ale BNR, derularea de tranzacții interbănci s-a revigorat, iar randamentele specifice au intrat pe un trend crescător, nivelul lor mediu

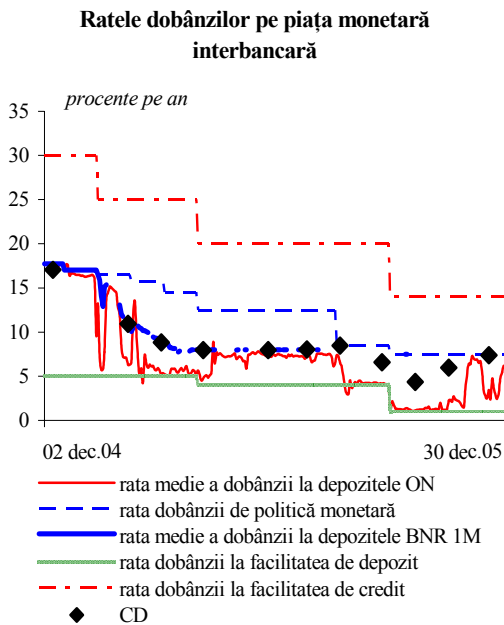
⁴¹ În luna octombrie, soldul mediu zilnic al facilității de depozit s-a menținut la un nivel foarte apropiat de maximumul istoric înregistrat în luna septembrie.

⁴² Cu toate acestea, fluxul mediu zilnic al tranzacțiilor interbănci a fost în acest interval cu 43,3 la sută superior minimumului înregistrat în luna septembrie.

Rata dobânzii la depozitele atrase de BNR și ratele BUBOR

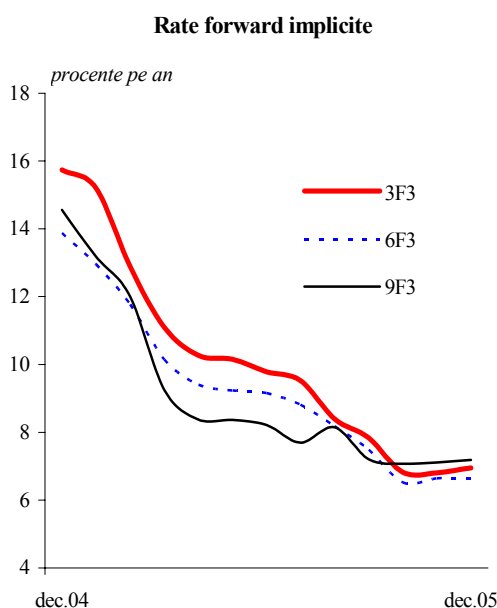


apropiindu-se la circa 4,4 puncte procentuale de rata dobânzii de politică monetară. Creșterea ratelor zilnice ale dobânzilor s-a consolidat în luna decembrie, în contextul sporirii progresive a soldului mediu zilnic al operațiunilor *open market* ale băncii centrale; pe ansamblul lunii, rata medie a dobânzii tranzacțiilor interbănci a fost de 4,3 la sută, aceasta fiind superioară cu 1 punct procentual celei consemnate în ultima lună a trimestrului III.



Reluarea traiectoriei ascendente a ratelor dobânzilor a fost însoțită însă de o accentuare puternică a fluctuațiilor randamentelor aferente tranzacțiilor pe termen foarte scurt. Sub influența variațiilor ample ale lichidității, dar mai ales sub impactul sporirii gradului de incertitudine a evoluției parametrilor de cantitate și preț ai pieței interbancare, ratele dobânzilor depozitelor ON și-au accentuat puternic volatilitatea în ultimele două luni ale trimestrului (acestea atingând în noiembrie un nivel record); concomitent, plaja de variație a valorilor medii zilnice ale acestora s-a lărgit semnificativ (de la 1,1-1,6 la sută în octombrie la 1,2-7,3 la sută în noiembrie-decembrie).

Creșterea ratelor dobânzilor a declanșat un proces accelerat de readâncire a pieței interbancare, volumul mediu zilnic al operațiunilor derulate între instituțiile de credit în trimestrul IV 2005 dublându-se comparativ cu cel din trimestrul precedent. Saltul neobișnuit de puternic⁴³ înregistrat de volumul acestor tranzacții s-a datorat în mare măsură amplificării intrărilor de capital pe termen foarte scurt, creșterea randamentelor pieței interbancare determinând intensificarea operațiunilor de arbitraj derulate de nerezidenți⁴⁴.



Curba randamentelor BUBOR (1M-12M) și-a continuat coborârea⁴⁵, dar într-un ritm mult mai lent; panta sa a redevenit, după 10 luni, descendentă, reflectând anticiparea reducerii ratelor dobânzii în perioadele următoare. În schimb, cotațiile medii pe scadențele inferioare (ON și 1W) au manifestat un reviriment semnificativ, valoarea medie a lunii decembrie depășind-o cu 1,3 puncte procentuale pe cea din septembrie. În consecință, ecartul dintre mediile lunare BUBOR 12M-BUBOR ON s-a redus de la 3,6 puncte procentuale în septembrie la 1,6 puncte procentuale în decembrie. Cotațiile pe termen scurt au încorporat în decembrie și riscul suplimentar al amplificării sezoniere

⁴³ Volumul mediu zilnic al tranzacțiilor derulate în decembrie l-a depășit de 5,9 ori pe cel consemnat în septembrie; în plus, valoarea sa a fost mai mult decât dublă comparativ cu valoarea medie a lunilor ianuarie-iulie.

⁴⁴ În luna decembrie s-a înregistrat un record al volumului tranzacțiilor derulate de nerezidenți pe piața valutară interbancară.

⁴⁵ Aceasta a fost cu 0,8 puncte procentuale mai puțin abruptă decât cea anticipată de ratele *forward* implicite calculate pe baza cotațiilor din lunile martie, iunie și septembrie.

a mișcării factorilor autonomi⁴⁶, astfel încât distanța dintre ratele BUBOR ON și randamentele efective ON a crescut cu 0,7 puncte procentuale.

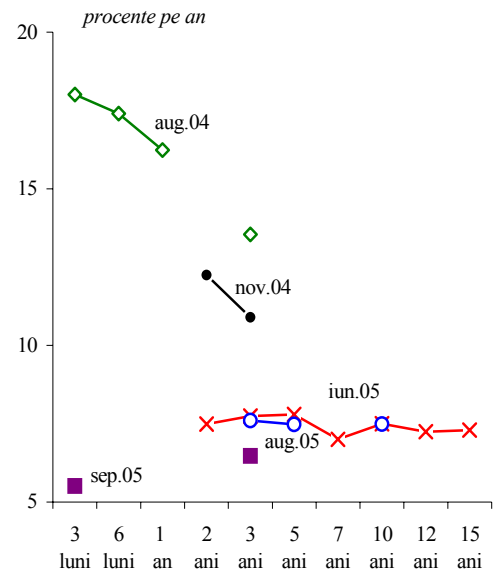
Contrar relativului imobilism pe care l-au manifestat în perioadele anterioare, ratele *forward* implicite (calculate pe baza cotațiilor din luna decembrie) indică o reducere substanțială a randamentelor interbancare în următoarele trei luni; nivelul anticipat al ratei BUBOR 3M pentru luna martie 2006 este de 6,9 la sută (cu 0,6 puncte procentuale inferior celui actual). Potrivit acestor cotații, BUBOR 3M este anticipată să scadă mai lent în iunie (-0,9 puncte procentuale față de decembrie), dar să crească ușor în septembrie.

Spre deosebire de piața monetară interbancară, piața primară a titlurilor de stat a fost total lipsită de activitate. În trimestrul IV 2005, MFP nu a efectuat nici o emisiune de înregistrări publice, întrucât în acest interval valoarea titlurilor de stat ajunse la scadență a fost modică (51,2 milioane RON în luna decembrie), iar soldul contului general al Trezoreriei a înregistrat valori ridicate.

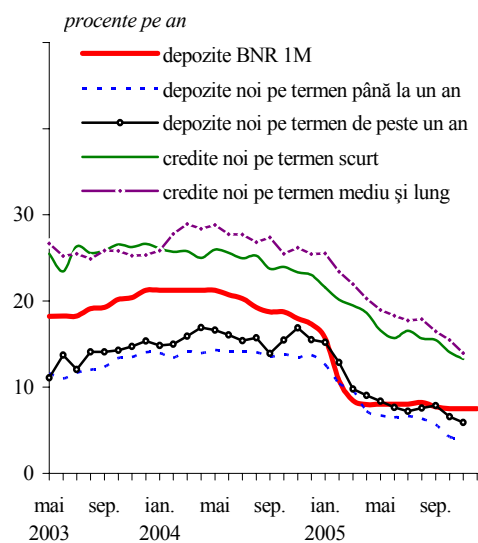
Spre deosebire de randamentele tranzacțiilor interbancare, ratele medii ale dobânzilor practicate de bănci în relațiile cu clienții nebankari neguvernamentali au continuat să consemneze scăderi abrupte și în noiembrie, datorate în principal reducerilor precedente ale ratelor dobânzilor reprezentative ale BNR și accentuării declinului randamentului mediu oferit de plasamentele instituțiilor de credit la banca centrală; este de așteptat însă ca acest trend să se tempereze în lunile următoare, dată fiind reîntărirea politicii ratei dobânzii începând cu luna noiembrie.

Pe ansamblul perioadei septembrie-noiembrie, rata medie a dobânzii depozitelor noi la termen a scăzut cu 2,3 puncte procentuale (nivelul ei real plasându-se pe palierul negativ), iar cea aferentă împrumuturilor acordate în intervalul de referință s-a redus cu 3,0 puncte procentuale. Scăderea cea mai pronunțată (cu 4,2 puncte procentuale) a fost cea a ratei dobânzii creditelor acordate persoanelor fizice; aceasta s-a datorat, pe de o parte, nevoii de a compensa maniera incompletă în care aceste rate se ajustaseră anterior vis-à-vis de politica ratei dobânzii a BNR și,

Curba randamentelor titlurilor de stat



Ratele dobânzilor în sistemul bancar



⁴⁶ Injecțiile de lichiditate ale Trezoreriei și creșterea cererii de numerar, specifică apropierii sărbătorilor de iarnă.

pe de altă parte, intensificării competiției dintre bănci pe segmentul creditării în monedă națională⁴⁷.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

În trimestrul IV, evoluția cursului de schimb leu/euro a avut ca determinanți majori puternica accelerare a adâncirii deficitului balanței comerciale și producerea de schimbări în volumul și structura intrărilor nete de capital provocată, pe de-o parte, de măsurile de politică monetară și prudențiale ale BNR și, pe de altă parte, de relativa modificare a condițiilor piețelor financiare externe⁴⁸ dar și a sentimentului investitorilor financiar vis-à-vis de piețele țărilor Europei Centrale și de Est.

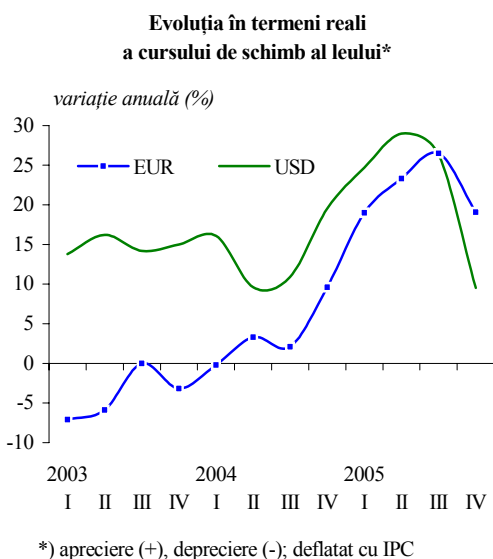
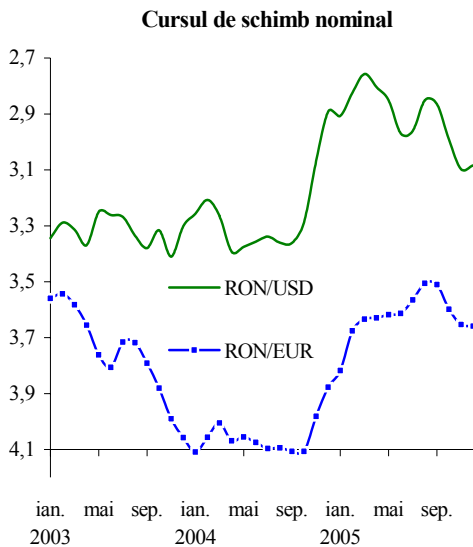
În acest context, leul a cunoscut în trimestrul IV o continuă depreciere, ritmul inițial alert al acesteia estompându-se spre sfârșitul intervalului. Față de septembrie 2005, leul a înregistrat la sfârșitul anului o depreciere de 4,1 la sută în raport cu euro (1,6 la sută în termeni reali) și de 7,3 la sută față de dolar (4,6 la sută în termeni reali), în condițiile în care acesta din urmă și-a conservat tendința de întărire pe piețele financiare internaționale. În consecință, din perspectiva dinamicii anuale a variației cursului de schimb, moneda națională a continuat să consemneze o apreciere atât față de euro, cât și în raport cu dolarul, amplitudinea acesteia diminuându-se însă la o valoare medie trimestrială de 9,7 la sută (19,1 la sută în termeni reali) și, respectiv, de 0,9 la sută (9,5 la sută în termeni reali).

Producerea unei accelerări a deprecierii leului în luna octombrie (2,4 la sută⁴⁹), după o perioadă relativ îndelungată de întărire a monedei naționale, are ca explicație amplitudinea fără precedent a deteriorării suferite de soldul balanței comerciale (deficitul acestuia s-a majorat cu 62,3 la sută față de luna anterioară) și gradul insuficient de acoperire a excedentului de importuri prin investiții directe și prin împrumuturi financiare și comerciale ale sectorului nebanca. Impactul acestor evoluții asupra pieței valutare și, implicit, asupra cursului de schimb a fost amplificat de reducerea consistentă a intrărilor de capital pe termen scurt, datorată scăderii randamentelor pieței monetare interne, dar și deplasării temporare a interesului investitorilor dinspre Europa

⁴⁷ Ca efect al intrării în vigoare a Normelor BNR nr.11/2005 cu privire la limitarea gradului de concentrare a expunerilor din credite în valută (la finele lunii septembrie), dar și ca urmare a impactului majorării ratei RMO aferente pasivelor în valută.

⁴⁸ FED a continuat să majoreze rata dobânzii, nivelul acesteia ajungând la 4 la sută în luna noiembrie și 4,25 la sută în luna decembrie. De asemenea, BCE a crescut rata dobânzii sale de politică monetară la 2,25 la sută în luna decembrie.

⁴⁹ cea mai ridicată din ultimele 23 de luni



Sursa: INS, BNR

Centrală și de Est către alte piețe financiare; astfel, în această perioadă au mai consemnat depreciere nominală coroana slovacă, forintul maghiar, coroana cehă și tolarul sloven. În plus, piața valutară internă a resimțit și efectul restrângerii volumului creditelor financiare obținute de sistemul bancar din străinătate (în special ca urmare a măsurii adoptate de BNR⁵⁰ privind limitarea gradului de concentrare a expunerilor din credite în valută), cea mai semnificativă temperare de ritm înregistrând împrumuturile pe termen mediu și lung.

În noiembrie, cursul de schimb al leului a resimțit puternicele influențe de sens opus exercitate, pe de-o parte, de creșterea la un nivel record a excedentului de cerere de valută a rezidenților și, pe de altă parte, de înregistrarea maximumului istoric al vânzărilor nete de valută rezultate din tranzacțiile cu caracter speculativ ale nerezidenților. La originea deficitului ridicat de devize consemnat pe segmentul tranzacțiilor rezidenților au stat continuarea majorării deficitului balanței comerciale și menținerea la un nivel modest a intrărilor de capital de natura investițiilor directe și a împrumuturilor financiare ale sectorului nebanca. La acestea s-au adăugat adâncirea soldului negativ al balanței veniturilor, precum și reducerea ritmului de creștere a transferurilor curente. Sub influența conjugată a acestor factori și în condițiile absenței intervențiilor băncii centrale pe piața valutară interbancară, cursul de schimb al leului în raport cu euro și-a temperat creșterea.

Spre deosebire de anul anterior, în luna decembrie leul a continuat să se deprecieze – deși într-un ritm mai lent –, în pofida majorării sezoniere a remiterilor din străinătate și a sporirii la un nivel fără precedent a volumului tranzacțiilor speculative derulate de nerezidenți, stimulate de accentuarea trendului ascendent al ratelor dobânzilor pieței monetare și de relativa creștere a predictibilității cursului de schimb leu/euro⁵¹. Această evoluție sugerează o posibilă prelungire a trendului de adâncire a deficitului balanței comerciale.

În intervalul următor, este posibil ca rata de schimb a leului să cunoască o creștere ușoară de volatilitate, în condițiile în care este previzibilă o accentuare a caracterului divergent al acțiunii factorilor specifici de influență. Astfel, pe de-o parte, se întrevede menținerea dinamicii înalte a importurilor⁵², dar și o creștere a investițiilor directe ale nerezidenților, atrase de perspectiva aderării României la Uniunea Europeană. Pe de altă parte, ar putea continua reducerea volumului de împrumuturi

Principalele poziții din contul financiar (solduri)

	milioane euro			
	2004		2005	
	9 luni	11 luni	9 luni	11 luni
Contul financiar	3 036	4 494	2 351	4 407
Investiții directe	3 843	4 701	2 713	4 415
rezidenți în străinătate	-42	-51	-27	-21
nerezidenți în România	3 885	4 752	2 740	4 436
Investiții de portofoliu	-413	-26	697	103
rezidenți în străinătate	-322	11	100	-247
nerezidenți în România	-91	-37	597	350
Alte investiții de capital	2 858	3 512	4 278	5 180
<i>din care:</i>				
pe termen mediu și lung	1 578	2 088	2 531	2 952
pe termen scurt	754	942	758	943
numerar și depozite pe termen scurt	434	408	417	724

⁵⁰ Norma nr.11 din 2005, în vigoare din 26 septembrie.

⁵¹ Volatilitatea cursului RON/EUR a atins în luna decembrie cea mai scăzută valoare din octombrie 2004.

⁵² parțial indusă de evoluția nefavorabilă din acest an a producției agricole interne și de posibila creștere a prețurilor produselor energetice

externe contractate de sistemul bancar, dar și amplificarea intrărilor de capital pe termen scurt.

2.3. Moneda și creditul

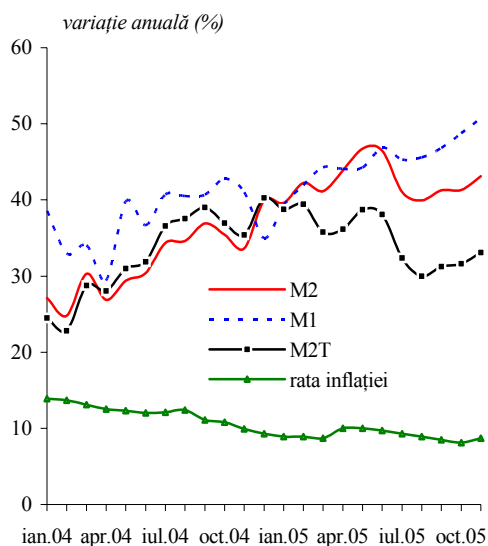
Moneda

În perioada septembrie-noiembrie 2005, masa monetară (M2) și-a reaccelerat ritmul de creștere⁵³, acesta atingând a doua valoare ca mărime din ultimii nouă ani și jumătate (30,9 la sută). Expansiunea lichidității din economie s-a datorat, în principal, creșterii creditului neguvernamental, realocării portofoliilor de active financiare ale publicului⁵⁴ și unei ușoare majorări a stocului de active externe nete ale sistemului bancar; începând cu luna octombrie, creșterea valorii nominale a M2 s-a mai datorat, într-o mică măsură, și deprecierei leului în raport cu euro.

Creșterea stocului de monedă s-a localizat îndeosebi la nivelul celei mai lichide componente (M1), dinamica acesteia înregistrând un nou record al ultimilor zece ani și jumătate (37,2 la sută); totodată, ponderea banilor destinați tranzacțiilor curente în masa monetară a atins al doilea maximum consecutiv din ultimii opt ani (26,1 la sută). Dinamizarea creșterii masei monetare în sens restrâns s-a produs în pofida unei relative încetiniri a ritmului de creștere a activității economice, o explicație plauzibilă a acestei discordanțe constituind-o scăderea costului de oportunitate al deținerii acestor active; este posibil, însă, ca majorarea M1 să prefigureze o viitoare revigorare a activității economice. Această ipoteză este consolidată de evoluția cvasi-banilor, al căror ritm anual de creștere în termeni reali și-a întrerupt declinul, acesta revenind în luna septembrie pe un trend ușor ascendent.

Structura pe monede a masei monetare a continuat să se îmbunătățească, ponderea depozitelor în valută în M2 înregistrând a doua valoare minimă consecutivă din ultimii șapte ani (32,2 la sută, ca medie a intervalului). În ceea ce privește structura pe deținători a M2, în perioada analizată s-a produs o inversare a tendinței dinamicii depozitelor totale ale populației, aceasta redevenind ascendentă. În paralel a avut loc însă o deteriorare a compoziției acestor plasamente, în condițiile în care depozitele în valută și conturile curente în lei și-au accelerat creșterea, iar dinamica economiilor în lei ale populației a scăzut puternic. Aceste evoluții divergente s-au datorat, pe de o parte,

Masa monetară și rata inflației



Structura masei monetare (M2)

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

⁵³ Dacă nu se precizează altfel, variațiile procentuale se referă la media perioadei septembrie-noiembrie a ritmurilor anuale de creștere, exprimate în termeni reali.

⁵⁴ Începând din luna octombrie 2005, Ministerul Finanțelor Publice a sîstat temporar emisiunile de titluri de stat.

accentuării declinului ratelor dobânzilor depozitelor la termen și deprecierei leului în raport cu euro și, pe de altă parte, extinderii utilizării instrumentelor de plată electronică (inclusiv ca urmare a înmulțirii ofertelor promoționale de creditare prin carduri, în special spre finele intervalului analizat); în aceste condiții, ponderea depunerilor în conturile curente în totalul depozitelor în lei aparținând persoanelor fizice a atins o nouă valoare record (11,8 la sută, ca medie a perioadei).

Depozitele agenților economici⁵⁵ au continuat să reprezinte componenta cea mai dinamică a masei monetare, deși viteza lor de creștere s-a redus ușor, în special ca urmare a încetării majorării componentei denominate în valută. Printre factorii care au influențat această evoluție s-au numărat: (i) sporirea semnificativă a plăților în contul importurilor de sezon (sugerată și de volumele mari ale cumpărărilor nete de valută efectuate de persoanele juridice rezidente), (ii) decontarea sumelor reprezentând obligațiile trimestriale către bugetul de stat, (iii) derularea unor tranzacții cu titluri de stat între companii și bănci, precum și (iv) posibila intensificare a utilizării numerarului ca instrument de plată între agenții economici, stimulată de declinul ratelor dobânzilor și de absența unor constrângeri privind plafoanele de casă⁵⁶.

Creditul neguvernamental

În intervalul septembrie-noiembrie 2005, ritmul anual de creștere în termeni reali a creditului acordat de instituțiile de credit sectorului neguvernamental s-a accelerat progresiv, valoarea medie înregistrată de acesta pe ansamblul perioadei fiind cea mai înaltă din ultimul an (32,9 la sută).

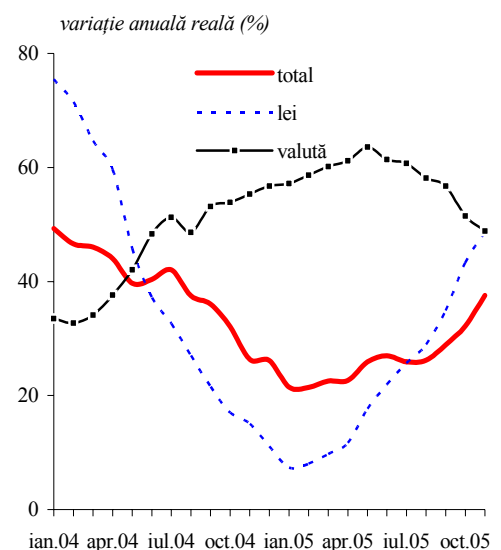
Dinamicile celor două componente ale acestui credit (în lei și respectiv în devize) au consemnat, însă, tendințe puternic divergente, acestea reflectând, pe de o parte, impactul constrângerilor exercitate asupra ofertei de împrumuturi în devize de măsurile adoptate de banca centrală și, pe de altă parte, efectul relaxării *de facto* a politicii ratei dobânzii în perioada anterioară. O consecință evidentă a măsurilor prudențiale și administrative ale BNR, precum și a înăsprii mecanismului rezervelor minime obligatorii a constituit-o scăderea intensității atragerii de noi resurse de finanțare de pe piața externă de către băncile rezidente; totodată, pentru a se încadra în prevederile noilor reglementări privind creditarea în valută⁵⁷, unele instituții de

⁵⁵ calculate prin însumarea depozitelor la termen, a certificatelor de depozit și a depozitelor condiționate ale agenților economici

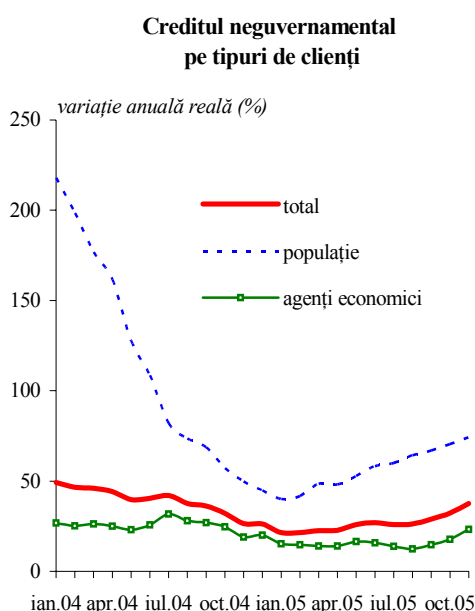
⁵⁶ Legea nr. 507/17/11/2004 privind desființarea plafonului de casă la agenții economici

⁵⁷ Norma BNR nr.11/2005 privind limitarea gradului de concentrare a expunerilor din credite în valută, intrată în vigoare la 26 septembrie 2005

Creditul neguvernamental pe monede



credit au procedat la transferarea în bilanțurile băncilor-mamă a unei părți din portofoliul propriu de împrumuturi în devize (rambursând totodată creditele externe ce au servit la finanțarea acestora), în timp ce altele au inițiat demersurile pentru majorarea capitalului social propriu. În aceste condiții, viteza de creștere a creditelor în valută s-a temperat, în timp ce sporul relativ al împrumuturilor în lei s-a plasat pe o traiectorie rapid ascendentă, variațiile anuale aferente celor două componente devenind aproape egale în luna noiembrie (pentru prima oară în ultimul an și jumătate). Totodată, ponderea creditelor în devize în total credite neguvernamentale a avut o tendință clară de scădere, aceasta continuând, însă, să se mențină la un nivel relativ înalt (57,7 la sută, ca medie a perioadei).



Creșterea alertă a creditului bancar în lei în această perioadă s-a datorat, pe de o parte, sporirii ofertei de împrumuturi a băncilor, pe fondul: (i) intensificării concurenței dintre acestea (inclusiv ca urmare a limitării activității de creditare în valută) – reflectată și de inițierea unor puternice promoții în domeniu – și (ii) restrângerii alternativelor de plasare a lichidității, în condițiile scăderii absorbției monetare realizate de banca centrală. Pe de altă parte, a avut loc o amplificare a cererii de credite, stimulată îndeosebi de reducerea ratelor dobânzilor active.

Împrumuturile acordate populației au fost cele mai dinamice, ele continuând să-și accelereze creșterea, în special pe seama evoluției creditelor în lei destinate consumului⁵⁸; acestea au devenit mai accesibile, în condițiile în care – pentru a se conforma cerințelor noilor norme de creditare emise de BNR⁵⁹ – băncile comerciale au prelungit termenele de finanțare, oferind totodată posibilitatea optării pentru rate fixe de dobândă, net inferioare celor variabile. În schimb, variația medie anuală a soldului împrumuturilor în valută ale acestui segment și-a accentuat tendința de declin.

Intensificarea ritmului de creștere a componentei în lei a reșezat pe o traiectorie ascendentă dinamica datoriilor către bănci ale companiilor; astfel, în luna octombrie, pentru prima oară în ultimul an și jumătate, sporul anual al împrumuturilor în lei ale agenților economici l-a depășit pe cel similar în devize. Încetinirea celui din urmă – produsă în pofida înregistrării unui

⁵⁸ conform datelor din Situația comportamentului financiar al populației și agenților economici în profil teritorial, elaborată de BNR pe baza informațiilor primite de la instituțiile de credit, exclusiv Creditcoop

⁵⁹ Norma BNR nr.10/2005 privind limitarea riscului de credit la creditele destinate persoanelor fizice, intrată în vigoare la 28 august 2005

volum record al importurilor (inclusiv energetice⁶⁰) – ar putea reflecta atât apelarea sporită de către societățile comerciale a surselor externe de finanțare (în intervalul septembrie-octombrie), cât și ajustarea bilanțurilor monetare ale băncilor ca efect al măsurilor luate de BNR în limitarea creditării în valută. Schimbarea compoziției pe monede a stocului de credite bancare acordate companiilor nu a afectat semnificativ structura pe scadențe a acestuia; astfel, ponderea creditelor pe termen lung în total s-a menținut pe o curbă ascendentă, ceea ce ar putea constitui un indiciu al consolidării activității investiționale.

⁶⁰ Conform datelor preluate de la Centrala Riscurilor Bancare, în intervalul septembrie-noiembrie, volumul mediu al creditelor noi acordate în industriile de prelucrare a țițeiului și cărbunilor, precum și a energiei și gazelor a fost de 1,6 ori mai mare decât fluxul mediu al împrumuturilor acordate acestor sectoare în primele 11 luni ale anului 2005.

V. PERSPECTIVELE INFLAȚIEI

Scenariul de bază al proiecției plasează rata anuală a inflației la sfârșitul anului 2006 la circa 1,6 puncte procentuale peste ținta centrală de 5 la sută. Actualizarea proiecției din luna noiembrie (6 la sută) se datorează în principal revizuirii substanțiale în sens ascendent a estimărilor privind inflația prețurilor alimentare volatile, precum și unui curs de schimb prognozat al leului mai ridicat în tot cursul anului, comparativ cu previziunile anterioare. Depășirea impactului nefavorabil maxim al șocurilor de natura ofertei în a doua jumătate a anului 2006 și reconsolidarea procesului dezinflaționist printr-un set coerent de politici macroeconomice austere vor permite coborârea inflației la sfârșitul anului 2007 la nivelul țintei centrale de 4 la sută.

Pe tot intervalul proiecției, scăderea inflației va fi susținută de reducerea continuă a excesului de cerere până la niveluri negative, sub impactul unor condiții monetare reale restrictive. Efectul dezinflaționist al aprecierii leului va fi dominant în cursul anului 2006, prin impactul restrictiv asupra cererii agregate și prin influența favorabilă asupra prețurilor importurilor. În 2007, rolul principal în controlul cererii agregate va reveni dobânzilor, o altă contribuție la dezinflație fiind atribuită de proiecție readucerii anticipațiilor pe o traiectorie convergentă la ținta de inflație.

Principalele riscuri a căror materializare ar putea abate traiectoria inflației de la cea proiectată se referă la: eventualitatea unor conduite mai laxe decât cele prevăzute în prezent ale politicilor fiscală și salarială, abateri substanțiale ale cursului monedei naționale de la traiectoria proiectată, noi șocuri neanticipate ale prețurilor unor produse alimentare și energetice, creșteri ale prețurilor administrate peste nivelurile prognozate sau la alte momente față de calendarul avut în vedere, precum și o posibilă creștere a inerției anticipațiilor privind inflația sub impactul combinat al șocurilor recente de prețuri și al depășirii țintelor pentru 2005 și 2006.

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.

Pentru a reflecta mai fidel transmisia politicii monetare în situația manifestării unor șocuri temporare de natură exogenă, precum și atenția sporită pe care BNR o acordă evoluției pe termen mediu a inflației, proiecția curentă acoperă un interval de timp mai îndelungat decât în Rapoartele anterioare, extins până la sfârșitul anului 2007. În aceste condiții, riscurile și incertitudinile asociate scenariului de bază sporesc pe măsura apropierii de sfârșitul orizontului de proiecție, printre sursele acestora evidențiindu-se lipsa unor coordonate mai precise ale ajustărilor de prețuri administrate și ale politicilor fiscale și salariale aferente anului 2007. De asemenea, cu cât orizontul de proiecție se îndepărtează de perioada curentă, cu atât mai mult crește probabilitatea manifestării unor evenimente neprevăzute.

1.2. Proiecția inflației

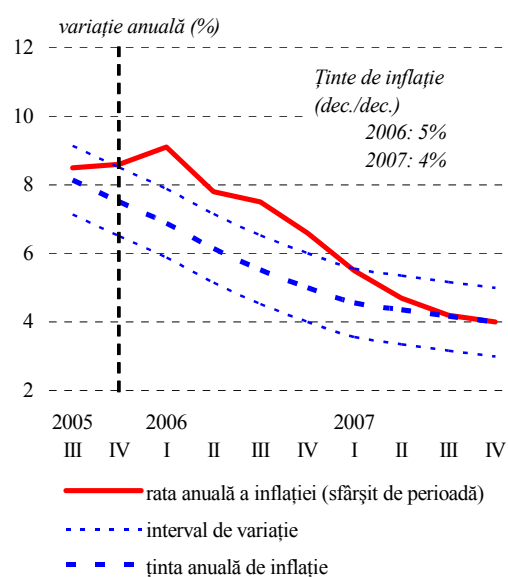
Potrivit scenariului de bază al proiecției, rata anuală a inflației prețurilor de consum se va situa la sfârșitul anului 2006 peste limita superioară a intervalului de variație de ± 1 puncte procentuale care încadrează ținta centrală de 5 la sută, urmând ca, începând cu trimestrul I din anul următor, să reentre în interval și să se înscrie în valori compatibile cu atingerea țintei aferente sfârșitului anului 2007 (de 4 la sută). Valorile proiectate ale inflației sunt superioare celor din Raportul asupra inflației din luna noiembrie 2005 cu aproximativ 0,6 puncte procentuale la sfârșitul anului 2006 (6,6 la sută comparativ cu 6,0 la sută). Aceasta se datorează în principal revizuirii substanțiale în sens ascendent a estimărilor privind inflația prețurilor alimentare volatile (legume, fructe și ouă – pe scurt, LFO), dar și unei traiectorii a cursului de schimb corespunzătoare unui leu mai depreciat în comparație cu proiecția anterioară.

Tabelul 5.1. Rata anuală a inflației (sfârșitul perioadei)

Perioada	T1 2006	T2 2006	T3 2006	T4 2006	T1 2007	T2 2007	T3 2007	T4 2007
Țintă				5,0				4,0
Proiectată	9,1	7,8	7,5	6,6	5,5	4,7	4,2	4,0

În trimestrul I 2006, se anticipează o întrerupere temporară a procesului de reducere a inflației anuale, pusă pe seama următorilor factori:

Previziuni privind evoluția inflației



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

- Ajustarea la început de an a unor prețuri administrate, în special la gazele naturale;
- Reflectarea la nivelul prețurilor alimentare volatile a unei oferte mai reduse de produse agricole datorate calamităților naturale din anul trecut;
- Derapajul temporar al anticipațiilor inflaționiste datorat atât impactului perceput al creșterilor de prețuri mai sus amintite, cât și depășirii țintei de inflație aferente anului 2005;
- Propagarea efectelor unor condiții monetare relativ laxe din ultima parte a anului precedent, precum și a unui exces de cerere pozitiv din acea perioadă, impulsivat de efectuarea unor cheltuieli guvernamentale masive în ultima lună a anului.

În primele trei trimestre ale anului 2006, la nivelul ratei anuale a inflației se va manifesta, pe lângă factorii amintiți, și efectul statistic⁶¹ al creșterilor substanțiale de prețuri la legume, fructe și ouă din ultimul trimestru al anului 2005⁶², în condițiile în care nu este anticipată revenirea acestor prețuri la nivelurile anterioare producerii calamităților. În cazul realizării unei producții normale aferente acestor categorii de alimente, în trimestrul IV 2006 și în trimestrul I 2007 acest efect statistic se va inversa, iar ratele anuale ale inflației LFO și, mai departe, ale inflației totale, vor cunoaște reduceri însemnate.

Conform proiecției, procesul de dezinflație a prețurilor de consum se va relua începând cu trimestrul II 2006, ritmul acestuia accelerându-se în a doua parte a intervalului de prognoză.

Rata inflației CORE2 este prognozată să scadă într-un ritm susținut, ajungând să se stabilizeze la sfârșitul orizontului de proiecție la niveluri apropiate de 2 la sută. Rolul primordial în determinarea unei evoluții descendente a acestui indice al inflației este deținut pe perioada proiecției de evoluția prețurilor bunurilor de import și de cea a excesului de cerere. Astfel, datorită aprecierii leului, în cea mai mare parte a anului 2006 dinamica prețurilor bunurilor de import va acționa în sensul reducerii presiunilor inflaționiste de ansamblu, contribuind indirect la temperarea anticipațiilor inflaționiste. În același interval se anticipează reducerea treptată a excesului de cerere agregată care ar urma să sprijine, la rândul său, procesul de dezinflație la nivelul prețurilor de bază CORE2.

⁶¹ Rata anuală a inflației reprezintă o sumă a ratelor lunare, respectiv a ratelor trimestriale ale inflației. De aceea, creșterea substanțială de prețuri alimentare înregistrată în trimestrul IV 2005 intră și în calculul ratelor anuale ale inflației din trimestrele I-III 2006.

⁶² Impactul maxim este așteptat pentru inflația anuală din trimestrul II 2006.

Pe parcursul anului 2007, deviația PIB de la potențial, prognozată a se menține la niveluri negative, va compensa în bună măsură inversarea tendinței de evoluție a prețurilor de import generată de frânarea procesului de apreciere a leului ca urmare a presiunilor exercitate de competitivitatea externă. Este de așteptat ca reluarea scăderii inflației cu începere din trimestrul II 2006, sprijinită de aplicarea unui set coerent de politici dezinflaționiste, să readucă anticipațiile inflaționiste pe o traiectorie descendentă. Consolidarea acestui proces va mări contribuția anticipațiilor la scăderea inflației în 2007, sprijinind convergența acesteia către ținta aferentă sfârșitului anului.

Dinamica ascendentă a prețurilor administrate va rămâne puternică pe întregul interval al prognozei, însă presiunile inflaționiste exercitate de acestea și de creșterea prețurilor LFO vor fi compensate parțial în anul 2006 de evoluția prețurilor combustibililor (în condițiile prognozei unui preț constant al petrolului) și de cea a prețurilor de bază CORE2. În anul 2007 se anticipează o inversare de ritm între rata inflației combustibililor și rata inflației LFO, în condițiile în care cea dintâi va înregistra o ușoară accelerare, iar cea din urmă o dinamică mult temperată față de anul 2006.

1.3. Presiuni exogene asupra inflației

Continuând tendința din ultimii ani, ritmul de creștere a prețurilor administrate este anticipat a fi substanțial superior ratei inflației prețurilor libere pe perioada proiecției, în special datorită ajustărilor de prețuri la energie și gaze naturale, supuse unui proces de liberalizare graduală – vezi Tabelul 5.2. În ceea ce privește gazele naturale, este prevăzută o aliniere treptată a prețului intern de producție la nivelul celui de import. Deși are în vedere creșteri de preț semnificative, calendarul de ajustare nu va fi de natură să asigure liberalizarea totală a pieței până la sfârșitul anului 2007. În cazul energiei termice, scenariul de bază conține ipoteza unor majorări de preț repartizate uniform în anii 2006 și 2007, având în vedere și posibilele consecințe ale renunțării la prețul național de referință (prevăzută pentru trimestrul III 2007). Scenariul utilizat pentru energia electrică este compatibil cu liberalizarea completă a prețului până în iulie 2007. Având în vedere aceste evoluții prognozate, precum și ponderea de aproximativ 22 la sută a prețurilor administrate în indicele total al prețurilor de consum, se estimează că ajustările acestora vor contribui la rata anuală a inflației prognozate cu 2,6 puncte procentuale în anul 2006 și, respectiv, cu 1,7 puncte procentuale în anul 2007.

Spre deosebire de proiecția din trimestrul anterior, scenariul actual de prețuri administrate presupune, pe de-o parte,

o redistribuire a creșterilor acestor prețuri în cadrul trimestrelor anului 2006, iar pe de altă parte, extinderea ipotezelor privind dinamica acestei categorii de prețuri și pe parcursul anului 2007.

Tablelul 5.2. Scenariul privind evoluția prețurilor administrate indică o creștere a acestora superioară ratei inflației prețurilor libere.

Gaze naturale		Energie termică		Energie electrică	
2006	2007	2006	2007	2006	2007
36,5%	17,9%	20%	20%	3,9%	3,8%

Prețurile legumelor și fructelor proaspete și prețul ouălor (prețurile LFO) manifestă o volatilitate semnificativă și un comportament sezonier pronunțat, fiind puternic influențate de condițiile de ofertă. Aceste caracteristici complică substanțial eforturile de prognoză. Ca urmare a producției agricole slabe înregistrate în anul 2005 (în special din cauza inundațiilor), se anticipează majorări importante ale acestor categorii de prețuri în primele trimestre ale anului 2006, urmând ca producția anului 2006 să suplimenteze oferta și să reducă presiunile de creștere a prețurilor începând cu trimestrul III 2006. Prețul ouălor este unul dintre cele mai volatile din componența indicelui oficial al prețurilor de consum, rolul principal în prognoza acestuia revenindu-i factorului sezonier⁶³; în aceste condiții, s-au luat în considerare creșteri de amploare în trimestrele III și IV și o micșorare în trimestrul II. La nivelul întregii categorii a prețurilor LFO, proiecția are în vedere o inflație anuală de aproape două ori mai ridicată decât se prevăzuse în *Raportul asupra inflației* anterior.

Volatilitatea ridicată a prețului petrolului face dificilă prognoza acestuia, cu atât mai mult în cazul în care tendința sa pe termen mediu – dată de creșterea mai rapidă a cererii în raport cu oferta – este contrară aceleia pe termen scurt, ce vizează o redresare după creșterile de preț din anul 2005. Din cauza lipsei de convergență a prognozelor disponibile, pentru perioada proiecției a fost adoptată ipoteza unui preț al petrolului constant pe piețele internaționale. Ca urmare a acestui scenariu și a evoluției preconizate a cursului de schimb al leului, proiecția inflației prețului combustibililor se situează la un nivel redus pe întreg anul 2006. Pentru anul 2007 se anticipează o ușoară creștere, către un nivel relativ similar celui al ratei inflației totale a prețurilor de consum.

⁶³ Spre exemplu, în trimestrul II 2006 reducerea sezonieră a prețului ouălor este prevăzută să compenseze într-o oarecare măsură presiunile inflaționiste induse de condițiile de ofertă redusă aferentă legumelor și fructelor.

Evoluțiile recente ale prețurilor din zona euro reflectă efectele creșterilor prețului petrolului din perioadele anterioare. Comparativ cu trimestrul precedent, rata anuală a inflației HICP a fost revizuită în sens ascendent pe întreaga perioadă a proiecției, în principal ca rezultat al transmiterii asupra costurilor de producție a nivelului mai ridicat al prețului petrolului. În consecință, față de proiecția anterioară, impactul prețurilor externe asupra prețurilor de import este în ușoară creștere, fiind vizibil mai ales în a doua jumătate a intervalului proiecției.

1.4. Presiuni din partea cererii agregate

1.4.1. Presiuni ale cererii în perioada curentă

După reducerea mai puternică decât se anticipase în Raportul anterior a ratei de creștere a PIB real din trimestrul III⁶⁴, în trimestrul IV se prevede o redresare a acesteia. În aceste condiții, se estimează revenirea excesului de cerere la un nivel apropiat de valorile din prima jumătate a anului. Deviația pozitivă de la PIB potențial din trimestrul IV contribuie la menținerea presiunilor inflaționiste pe termen scurt provenind din partea cererii agregate.

Nivelul excesului de cerere din prezent este determinat de efectul propagat din trecut al nivelului ratelor dobânzilor și al cursului de schimb în trimestrele anterioare, la care se adaugă efectul unor șocuri asupra cererii (de exemplu modificări ale politicii fiscale) și asupra ofertei (de exemplu variații ale producției agricole determinate de condițiile meteorologice). Ratele dobânzilor bancare la depozite și credite din perioadele anterioare, în continuă scădere, au propagat în prezent o influență stimulantă asupra excesului de cerere. Aceasta a fost însă contrabalansată de influența restrictivă exercitată asupra activității economice curente, prin canalul exportului net, de aprecierea până în trimestrul III a monedei naționale. Efectul exercitat de variațiile anterioare ale costului împrumuturilor în valută asupra excesului de cerere actual este aproximativ neutru. O influență determinantă pentru creșterea excesului de cerere în trimestrul IV s-a datorat puternicei relaxări a politicii fiscale în ultimele luni ale anului.

Din perspectiva componentelor PIB, pentru trimestrul IV se anticipează continuarea creșterii accelerate a formării brute a capitalului fix. În aceste condiții, investițiile își vor păstra rolul de factor principal ce susține creșterea economică, rol care i-a revenit până în trimestrul II consumului privat. Creșterea puternică a investițiilor și în trimestrul curent este coroborată cu

⁶⁴ A se vedea *Capitolul III. Evoluții ale activității economice (I. Cererea și oferta)*

dinamica numărului salariaților din economie (crescut peste tendința ultimilor ani) și cu condițiile favorabile de creditare pentru agenții economici. Totodată, excesul de cerere este susținut de evoluția venitului disponibil total al populației, determinat de creșterea semnificativă a salariului net și a numărului de salariați din economie în ultimele perioade.

Majorarea veniturilor, dar și condițiile din ce în ce mai favorabile pentru clienți din punct de vedere al accesului la credite și al dobânzilor percepute au determinat expansiunea creditului neguvernamental (în special a creditului pentru populație pe termen scurt), ceea ce contribuie la intensificarea cererii de consum. În același timp, reducerea ratelor dobânzii la depozitele bancare și creșterea agregatului M1 real peste trend sugerează intensificarea tranzacțiilor și orientarea veniturilor disponibile către consum. Totuși, o parte importantă a cererii continuă să se orienteze către bunurile de import, creșterea rapidă a importului fiind așteptată să continue și în trimestrul IV. Exporturile își mențin un ritm de creștere mai redus, astfel încât efectul exportului net continuă să acționeze în sensul reducerii excesului de cerere din perioada analizată.

Ca urmare a publicării unui nivel al PIB real pentru trimestrul III semnificativ inferior celui anticipat, valoarea deviației PIB utilizată în *Raportul asupra inflației* anterior a fost revizuită în sensul descreșterii⁶⁵. Astfel, deviația PIB a coborât în trimestrul III sub nivelurile înregistrate în prima parte a anului, menținându-se însă la valori pozitive.

Reducerea deviației PIB nu este întotdeauna echivalentă cu scăderea inflației. Atunci când se înregistrează șocuri negative de ofertă (de exemplu scăderea producției ca urmare a inundațiilor, creșterilor prețurilor administrate, ale prețurilor combustibililor sau ale prețurilor legumelor, fructelor și ouălor etc.), surplusul de producție față de PIB potențial se reduce concomitent cu creșterea prețurilor. Încetinirea creșterii PIB din trimestrul III se datorează în special unor astfel de evoluții negative ale ofertei agregate. Principalul factor negativ a fost reprezentat de pierderile din agricultură datorate condițiilor meteorologice nefavorabile. La acesta s-a adăugat evoluția modestă a producției industriale, în condițiile în care atât gradul de utilizare a capacităților de producție, cât și numărul de salariați din industrie se situează sub tendința pe termen

⁶⁵ Datele statistice privind evoluția PIB sunt publicate la 70 de zile după încheierea trimestrului la care se referă. Astfel, analiza deviației PIB de la nivelul potențial pentru trimestrul curent se poate realiza numai pe baza unor date estimate. Diferențele inevitabile dintre anticipările utilizate în analiză și datele publicate fac necesară revizuirea estimării excesului de cerere.

mediu⁶⁶. Șocurile generate în mare măsură de factori de natura ofertei se reflectă în special în creșteri ale unor prețuri care nu sunt influențate de politica monetară (prețurile combustibililor sau prețurile legumelor, fructelor și ouălor), inclusiv la nivelul trimestrului IV. Astfel, la presiunile inflaționiste din partea cererii se adaugă și efecte inflaționiste din partea unor șocuri temporare negative de ofertă agregată.

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

Nivelul și evoluția cursului de schimb influențează excesul de cerere din economie prin două canale separate. Primul canal acționează în mod direct prin efectul cursului asupra exportului net, iar cel de-al doilea se manifestă indirect prin efectele de bilanț și avuție⁶⁷. Impactul cursului de schimb prin efectele de bilanț și avuție este de semn contrar celui transmis prin canalul 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 avere stimulează creditarea în valută (reducând costurile în lei ale împrumuturilor) și, prin aceasta, cererea agregată.

În trimestrul IV 2005 cursul de schimb efectiv⁶⁸ indică o depreciere a leului față de trimestrul anterior, atât în termeni nominali, cât și în termeni reali, care întrerupe perioada de apreciere începută în trimestrul IV 2004. Deprecierea a dus la eliminarea în mare măsură a presiunilor restrictive exercitate în perioadele anterioare de cursul de schimb asupra cererii pentru producția internă. Ca urmare, efectul direct (prin canalul exportului net) al cursului real asupra deviației PIB și, implicit, a presiunilor inflaționiste pe termen scurt, a devenit aproximativ neutru. Pe de altă parte, deprecierea cursului în trimestrul IV duce la creșterea costului în lei al împrumuturilor contractate în valută, efect ce acționează în sensul comprimării cererii agregate. Astfel, prin înăsprirea condițiilor de creditare în valută, efectul total al cursului de schimb păstrează un ușor caracter restrictiv.

În același timp, deprecierea nominală a monedei naționale se reflectă direct în creșterea presiunilor inflaționiste, prin impactul asupra prețurilor de import.

⁶⁶ Pentru o prezentare detaliată a evoluțiilor semnificative ale componentelor PIB în trimestrul anterior a se vedea secțiunea 1. *Cererea și oferta*.

⁶⁷ Vezi Caseta explicativă privind Efectul de avuție și de bilanț din *Raportul asupra inflației nr. 2/2005*.

⁶⁸ 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

Deprecierea înregistrată în trimestrul IV nu a compensat decât parțial aprecierea considerabilă acumulată în trimestrele anterioare, astfel încât față de aceeași perioadă a anului anterior cursul efectiv înregistrează încă o apreciere semnificativă. Magnitudinea limitată a deprecierei susține ipoteza că o mare parte din scăderea extrem de rapidă din prima parte a anului constituie o ajustare normală a cursului la evenimente ce au afectat condițiile economice relevante pentru piața valutară (creșterea influxurilor sustenabile de capital, ajustarea politicii de intervenție a BNR pe piața valutară, liberalizarea contului de capital și îmbunătățirea perspectivelor privind integrarea României în Uniunea Europeană). Având în vedere ajustarea rapidă a piețelor financiare, dintre care face parte și piața valutară, se poate aprecia că în prezent efectul acestor evenimente a fost deja încorporat în nivelul cursului de schimb. Ca urmare, este de așteptat ca în determinarea evoluției cursului pe termen mediu să recapete treptat preponderența factorii fundamentali pe termen lung (precum diferențialul de ritmuri de productivitate față de partenerii externi), cărora li se va adăuga totuși în continuare efectul influxurilor de capital legate de procesul de aderare la Uniunea Europeană.

Rata dobânzii de politică monetară a fost menținută în trimestrul IV la nivelul de 7,5 la sută pe an, stabilit în trimestrul anterior. *Caeteris paribus*, dinamica recentă a ratei dobânzii BNR continuă să genereze un impuls stimulativ pentru activitatea economică.

Rata dobânzii de sterilizare a BNR își produce efectul asupra economiei reale numai indirect, prin intermediul ratelor dobânzilor băncilor comerciale oferite la depozite, respectiv percepute la credite. Acestea au continuat să se reducă în trimestrul IV, ajustându-se la schimbarea politicii BNR din perioadele anterioare. Ca urmare, ratele dobânzilor băncilor comerciale transmit în prezent efectul ratei dobânzii BNR asupra economiei reale și inflației într-o măsură mai mare decât în trimestrele anterioare. Rata reală a dobânzii la depozite își intensifică astfel în acest trimestru efectul expansionist asupra economiei reale. Rata reală a dobânzii la credite, care a înregistrat o reducere mai accentuată comparativ cu cea la depozite, devine și ea stimulativă pentru activitatea economică începând cu acest trimestru. Ca urmare, efectul de impulsivitate a excesului de cerere al ratelor dobânzilor bancare se amplifică în trimestrul IV.

Efectul stimulativ mai puternic al ratelor dobânzilor, combinat cu efectul mai slab restrictiv al cursului real, duce la o relaxare în trimestrul IV a efectului cumulat al acestora asupra excesului de cerere pe termen scurt.

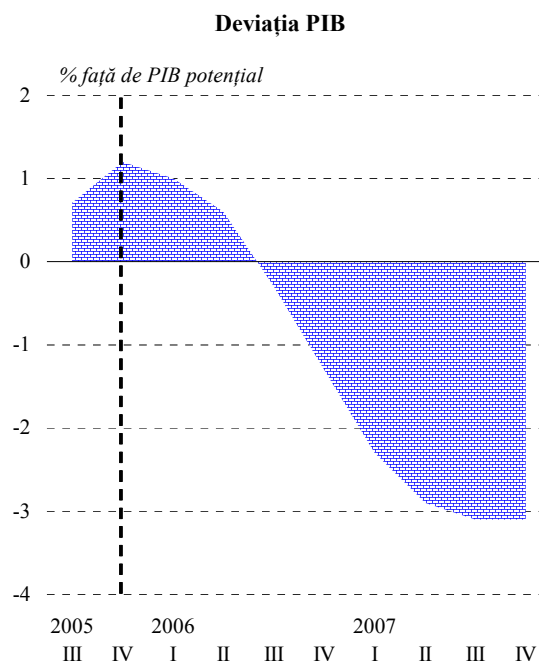
1.4.3. Presiuni ale cererii în cadrul orizontului de proiecție

La fel ca în precedentele rapoarte asupra inflației, proiecția actuală prevede eliminarea excesului de cerere la jumătatea anului curent. În aceste condiții, urmează să se estompeze presiunile generate de cererea agregată asupra ratei inflației. Potențialii determinanți ai acestei evoluții sunt reducerea treptată a caracterului stimulat al dobânzilor asupra cererii agregate, aprecierea reală a leului, adoptarea de către BNR a unui pachet de măsuri menite să tempereze dinamica creditului neguvernamental, o politică salarială neutră și o politică fiscală restrictivă.

Excesul de cerere estimat pentru trimestrul I 2006 se situează la un nivel mai ridicat decât cel din proiecția anterioară, datorită impactului politicii fiscale: cheltuielile bugetare considerabile realizate în luna decembrie 2005 au depășit cu mult previziunile cuprinse în proiecția publicată în noiembrie 2005. Reducerea așteptată a excesului de cerere este însă mai accelerată decât cea proiectată în Raportul anterior, în special ca urmare a reconsiderării impactului restrictiv al măsurilor de limitare a creditului în valută și al aprecierii reale a leului asupra cererii agregate.

Conform proiecției, după o scurtă perioadă de depreciere (trimestrul IV 2005), moneda națională își va relua procesul de apreciere reală, susținut atât de menținerea unor intrări de capitaluri pe termen scurt, cât și de creșterea investițiilor străine directe. Decalajul favorabil de ritmuri de productivitate dintre economia României și cea a Uniunii Europene – în calitate de principal partener comercial – va exercita presiuni de apreciere reală pe întreg orizontul proiecției. Scenariul de bază al proiecției presupune o apreciere reală semnificativă pe parcursul anului 2006, ca efect al unui diferențial mai mare de dobânzi în acest an. Pe măsura coborârii inflației, reducerea ratelor dobânzii la instrumentele financiare denominate în lei, coroborată cu creșterea preconizată a ratelor dobânzii pe piețele financiare internaționale vor relaxa substanțial presiunile de apreciere a leului în al doilea an al perioadei considerate.

Proiecția prevede o reducere a ecartului dintre dobânzile bancare active și cele pasive, facilitată într-o oarecare măsură de înțetirea competiției de pe piața bancară, dată fiind noua distribuție a actorilor de pe această piață. Se anticipează o creștere a ratei medii a dobânzii la depozite față de anul 2005, astfel încât rata reală va deveni pozitivă către sfârșitul anului 2006. Această evoluție este legată de anticipata creștere a dobânzilor de pe piața monetară sub impactul înscrierii dobânzii BNR pe o traiectorie compatibilă cu atingerea țintei de inflație la sfârșitul anului 2007.



Ca răspuns la impulsurile politicii monetare, este prevăzută și o încetinire semnificativă, comparativ cu anul 2005, a scăderii dobânzilor la credite. Ca urmare, proiecția arată că rata medie a dobânzii la credite se va reduce ușor, în paralel cu rata inflației, rămânând relativ constantă în termeni reali pe întreg orizontul. Reducerea ratelor de dobândă la creditele acordate în lei este de așteptat ca urmare a continuării procesului de reorientare a băncilor comerciale spre acordarea de credite în monedă națională, în condițiile creșterii restricțiilor impuse creditării în valută.

Măsurile anunțate de BNR în cadrul pachetului de temperare a dinamicii creditului neguvernamental includ creșterea cu 5 puncte procentuale, din trimestrul I 2006, a ratei rezervei minime obligatorii aferente pasivelor constituite în valută și prevăd adoptarea unei legislații privind reglementarea pieței creditului acordat de instituțiile nebancare. Prima măsură este prevăzută să determine o majorare a costului creditării în valută, ceea ce, coroborat cu restricțiile administrative implementate în trimestrul III 2005, ar urma să atenueze dinamica volumului real al acestor credite, compensând într-o oarecare măsură efectele de avuție și bilanț ale aprecierii reale a cursului de schimb⁶⁹. Cea de-a doua măsură este preconizată să ofere o mai bună capacitate de influențare a dinamicii volumului creditului de consum, prin înăsprirea condițiilor de acces la acest tip de finanțare oferit de instituțiile nebancare.

Politica fiscală afectează proiecția de inflație prin efectele estimate ale colectării veniturilor și efectuării cheltuielilor publice asupra cererii agregate. Deficitele bugetare luate în calcul sunt de 0,5 la sută din PIB pentru 2006 (prevăzut în bugetul de stat aprobat de Parlament) și de 1 la sută pentru 2007 (prevăzut în Ediția 2005 a Programului Economic de Preaderare). Conform estimărilor actuale, calibrarea execuției bugetare la aceste niveluri presupune o restrângere a excesului de cerere datorată politicii fiscale atât în anul 2006, cât și în anul 2007.

Pentru anul 2006 este anticipată o politică salarială mai restrictivă decât în anul 2005, ca urmare a reducerii preconizate a frecvenței și magnitudinii creșterilor salariale.

Se apreciază că principalul motor al creșterii economice va fi formarea brută a capitalului fix. Creșterea economică prognozată indică însă o decelerare în 2007, ca urmare a acumulării efectelor condițiilor monetare reale relativ restrictive pe întreg intervalul proiecției, în pofida relaxării treptate a acestora în 2007.

⁶⁹ Vezi Secțiunea 1.4.2 din acest capitol și Caseta explicativă din *Raportul asupra inflației nr. 2/2005*, pagina 47.

Evoluția consumului va fi afectată de o serie de factori cu influențe contradictorii. Printre factorii anticipați a acționa în sensul creșterii consumului în 2006 se numără aprecierea în termeni reali a leului, ratele de dobândă reală inițial negative la depozite și nivelul relativ stimulat al dobânzilor la credite. Primul factor stimulează consumul prin ieftinirea importurilor, precum și prin efectul de avuție și de bilanț. Cel de-al doilea îi determină pe consumatori să prefere consumul în defavoarea economisirii, iar cel de-al treilea încurajează, *caeteris paribus*, creșterea creditului de consum. În sensul temperării dinamicii consumului sunt prevăzute să acționeze, pe întreg orizontul proiecției, setul de măsuri adoptate de BNR în vederea restricționării creditului în valută și a celui de consum în monedă națională, precum și o politică mai austeră de creșteri salariale a guvernului. Este de așteptat o dinamică mai lentă a consumului în 2007, când acțiunea stimulativă a celor trei factori menționați mai sus este prevăzută a fi treptat eliminată.

La fel ca în *Raportul asupra inflației* anterior, se anticipează o creștere importantă a formării brute a capitalului fix. Factorii principali ai acestei evoluții sunt fluxurile importante de investiții străine directe ce pot fi atrase ținând cont de perspectiva aderării României la Uniunea Europeană, de impozitarea favorabilă a profiturilor și de costul relativ redus al forței de muncă, în comparație cu alte economii din țările membre ale Uniunii Europene. Se anticipează că nivelul real al dobânzilor la creditele bancare va juca un rol stimulat în prima parte a orizontului de prognoză.

Este de așteptat o creștere semnificativă a importurilor pentru anul 2006. Un factor explicativ al acestei evoluții este dat de șocurile negative asupra ofertei interne din anul anterior. Astfel, atât producția agricolă a anului 2005, diminuată ca urmare a inundațiilor, cât și încetinirea ritmului de creștere a producției industriale determină îndreptarea cererii interne într-o măsură sporită spre importuri⁷⁰. În plus, importurile vor fi favorizate de aprecierea în termeni reali a leului, precum și de ratele reale stimulative ale dobânzilor din prima parte a perioadei de prognoză. În anul 2007, eliminarea efectului scăderii conjuncturale a ofertei de produse agricole, frânarea aprecierii reale a leului și nivelurile reale mai restrictive ale ratelor dobânzilor vor conduce la încetinirea creșterii importurilor.

Factorii care se estimează că vor afecta exporturile în cadrul orizontului de proiecție sunt cererea externă și aprecierea reală a leului. Pe fondul îmbunătățirii prognozelor privind economia Uniunii Europene se anticipează o revigorare a cererii externe,

⁷⁰ Se presupune că oferta de produse agricole va fi refăcută odată cu obținerea unei noi producții în a doua jumătate a anului 2006.

acționând în favoarea creșterii exporturilor românești. Aprecierea reală a leului va fi de natură să inhibe însă această expansiune. Influența anticipată a acestui factor se va diminua semnificativ în anul 2007, favorizând astfel în mai mare măsură creșterea exporturilor, comparativ cu anul curent. Dinamica așteptată a importurilor și exporturilor sugerează o posibilă creștere a deficitului comercial al României în anul 2006 față de 2005, urmată de o ușoară reducere în anul 2007.

2. Riscuri și incertitudini asociate proiecției

Caracterul prezumtiv al unora din coordonatele aferente scenariului de bază impune evaluarea riscurilor asociate proiecției, mai ales în contextul extinderii orizontului acesteia. În cadrul perioadei vizate, principalele riscuri de abatere a inflației de la traiectoria din scenariul de bază sunt considerate ca fiind generate de evoluția excesului de cerere și evoluția cursului de schimb, precum și de efectul prelungit pe care depășirea țintei din 2005 și creșterile abrupte ale unor prețuri alimentare și ale prețurilor energetice le-ar putea avea asupra anticipațiilor inflaționiste.

Scenariul de bază al proiecției indică eliminarea excesului de cerere în cursul anului 2006 și menținerea unei deviații negative a PIB în anul 2007. Această evoluție este condiționată de conduita programată a politicilor monetară, fiscală și salarială, precum și de lipsa unor șocuri neanticipate substanțiale. În cazul în care coordonatele acestor politici, ca și eficacitatea lor în temperarea creșterii excesive a cererii agregate ar fi diferite față de ceea ce este prevăzut de proiecție, excesul de cerere s-ar putea menține pe o perioadă mai îndelungată. Deviațiile pozitive ale PIB ar avea ca efect principal creșterea temporară a inflației de bază CORE2. Rezultatul potențial ar fi o rată a inflației mai ridicată decât cea proiectată, ceea ce ar periclita atingerea țintei din anul 2007. Printre elementele care ar putea declanșa un asemenea scenariu se numără deviațiile politicii fiscale și a celei salariale față de configurația acestora din proiecția de bază.

Politica fiscală luată în calcul în scenariul de bază al proiecției este una restrictivă, bazată pe deficite bugetare de 0,5 procente din PIB pentru anul 2006 și de 1 procent pentru anul 2007. Asumarea unui plan guvernamental de investiții mai ambițios decât cel prevăzut în bugetul aferent anului curent va conduce la depășirea deficitului de 0,5 la sută programat pentru 2006, cu consecințe asupra ritmului de creștere a cererii agregate. Pentru anul 2007 nu există practic un program bugetar al autorităților guvernamentale care să stipuleze menținerea deficitului în limita amintită de 1 la sută. Se cunoaște că în acest an presiunile

vor fi multiple, ținând cont de: efortul bugetar legat de aderarea României la Uniunea Europeană (în cazul în care aceasta va avea loc în 2007)⁷¹, reducerea veniturilor bugetare ca pondere în PIB datorată unei scăderi ciclice a dinamicii acestuia din urmă, presiunile asupra cheltuielilor dintr-o serie de domenii sociale (ex. educație, sănătate etc.), ca și necesitatea continuării programelor de investiții care vor fi demarate în anul 2006.

Scenariul de bază pornește de la ipoteza unei politici de creșteri salariale moderate, care să nu permită o creștere a veniturilor din muncă incompatibilă cu rata programată a inflației și cu dinamica productivității. Orice derapaj al politicii salariale poate conduce la creșteri nesustenabile ale veniturilor reale disponibile și la alimentarea presiunilor inflaționiste.

Alte surse potențiale de risc la nivelul inflației provin din elemente ale proiecției despre care se cunoaște că au în general o volatilitate mai ridicată. Printre acestea se numără: prețurile unor produse alimentare a căror ofertă este puternic influențată de factori climaterici, prețurile internaționale ale țițeiului și gazelor naturale, unele prețuri administrate și fluxurile de capital străin. În cazul celor din urmă, efectele se pot manifesta prin fluctuații bruște ale cursului de schimb. Schimbarea percepției investitorilor străini cu privire la riscul pieței românești ar putea atrage stoparea intrărilor de capital străin și/sau ieșiri relativ substanțiale, putând genera o depreciere accelerată a monedei naționale și presiuni inflaționiste prin intermediul creșterii prețurilor de import.

Pe de altă parte, intrarea de capitaluri străine suplimentare poate genera episoade de apreciere a monedei naționale care să nu determine o reducere corespunzătoare a prețurilor bunurilor de import, în măsura în care diferențele de curs valutar sunt absorbite în marjele importatorilor. Acest din urmă fenomen s-ar putea datora, spre exemplu, percepției evoluției cursului ca fiind de natură temporară sau reticenței unora dintre importatori de a-și reduce prețurile de vânzare în condițiile unei cereri ridicate și ale unei concurențe neschimbate pe termen scurt. În acest caz, contribuția la dezinflație a dinamicii prețurilor de import s-ar dovedi a fi supraestimată în cadrul proiecției din scenariul de bază.

O sursă importantă de incertitudine este reprezentată de ajustările prețurilor administrate și ale unor impozite indirecte (e.g. accizele aferente produselor petroliere). Deviația acestora, atât ca magnitudine, cât și ca distribuție în timp față de valorile din

⁷¹ Spre exemplu, în anul 2007 contribuția României la bugetul Uniunii Europene este estimată de Guvern la 1,34 miliarde euro (conform PEP Ediția 2005).

scenariul de bază poate determina o configurare sensibil diferită față de proiecție a inflației realizate.

Un risc aparte în proiecția curentă survine din posibilele implicații ale evoluțiilor recente și de perspectivă ale inflației asupra anticipațiilor. Astfel, depășirea țintei de inflație pentru anul 2005 și menținerea unei rate ridicate a inflației în anul 2006 provenind în special din creșteri de prețuri ale unor produse cu pondere semnificativă în coșul de consum (legume, fructe, ouă sau energie) sunt elemente care ar putea constitui sursa unor anticipații mai sceptice ale publicului în raport cu inflația viitoare. Cum anticipațiile inflaționiste sunt neobservabile – în lipsa unor sondaje reprezentative pentru întreg spectrul agenților economici relevanți –, efectul lor asupra dinamicii inflației este întotdeauna dificil de identificat, putând determina o întârziere în reacția BNR menită să contracareze acest efect și să asigure atingerea țintei de inflație pe termen mediu.

Într-un scenariu mai pesimist, înrăutățirea anticipațiilor ar putea fi de lungă durată, manifestându-se, de exemplu, prin creșterea sistematică a importanței acordate în formarea prețurilor evoluției din trecut a acestora, fără a se mai da suficient credit țințelor de inflație anunțate. Cu alte cuvinte, anticipațiile ar putea deveni mai degrabă retrospective decât prospective, ceea ce ar îngreuna semnificativ eforturile de reducere a inflației la niveluri compatibile cu stabilitatea prețurilor.

3. Evaluarea de politică monetară

Evaluarea de către CA al BNR a recentelor proiecții macroeconomice pe termen mediu și a implicațiilor acestora asupra conducerii politicii monetare a avut ca punct de plecare punerea în discuție a oportunității și/sau a necesității recurgerii la revizuirea ascendentă a obiectivului de inflație pe anul 2006 și, eventual, a traiectoriei programate a dezinflației pe termen mediu. La finalul dezbaterii atente a multiplelor scenarii de proiecție, precum și a argumentelor favorabile și a celor potrivnice revizuirii, CA al BNR a optat pentru soluția nemodificării țințelor actuale de inflație pe termen scurt și mediu, acestea fiind menținute la nivelul de 5 la sută ± 1 puncte procentuale în 2006 și respectiv de 4 la sută ± 1 puncte procentuale în 2007.

Consiliul de administrație al BNR a considerat această opțiune ca fiind cea care răspunde cel mai bine principiilor și exigențelor strategiei de țintire directă a inflației adoptate de curând, și, implicit, cea care conferă credibilitate băncii centrale și acțiunilor sale – element esențial în ancorarea anticipațiilor pe termen mediu și în realizarea și asigurarea stabilității prețurilor.

Prin adoptarea acestei soluții, BNR a dorit, pe de o parte, să-și manifeste angajamentul față de ținta de inflație, și, pe de altă parte, să reconfirme concentrarea atenției sale asupra țintei pe orizontul temporal mai îndelungat, cea care poate fi vizată prin instrumentele politicii monetare. În același timp, alegerea de către CA al BNR a variantei nerecurgerii la modificarea țintei a avut ca argument și capacitatea superioară a acesteia de a satisface simultan cerințele privind:

1. Continuarea într-un ritm relativ alert a dezinflației pe termen mediu și asigurarea unei convergențe mai rapide a ratei inflației spre nivelul statuat de criteriile UE;
2. Maximizarea capacității BNR de a ancora anticipațiile pe termen mediu, prin această soluție banca centrală dovedind că ușoara depășire a limitei superioare a intervalului de variație al țintei anului 2005 nu arată o slăbire a angajamentului său față de ținta de inflație pe termen mediu;
3. Refacerea și apoi consolidarea credibilității băncii centrale, în condițiile în care CA al BNR evită să recurgă pentru al doilea an consecutiv la rectificarea țintei de inflație pe termen scurt și implicit menține neschimbată traiectoria programată a dezinflației pe termen mediu;
4. Stimularea suplimentară a hotărârii BNR de a utiliza toate mijloacele de care dispune pentru a readuce, în termen de doi ani, dezinflația pe traiectoria programată.

În consecință, această opțiune incumbă angajamentul CA al BNR de a readuce, până la sfârșitul anului 2007, rata inflației pe traiectoria programată. Pe termen scurt, rata inflației va continua însă să depășească sensibil ținta de inflație, în pofida relativei creșteri a restrictivității politicii monetare presupuse de prognoza pe termen mediu. Principalul argument al tolerării de către BNR a acestei devieri de la țintă îl constituie caracterul său temporar, ea fiind determinată, mai cu seamă, de nivelul înalt al ritmurilor proiectate de creștere a prețurilor administrate, dar mai ales a celor volatile (superioare celor avute în vedere la stabilirea în urmă cu doi ani a țintei de inflație de 5 la sută pentru 2006). În fapt, potrivit proiecției, acomodarea prin politica monetară a șocurilor ofertei din 2006 este doar parțială, în condițiile în care impactul prognozat al acestora asupra ritmului de creștere a prețurilor este superior deviației admise a ratei inflației. O altă justificare a acestei atitudini a băncii centrale o constituie capacitatea limitată a politicii monetare de a contracara pe termen scurt efectul relativei persistențe a inflației și, implicit, influențele exercitate de creșterea prețurilor în 2005 asupra evoluției prețurilor din 2006, acestea constituind un alt determinant al depășirii țintei de inflație în 2006. În

favoarea acomodării parțiale a șocurilor pe partea ofertei în 2006 mai pledează:

1. Decalajul considerabil de timp necesar transmiterii eficace a impulsurilor politicii monetare asupra cererii și implicit asupra ritmului de creștere a prețurilor;
2. Posibilitatea minimizării fluctuațiilor atitudinii politicii monetare dar, mai ales ale activității economice și ale condițiilor sociale;
3. Riscul scăzut de deteriorare a anticipațiilor pe termen mediu în condițiile în care BNR inițiază imediat acțiunile necesare readucerii în 2007 a inflației pe traiectoria vizată.

Cu toate că presupune o acomodare parțială prin politica monetară a șocurilor ofertei în 2006, opțiunea CA al BNR de a nu modifica țintele de inflație și de a coborî rata anuală a inflației la nivelul de 4 la sută în 2007 este ambițioasă, aceasta implicând costuri economice importante. Astfel, potrivit scenariului de bază al proiecției, excedentul de cerere va trebui eliminat până la mijlocul anului 2006, pentru ca în trimestrele următoare creșterea economică să fie constrânsă să scadă progresiv sub nivelul ei potențial. Imprimarea unei asemenea traiectorii cererii agregate este condiționată de întărirea imediată a atitudinii politicii monetare – date fiind decalajele inerente transmiterii impulsurilor sale – dar și de creșterea austerității politicii fiscale și a politicii veniturilor. Reacția fermă și rapidă a politicii monetare în contextul actual este cu atât mai necesară cu cât ea trebuie să dovedească hotărârea BNR de a atinge ținta de inflație pe termen mediu și astfel să prevină deteriorarea anticipațiilor inflaționiste care ar putea decurge din devierea de la țintă a inflației în 2005 și în 2006. E posibil, totodată, ca printr-o ancorare eficace a anticipațiilor, costurile economice presupuse de dezinflație să se reducă.

Un alt argument în favoarea continuării trendului de creștere a restrictivității politicii monetare inițiat în noiembrie îl constituie necesitatea stopării adâncirii deficitului economisire/investiții al sectorului privat, această evoluție constituind unul din indiciile caracterului nesustenabil al ritmului actual de creștere a consumului gospodăriilor populației. În condițiile date, maximizarea eficacității acțiunii BNR asupra comportamentului de consum s-ar realiza prin recurgerea la întărirea politicii ratei dobânzii, această măsură vizând simultan: (i) temperarea cererii de credite a populației și (ii) stimularea economisirii populației în detrimentul consumului. Astfel, întărirea politicii ratei dobânzii ar urma să consolideze efectul restrictiv pe care a început să-l exercite asupra creditării pachetul de măsuri prudențiale și administrative implementat de BNR în 2005, precum și

înăsprirea recentă a regimului rezervelor minime obligatorii pentru depozitele în valută.

Similar perioadelor anterioare, întărirea rapidă a politicii monetare este necesară și pentru a contracara efectele secundare ale șocurilor pe partea ofertei care vor continua să se producă în 2006, în special în prima jumătate a anului. Îngrijorătoare pentru BNR este magnitudinea acestor șocuri, care, în unele cazuri, o devansează pe cea consemnată în 2005. Astfel, creșterea pe care o va cunoaște o categorie de prețuri volatile este așteptată să fie net superioară celei înregistrate în 2005, iar în cazul principalelor prețuri administrate, dimensiunea ajustărilor programate pentru anul 2006 este comparabilă cu cea a corecțiilor operate în 2005. Un motiv suplimentar de preocupare pentru BNR 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 expectațiilor în elemente de susținere a dezinflației necesitând o atitudine fermă a băncii centrale, mai ales în condițiile depășirii țintei de inflație în 2005.

Din perspectiva caracteristicilor specifice ale mecanismului de transmisie monetară, întărirea politicii monetare a BNR presupune și continuarea creșterii restrictivității pachetului de măsuri destinate frânării expansiunii creditului în valută; prin această reacție se are în vedere și necesitatea sprijinirii procesului de consolidare a funcționalității și eficacității canalului creditului în lei și implicit ale celui al ratei dobânzii. Întărirea mijloacelor de descurajare a componentei în valută a creditului neguvernamental este cu atât mai justificată cu cât, în ultima perioadă, instituțiile de credit au dezvoltat comportamente care le permit să ocolească constrângerile impuse de măsurile implementate anterior în acest scop de BNR.

Riscul major al întăririi imediate a politicii monetare menite să coboare rata anuală a inflației la nivelul de 4 la sută în 2007 continuă să-l constituie potențiala recrudescență a intrărilor de capital volatil, dar mai ales posibilitatea creșterii presiunilor exercitate de acestea asupra cursului de schimb. Astfel, cu toate că nivelul record înregistrat de rulajul nerezidenților pe piața valutară internă⁷² în trimestrul IV 2005 nu a avut un impact major asupra ratei de schimb a monedei naționale⁷³, potențiala creștere a intrărilor de capital pe termen foarte scurt – pe fondul reamplificării diferențialului ratelor dobânzilor – ar putea

⁷² Volumul tranzacțiilor derulate de nerezidenți în decembrie 2005 pe piața valutară interbancară a fost de două ori mai mare decât rulajul în devize al operatorilor rezidenți nebancați.

⁷³ În trimestrul IV 2005, leul s-a depreciat continuu în raport cu euro.

exacerba presiunile în sensul aprecierii leului, în condițiile în care la începutul anului 2006 s-a produs o schimbare la nivelul condițiilor pieței valutare interne, dar mai ales al anticipațiilor operatorilor. Aceste anticipații sunt alimentate, în principal, de perspectiva favorabilă creată de apropierea momentului aderării României la UE, care, printre altele, se așteaptă să atragă fluxuri record de investiții directe străine, dar și de anunțata liberalizare în lunile următoare a accesului nerezidenților la piața obligațiilor guvernamentale. Îngrijorarea este amplificată de faptul că pentru a determina temperarea fluxurilor de capital volatil banca centrală a făcut în a doua parte a anului 2005 eforturi susținute, asumându-și substanțiale costuri de credibilitate. Astfel, o revenire în forță a capitalului speculativ ar putea avea drept consecință fie accelerarea și creșterea magnitudinii aprecierii leului, fie intensificarea sterilizării intrărilor de capital și amplificarea costurilor autorității monetare; în ipoteza, de altfel, plauzibilă, a depășirii substanțiale a dimensiunii valurilor precedente de intrări, ar fi posibilă producerea concomitentă a ambelor efecte.

Inclusiv din această perspectivă, un alt risc indus de întărirea politicii monetare îl constituie potențialul efect advers exercitat asupra balanței comerciale de posibila scădere a cursului de schimb al leului sub nivelul considerat în evaluările CA al BNR ca fiind sustenabil. O asemenea apreciere a monedei naționale 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 să decelereze inflația importată și să tempereze anticipațiile inflaționiste, o accelerare a ritmului de apreciere a leului în raport cu euro, care ar decurge din întărirea politicii ratei dobânzii, 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 proiectat al cursului de schimb;
- b) Sporirea cererii interne totale sau doar a celei pentru importuri.

Urmarea riscantă – din perspectiva dezinflației pe termen mediu – a unor asemenea evoluții ar fi producerea unei corecții ulterioare relativ brutale a cursului de schimb al leului și a

trajectoriei lui; o asemenea corecție a ratei de schimb a leului ar fi riscantă și din perspectiva stabilității financiare și implicit a creșterii economice susținute pe termen mediu și lung.

Evaluarea cuprinzătoare a proiecției pe termen mediu, precum și a multiplelor dificultăți și riscuri pe care le antrenează realizarea programului ambițios de dezinflație asumat a condus la reiterarea hotărârii CA al BNR de a utiliza în continuare, în mod concertat și proactiv, toate instrumentele aflate la dispoziția sa în scopul temperării creșterii cererii agregate și al ameliorării anticipațiilor inflaționiste, fiind necesară o reacție rapidă și fermă a băncii centrale. Prin urmare, în ședința sa din 8 februarie, CA al BNR a decis majorarea de la 7,5 la 8,5 la sută a ratei dobânzii de politică monetară și continuarea sterilizării substanțiale a excesului de lichiditate de pe piața monetară internă prin intermediul operațiunilor de piață. Concomitent, CA al BNR a hotărât majorarea de la 35 la 40 la sută a ratei rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în valută ale instituțiilor de credit începând cu perioada de aplicare 24 martie-23 aprilie 2006, menținerea măsurilor prudențiale de temperare a expansiunii creditului neguvernamental, în special a componentei sale în valută, și implementarea accelerată a legislației de reglementare a activității de creditare a instituțiilor financiare nebancale. De asemenea, CA al BNR și-a reiterat hotărârea de a reacționa prompt la evoluțiile macroeconomice care ar putea periclita menținerea dezinflației pe traiectoria programată pe termen mediu.