



RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

2/2003

NOTĂ

Redactarea a fost finalizată la data de 30 aprilie 2004.

*Datele statistice au fost furnizate de Institutul Național de Statistică,
Ministerul Finanțelor Publice, Agenția Națională a Forței de Muncă
și Banca Națională a României.*

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

*Redactarea finală și tehnoredactarea Raportului asupra inflației
au fost realizate de Direcția Studii și Publicații.*

*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*

www.bnro.ro

Cuprins

Sinteza	5
1. Evoluția inflației în semestrul II 2003	7
2. Factorii determinanți ai inflației.....	11
2.1. Cererea	11
2.1.1. Cererea de consum	11
2.1.2. Cererea de investiții.....	12
2.1.3. Cererea externă netă	13
2.2. Oferta.....	13
2.3. Evoluții bugetare și fiscale în semestrul II 2003	16
2.4. Piața muncii	20
2.4.1. Forța de muncă	20
2.4.2. Veniturile.....	23
2.4.2.1. Salariile	23
2.4.2.2. Alte venituri	25
2.5. Mediul extern	26
2.5.1. Cererea externă.....	26
2.5.2. Comerțul exterior	27
2.5.3. Inflația importată.....	29
2.5.4. Cursul de schimb	30
3. Politica monetară	32
3.1. Caracteristici generale ale politicii monetare	32
3.2. Contextul implementării politicii monetare.....	34
3.3. <i>Mix</i> -ul de instrumente de politică monetară.....	40
3.4. Principalele evoluții monetare	41
4. Perspective privind evoluția inflației.....	46

LISTA ABREVIERILOR

AMIGO	Ancheta asupra forței de muncă în gospodării
ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei
ANRGN	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Gazelor Naturale
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BIS	Banca Reglementelor Internaționale
BNR	Banca Națională a României
CEFTA	Acordul central european pentru comerț liber
CRB	Centrala Riscurilor Bancare
CSI	Comunitatea Statelor Independente
DST	Drepturi Speciale de Tragere
EIA	Administrația pentru Informații privind Energia (din cadrul Departamentului Energiei din Administrația SUA)
EUR	Euro
FBC	Formarea brută de capital
FGDSB	Fondul de garantare a depozitelor în sistemul bancar
FMI	Fondul Monetar Internațional
FOB	Liber la bord
IFS	Buletin lunar/anual de statistică financiară internațională editat de Fondul Monetar Internațional
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	Indicele prețurilor de consum
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
ON	<i>Overnight</i>
OPEC	Organizația țărilor exportatoare de petrol
PIB	Produsul Intern Brut
PSAL	Acordul de împrumut pentru dezvoltarea sectorului privat
RMO	Rezerve minime obligatorii
UE	Uniunea Europeană
USD	Dolar SUA

Sinteză

- **Rata inflației s-a situat foarte aproape de ținta anuală.** Ritmul de majorare a prețurilor de consum consemnat în semestrul II 2003 a fost similar celui înregistrat în aceeași perioadă a anului anterior. Tendința de stagnare a dezinflației, pe fondul tensiunilor existente la nivelul ofertei și al presiunilor provocate de creșterea cererii de consum, nu a împiedicat însă plasarea ratei anuale a inflației pe coordonatele programate.
- **Creșterea economică s-a accelerat.** Evoluția ascendentă a PIB a fost susținută de creșterea rapidă a cererii interne, în timp ce exportul net și-a adâncit contribuția negativă în comparație cu prima jumătate a anului. Majorarea cererii de investiții s-a produs în mai mare măsură pe seama resurselor împrumutate, consemnându-se o accentuare a tendinței de utilizare a fondurilor financiare externe. Consumul populației și-a continuat trendul crescător, beneficiind de evoluția ascendentă a veniturilor și de extinderea accesului la credite bancare.
- **Cererea externă s-a menținut la un nivel scăzut.** Cu toate că economia mondială a cunoscut o revigorare, creșterile modeste înregistrate de economiile principalilor parteneri comerciali ai României – țările din Uniunea Europeană –, reflectate în nivelul redus al cererii de import a acestora, au afectat ritmul de creștere a exporturilor românești, mai ales în ultimul trimestru al anului, când acesta a coborât în palierul negativ.
- **Creșterea restrictivității politicii monetare a atenuat presiunile inflaționiste și a temperat expansiunea creditului.** Pentru a evita înregistrarea unei viteze excesive de creștere a creditului neguvernamental (cu consecințe negative în planul echilibrului macroeconomic), precum și pentru a limita potențialul inflaționist al corecțiilor de prețuri administrate, BNR a optat pentru o înăsprire graduală a politicii monetare. Banca centrală a majorat de trei ori, cu câte un punct procentual, plafonul randamentelor acceptate la operațiunile sale de absorbție, iar controlul lichidității a câștigat în strictețe față de semestrul anterior, astfel încât principalii indicatori monetari s-au încadrat la finele anului 2003 în niveluri adecvate continuării dezinflației și realizării unei remonetizări sănătoase a economiei.
- **Politica fiscală s-a situat pe coordonate austere în cea mai mare parte a semestrului.** Soldul bugetului general consolidat acumulat în intervalul iulie-noiembrie 2003 a fost ușor pozitiv (0,1 la sută din PIB), reflectând caracterul restrictiv al politicii fiscale, favorabil încadrării inflației în ținta anuală. Schimbarea de conduită survenită în luna decembrie a determinat majorarea considerabilă a deficitului fiscal anual, fără a se depăși totuși nivelul proiectat.

- **Perspectivă privind evoluția inflației în anul 2004 sunt pozitive.** Având în vedere atât evoluțiile înregistrate în anul 2003 și în intervalul ianuarie-martie 2004, cât și ipotezele de fundamentare a prognozei de inflație pentru anul 2004 (ajustări ale prețurilor unor produse administrate și ale unor produse supuse accizării, presiuni din partea ofertei și a cererii, șocuri externe, influențe sezoniere) se estimează că rata inflației se va înscrie pe o traiectorie descendentă.
- **Atingerea țintei de inflație pentru anul 2004 impune promovarea unui *mix* adecvat de politici macroeconomice.** Situația politicii fiscale și a celei a veniturilor pe coordonate prudente este esențială în acest sens; din perspectiva politicii monetare, conducerea fermă a politicii dobânzilor, exercitarea unui control monetar riguros și realizarea unei aprecieri reale sustenabile a cursului de schimb față de coșul implicit euro-dolar sunt necesare pentru reușita demersului dezinflaționist.

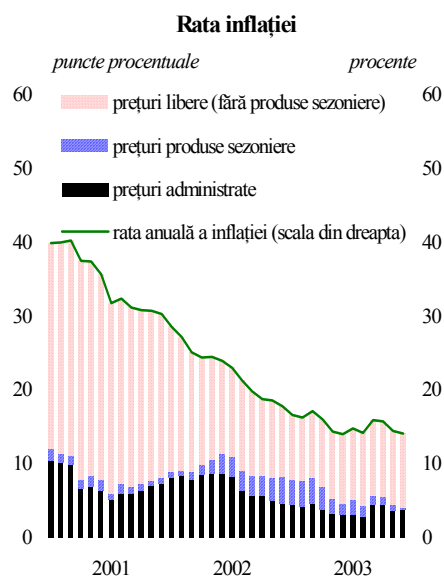
1. Evoluția inflației în semestrul II 2003

Semestrul II 2003 a consemnat o stagnare a procesului dezinflaționist, ritmul de creștere a prețurilor de consum (7,9 la sută, decembrie 2003/iunie 2003) fiind similar celui consemnat în aceeași perioadă a anului anterior și cu 2,2 puncte procentuale superior celui din semestrul I 2003. Chiar dacă cea de-a doua parte a anului nu a repetat performanțele primului semestru în ceea ce privește reducerea ritmului de creștere a prețurilor de consum, procesul anual de dezinflație nu a fost compromis, acesta înscriindu-se pe coordonatele programate. Aplicarea unui *mix* adecvat de politici fiscale și monetare, dar și o evoluție favorabilă a unor prețuri de import și a concurenței în sectorul de *retail* au reprezentat principalii factori care au sprijinit procesul de dezinflație în anul 2003, rata inflației depășind cu numai 0,1 puncte procentuale ținta anuală de 14 la sută.

Ritmul de creștere a prețurilor de consum în semestrul II comparativ cu semestrul I 2003 a fost mai accentuat la nivelul mărfurilor nealimentare și al serviciilor, ajustările aplicate prețurilor administrate la începutul lunii septembrie (în special la gaze naturale, energie electrică, poștă și telefonie) antrenând presiuni inflaționiste atât în mod direct, cât și prin efecte de propagare.

Astfel, mărfurile nealimentare s-au scumpit în cadrul semestrului II cu 9 la sută (față de 4,8 la sută în semestrul anterior și 10 la sută în aceeași perioadă a anului 2002) pe fondul creșterii prețurilor la gaze naturale cu 38,5 la sută, la energia electrică cu 17,5 la sută și la tutun cu 12,9 la sută; prețul medicamentelor a crescut cu numai 1,8 la sută, iar cel al energiei termice a rămas nemodificat, în acest caz majorarea tarifelor pentru populație fiind subvenționată de la bugetul de stat și de la bugetele locale.

Majorările de preț la gazele naturale au fost impuse, pe de o parte, de necesitatea convergenței treptate către nivelul existent pe piața internațională în vederea aderării la UE, iar pe de altă parte, de creșterea contribuției importurilor la acoperirea consumului intern (a se vedea subsecțiunea 2.5.2. *Comerțul exterior*). Evoluția prețului energiei electrice s-a aflat sub influența costurilor mai ridicate ca urmare a scăderii cantității de energie electrică produse în hidrocentrale și creșterii celei obținute în centralele termoelectrice, dar și a scumpirii păcurei, huilei și transportului pe calea ferată a combustibililor.



Sursa: INS, calcule BNR

Evoluția prețurilor administrate

	variație procentuală		
	dec.02/ iun.02	iun.03/ dec.02	dec.03/ iun.03
1. Rata inflației	7,8	5,7	7,9
2. Prețuri administrate ancorate la inflație, din care:	13,6	10,3	11,2
- transport CFR	0,0	9,2	5,2
- apă, canal, salubritate	18,1	10,9	12,3
3. Pondere în coșul de consum (%)	4,7	4,5	4,5
4. Curs de schimb (+ apreciere, - depreciere)			
- ROL/USD	-0,8	3,2	-1,2
- ROL/EUR	-6,8	-10,0	-6,2
5. Prețuri administrate ancorate la cursul de schimb, din care:	12,5	1,1	10,6
- energie electrică *	1,1	0,6	17,5
- energie termică *	39,1	0,0	0,0
- telefon **	x	x	13,2
6. Pondere în coșul de consum (%)	9,5	10,1	15,0
7. Prețuri administrate ancorate la inflație și la cursul de schimb, din care:	6,6	1,7	38,4
- telefon *	10,1	-1,1	x
- servicii poștale ***	17,7	21,0	31,3
- gaze naturale *	0,0	7,5	38,5
8. Pondere în coșul de consum (%)	5,3	7,1	2,3
9. Prețuri administrate (total)	11,1	3,2	13,6
10. Pondere în coșul de consum (%)	19,5	21,7	21,7
11. Contribuție la rata inflației (puncte procentuale)	2,2	0,7	3,0

*) ROL/USD

**) ROL/EUR

***) ROL/DST

Sursa: INS, calcule BNR

**Prețurile de consum
pe categorii de produse**

	variație procentuală			
	iun.02/ dec.01	dec.02/ iun.02	iun.03/ dec.02	dec.03/ iun.03
Produse de morărit și panificație	4,6	5,4	13,0	19,0
Legume și fructe	50,8	-1,5	23,1	-14,5
Carne și pește	2,8	2,0	0,4	3,1
Lapte și produse lactate	6,2	10,4	7,8	8,2
Băuturi alcoolice și tutun	3,0	11,8	10,7	11,4
Îmbrăcăminte și încălțăminte	5,7	7,3	4,8	4,6
Produse de uz casnic și menaj, mobilă	7,1	6,0	4,4	3,8
Combustibili	10,2	16,4	5,5	6,4
Întreținerea locuințelor*	12,6	12,0	4,1	15,8
Igienă, sănătate	8,3	8,8	5,3	3,4
Transport	10,5	5,6	8,9	8,5
Poștă și telecomunicații	6,2	7,4	-6,1	14,2
Recreere și cultură	7,6	6,6	5,7	7,4
Bunuri și servicii diverse	5,8	13,6	1,4	15,0

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

Sursa: INS, calcule BNR

Deși pe piața agroalimentară s-au amplificat tensiunile generate de insuficiența stocurilor de cereale și de furaje, precum și de majorarea prețului internațional al grâului, produsele alimentare s-au scumpit în cursul semestrului II 2003 cu 5,8 la sută, cu 1,7 puncte procentuale mai puțin decât în semestrul anterior și doar cu 0,6 puncte procentuale mai mult decât în aceeași perioadă a anului 2002. Grupele de produse care au avut un potențial inflaționist ridicat au fost cele de morărit și panificație (+19 la sută¹), laptele și produsele lactate (+8,2 la sută), ouăle (+122 la sută)². Variații de preț mai moderate (în medie +3 la sută), dar superioare celor consemnate în semestrul anterior sau în cea de-a doua jumătate a anului 2002, s-au înregistrat pe piața cărnii și a produselor din carne, costul ridicat al furajelor și scumpirea utilităților anulând influența pozitivă a unei oferte mai mari, stimulată de măsurile guvernamentale de sprijinire a crescătorilor de animale. Aceste presiuni au fost sensibil atenuate de evoluția favorabilă a prețului legumelor și fructelor (-14,5 la sută), rezultat al unor producții abundente.

La creșterea nivelului general al prețurilor în semestrul II 2003 au contribuit și prețurile produselor supuse accizării (combustibili: +6,4 la sută, tutun: +13 la sută, băuturi alcoolice: +6,9 la sută), influențate în sens crescător de modificarea regimului taxelor speciale de consumație începând cu 1 iulie 2003, dar și de deprecierea în termeni nominali a leului față de moneda europeană.

În a doua jumătate a anului 2003, majoritatea serviciilor au înregistrat scumpiri peste rata inflației din cadrul acestei perioade. Pe ansamblul grupei, creșterea prețurilor a fost de 11,2 la sută, depășind atât nivelul consemnat în semestrul anterior, cât și pe cel din aceeași perioadă a anului 2002. Ajustarea moderată a tarifelor la transportul pe calea ferată (+5,2 la sută) nu a reușit să atenueze decât în mică măsură impactul produs de creșterea prețurilor la serviciile de apă, canal și salubritate (+12,3 la sută), de telefonie (+13,2 la sută, în principal datorită exprimării în euro a tuturor tarifelor la serviciile de telefonie furnizate de Romtelecom începând cu luna octombrie) și poștă (+31,3 la sută), care reprezintă 48,6 la sută din serviciile incluse în coșul de consum.

Reprezentând un factor major de amplificare a presiunilor inflaționiste în cea de-a doua parte a anului 2003 comparativ cu semestrul I, prețurile administrate³ au crescut în decembrie față de iunie cu 13,6 la sută și au avut o contribuție de 3 puncte procentuale la rata inflației. În aceste condiții, prețurile libere,

¹ decembrie 2003/iunie 2003

² cu o pondere cumulată în coșul de consum de 18,4 la sută

³ Ponderea produselor cu prețuri administrate în coșul de consum s-a majorat la 21,7 la sută în anul 2003 (de la 19,5 la sută în 2002)

asupra cărora s-au propagat și efectele ajustării celor administrate, au crescut cu 6,3 la sută, aportul acestora la creșterea prețurilor de consum fiind similar celui din primul semestru (4,9 puncte procentuale).

Tendința de frânare a procesului dezinflaționist în semestrul II 2003 a fost determinată atât de tensiunile înregistrate la nivelul ofertei, cât și de presiunile exercitate din partea cererii de consum. Pe partea ofertei au acționat: (i) creșterea prețurilor la energia electrică, termică, apă; (ii) scumpirea importurilor de materii prime (petrol, gaze naturale, cereale)⁴ și (iii) creșterea costurilor cu forța de muncă. Astfel, prețul de producție în industria energetică s-a majorat cu 14,2 la sută față de 2,7 la sută în prima parte a anului, iar prețul grâului importat a crescut până la circa 200 dolari/tonă, determinând exceptarea acestuia de la taxele vamale și aprobarea utilizării unei cantități de 150 mii tone de grâu de la rezerva de stat, cu titlu de împrumut. De asemenea, câștigurile nominale salariale brute au crescut pe ansamblul economiei cu 8,5 la sută⁵, inducând majorări ale prețurilor producției industriale în ramurile în care raportul dintre forța de muncă și capitalul fix este ridicat⁶ și/sau în care sporurile salariale nu au fost însoțite de creșteri corespunzătoare de productivitate (a se vedea subsecțiunea 2.4.2.1 *Salariile*). Presiunile inflaționiste exercitate de creșterea costurilor salariale asupra prețului producției industriale au fost mai puțin vizibile la nivelul prețurilor de consum; evoluția acestora a fost influențată de accentuarea concurenței pe piața de *retail* ca urmare a dezvoltării operatorilor comerciali de mari dimensiuni (pe de o parte, poziția deținută în piață le conferă acestora un avantaj în negocierea prețurilor de achiziție cu furnizorii, iar pe de altă parte, politica de dezvoltare promovată se bazează, în general, pe creșterea vânzărilor, nu pe cea a prețurilor de desfacere).

Majorările salariale din cursul anului 2003, alături de menținerea accesibilității creditelor bancare în partea a doua a anului au stimulat cererea de consum, în principal pe segmentul bunurilor de folosință îndelungată, și achizițiile imobiliare. Efectul acestei evoluții asupra prețurilor interne a fost însă limitat de trendul favorabil al prețurilor externe⁷, contribuția importurilor la acoperirea cererii de consum fiind semnificativă, precum și de diminuarea ritmului de depreciere a leului față de euro (a se vedea subsecțiunile 2.5.3. *Inflația importată* și 2.5.4. *Cursul de schimb*).

⁴ a se vedea subsecțiunea 2.5.3 *Inflația importată*

⁵ în semestrul II față de semestrul I 2003

⁶ Prețul producției industriale a crescut în industria produselor textile cu 8,3 la sută, în confecții cu 12,7 la sută și în pielărie și încălțăminte cu 17,2 la sută.

⁷ Valoarea unitară a importurilor s-a diminuat cu 1,4 la sută față de semestrul anterior și cu 3,6 la sută față de semestrul II 2002.

Încadrarea inflației în ținta anuală s-a datorat în principal menținerii caracterului prudent al politicii monetare și al celei fiscale. Înăsprirea condițiilor monetare în cadrul perioadei analizate s-a realizat printr-un control monetar mai strict decât în prima parte a anului, prin majorarea ratei dobânzii de politică monetară și prin atenuarea ritmului de depreciere nominală a cursului de schimb față de coșul valutar implicit. În ceea ce privește politica fiscală, aceasta s-a menținut pe coordonate austere în cea mai mare parte a semestrului II 2003 – după primele 11 luni ale anului, deficitul bugetului consolidat nu depășea 1 la sută din PIB; relaxarea produsă în luna decembrie a majorat semnificativ deficitul fiscal anual, fără a se depăși însă nivelul programat.

2. Factorii determinanți ai inflației

2.1. Cererea

Pe fondul intensificării cererii interne, a doua jumătate a anului 2003 a consemnat o accelerare a creșterii economice, PIB înregistrând ritmuri anuale de 5,4 la sută și respectiv 4,6 la sută⁸ în trimestrele III și IV.

2.1.1. Cererea de consum

Tendința ascendentă a cererii de consum a populației în intervalul iulie-decembrie 2003 a fost generată de creșterea veniturilor populației (a se vedea subsecțiunea 2.4.2. *Veniturile*) și de accesibilitatea sporită a creditului (reflectedă de relativa stabilitate a ratelor de dobândă percepute de instituțiile de credit pe relația cu clienții nebankari neguvernamentali, eliminarea giranților și a garanțiilor, diminuarea sau chiar anularea avansului), completată de plusul de atractivitate a condițiilor de livrare și service oferite de principalii comercianți în domeniul produselor electronice și electrocasnice și al automobilelor.

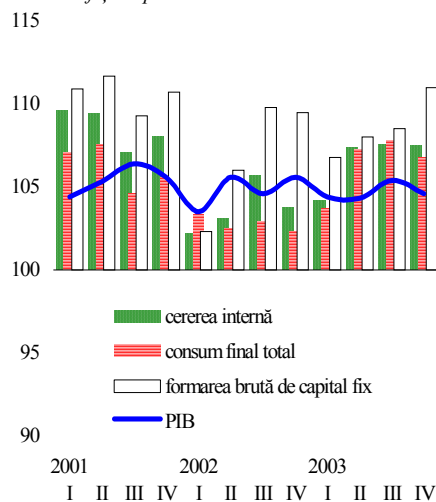
Similar primului semestru al anului, în intervalul analizat bunurile de folosință îndelungată au constituit segmentul-țintă al cererii de consum a populației. Această tendință a fost reflectată, pe de o parte, de evoluția în termeni reali a cifrei de afaceri în subsectoarele comerciale corespunzătoare: (i) comerțul cu amănuntul de *mobilă, articole de iluminat, aparate electrice* (+53,7 la sută); (ii) comerțul cu ridicata și cu amănuntul de *autovehicule, motociclete și accesorii* (+15,9 la sută). Pe de altă parte, vânzările de bunuri alimentare, băuturi, tutun și încasările din subsectorul serviciilor de piață destinate populației au consemnat creșteri reale mai modeste (0,6 și respectiv 4,5 la sută), în timp ce comerțul cu *produse textile, îmbrăcăminte și încălțăminte* s-a comprimat cu 0,7 procente comparativ cu semestrul II 2002.

Consumul final guvernamental a înregistrat în ultimele două trimestre ale anului 2003 dinamici net superioare celor consemnate în prima parte a anului: +4,2 la sută și respectiv +4,8 la sută, în principal ca urmare a: (i) plăților compensatorii acordate persoanelor disponibilizate în sectorul de stat (în principal, în transportul feroviar și în sănătate); (ii) acordării sprijinului financiar pentru proprietarii de terenuri arabile cu suprafețe

⁸ În absența unei mențiuni exprese, în secțiunea 2. *Factorii determinanți ai inflației*, ratele de creștere sunt determinate în raport cu perioada corespunzătoare a anului precedent.

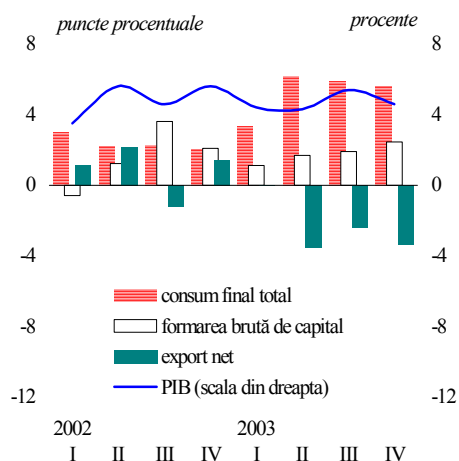
Cererea internă

indice față de perioada similară din anul anterior



Sursa: INS

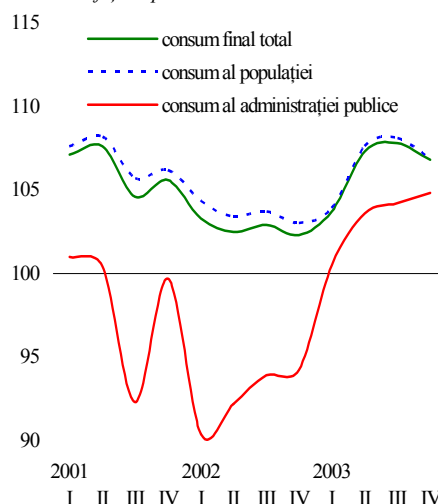
Contribuția principalelor componente ale cererii la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

Consumul final efectiv

indice față de perioada similară din anul anterior



Sursa: INS

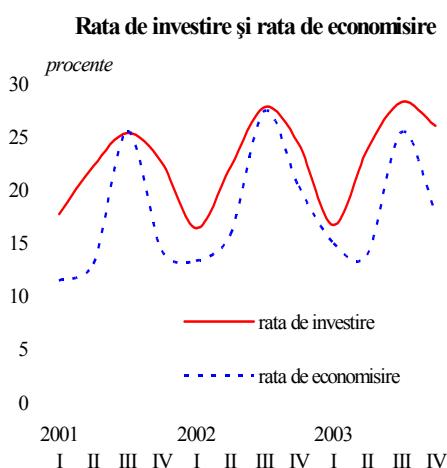
cuprinse între 1 și 5 ha; (iii) acordării ajutoarelor pentru încălzirea locuinței; (iv) subvenționării tarifelor la energia termică; (v) acoperirii deficitului din sistemul de sănătate; (vi) cheltuielilor generate de organizarea referendumului asupra Constituției.

2.1.2. Cererea de investiții

În cel de-al doilea semestru al anului 2003, formarea brută de capital fix a continuat să reprezinte componenta cea mai dinamică a cererii interne. Atât în cazul achiziției de echipamente, cât și în cel al investițiilor imobiliare, finanțarea cheltuielilor s-a realizat în mai mare măsură pe seama resurselor împrumutate⁹. Remarcabilă este, în acest context, utilizarea pe scară mai largă a resurselor financiare externe, fapt sugerat de: (i) dinamica mult mai rapidă a creditului neguvernamental comparativ cu cea a masei monetare în semestrul II 2003 față de prima jumătate a anului; (ii) accelerarea creșterii pasivelor externe ale băncilor comerciale în semestrul II, concomitent cu restrângerea continuă a plasamentelor bancare efectuate în exterior (a se vedea subsecțiunea 3.4. *Principalele evoluții monetare*); (iii) majorarea influxurilor de natura datoriei externe private.

Analiza cererii de investiții pe baza realizărilor consemnate pe principalele elemente de structură indică utilajele (inclusiv mijloacele de transport) drept principala categorie a cheltuielilor de capital efectuate la nivelul economiei naționale în intervalul iulie-decembrie 2003. Satisfacerea necesarului de investiții de acest tip s-a produs atât pe seama achizițiilor de pe piața autohtonă, cât și din străinătate, volumul cifrei de afaceri înregistrate de întreprinderile producătoare de bunuri de capital și mijloace de transport, precum și valoarea importurilor de astfel de mărfuri cunoscând în a doua parte a anului 2003 ritmuri mai alerte de creștere.

Lucrările de construcții noi și-au accelerat creșterea, această evoluție determinând astfel întreruperea trendului descendent al producției de materiale de construcții și alte produse din minerale nemetalice¹⁰. Oferta autohtonă a fost completată de achizițiile de pe piața externă, care au luat amploare îndeosebi în cazul produselor din fontă, fier, oțel, al produselor ceramice și al celor din sticlă.



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

Sursa: INS, calcule BNR

Investiții realizate

	variație față de perioada similară din anul anterior (%)				
	Anii	Tr. I	Tr. II	Tr. III	Tr. IV
Total	2002	2,8	6,2	8,7	8,7
	2003	6,7	7,0	7,5	10,3
- lucrări de construcții noi	2002	0,1	6,1	7,0	5,6
	2003	0,1	6,3	7,2	6,3
- utilaje	2002	5,5	7,4	12,2	11,9
	2003	13,1	14,3	3,9	15,9

Sursa: INS

⁹ Datele furnizate de CRB indică intensificarea activității de creditare pe cele două segmente menționate, astfel încât la nivelul semestrului II s-a ajuns la un ritm real mediu de 34 la sută, cu 7,6 puncte procentuale mai ridicat față de semestrul I, și respectiv de 160 la sută, aproape dublu față de prima jumătate a anului.

¹⁰ După declinul continuu consemnat începând din anul 2001, în semestrul II 2003 această ramură industrială a înregistrat o creștere reală de 3 procente.

Compararea realizărilor pe forme de proprietate în cele două semestre conduce la concluzia că intensificarea procesului investițional în semestrul II 2003 a fost susținută de contribuția pozitivă a ambelor sectoare, creșterea mai lentă a cheltuielilor efectuate în sectorul privat (orientate îndeosebi către achiziționarea de utilaje, inclusiv mijloace de transport) fiind contrabalansată de revigorarea celor din sectorul majoritar de stat.

2.1.3. Cererea externă netă

În perioada iulie-decembrie 2003, comerțul exterior de bunuri și servicii s-a caracterizat prin accelerarea importurilor (mai ales în trimestrul IV) pe fondul expansiunii cererii interne (atât componenta de consum privat, cât și cea de investiții), evoluție care nu a fost însoțită de extinderea corespunzătoare a exporturilor – îndeosebi din cauza stagnării activității economice a țărilor membre ale Uniunii Europene (a se vedea subsecțiunea 2.5. *Mediul extern*). În aceste condiții, în semestrul II dinamica PIB a fost erodată de adâncirea contribuției negative a exportului net, în comparație cu prima parte a anului.

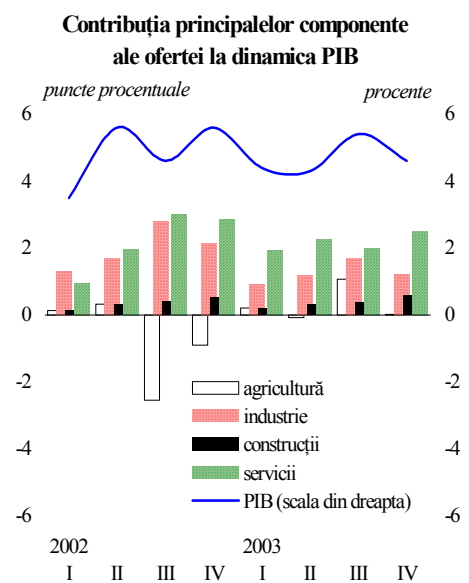
2.2. Oferta

Intensificarea creșterii economice în semestrul II 2003 a fost sprijinită de toate cele patru sectoare principale ale economiei naționale.

În pofida unor condiții climaterice nefavorabile – sezon rece și secetă, prelungite – valoarea adăugată brută din **agricultură** a consemnat o contribuție pozitivă la creșterea PIB, în condițiile în care pierderile înregistrate în cazul recoltelor de cereale au fost compensate de producțiile superioare anului anterior, obținute la alte categorii de produse vegetale (floarea-soarelui, porumb, soia, legume, fructe). Rezultate pozitive au fost înregistrate și în subsectorul zootehnic, atât în ceea ce privește efectivele de animale, cât și producția animalieră la toate speciile – evoluții susținute, și în anul 2003, de măsuri guvernamentale constând în acordarea de subvenții, prime și alocații crescătorilor de animale.

În perioada analizată, valoarea adăugată brută din **industrie** și-a intensificat creșterea, astfel încât pe ansamblul anului ritmul real s-a ridicat la 4,6 la sută, cu 1 punct procentual superior celui înregistrat în primul semestru.

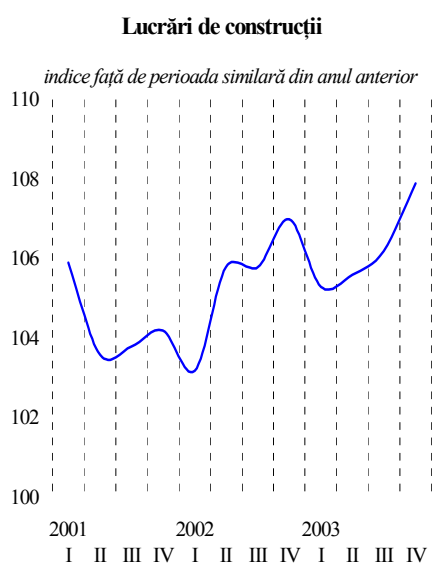
Aparent surprinzător, această evoluție nu a fost însoțită de o accelerare a ritmului de creștere a producției industriale, nivelul consemnat de acesta în semestrul II 2003 (+1,7 la sută) fiind cu



Sursa: INS, calcule BNR

aproape 3 puncte procentuale mai lent comparativ cu prima parte a anului. Explicația este de natură metodologică și rezidă, pe de o parte, în rectificarea adusă datelor de sfârșit de an publicate inițial¹¹, ca urmare a modificării anului de referință pentru determinarea indicelui producției industriale, iar pe de altă parte, în diferența privind sfera de cuprindere a celor doi indicatori, valoarea creată în industria casnică și în economia ascunsă nefiind luată în considerare la determinarea producției industriale.

O imagine asupra evoluției în structură a activității industriale poate fi realizată prin analiza datelor statistice privind cifra de afaceri. Astfel, intervalul iulie-decembrie 2003 a consemnat extinderea desfacerilor la toate grupele de mărfuri, notabilă fiind accelerarea de ritm în cazul subsectoarelor bunuri de folosință îndelungată și bunuri de capital (+2 și respectiv +1,1 puncte procentuale comparativ cu semestrul I). Dinamizarea componentelor de consum privat și de investiții ale cererii interne în decursul semestrului II s-a reflectat în amplificarea vânzărilor în cazul acestor două categorii de produse, concomitent cu diminuarea stocurilor aferente (fie ca nivel absolut, fie ca dinamică), în pofida temperaturii desfacerilor la extern.



În semestrul II, activitatea de **construcții** a continuat să înregistreze cea mai accentuată dinamică dintre componentele ofertei interne, datorată în întregime sectorului privat. Această evoluție a fost determinată îndeosebi de creșterea accelerată a valorii lucrărilor de construcții noi¹², dar și a reparațiilor capitale, pe fondul extinderii creditului imobiliar, al construirii de noi spații comerciale de mari dimensiuni, spații de depozitare și clădiri pentru birouri etc. Deși a continuat derularea programelor guvernamentale destinate întreținerii și modernizării infrastructurii rutiere și feroviare, alimentării cu apă în sectorul rural, construirea unor săli de sport, volumul lucrărilor de construcții finanțate de sectorul de stat a scăzut în ultimele două trimestre ale anului 2003 cu 4,9 la sută și respectiv 1,5 la sută.

O creștere accelerată au înregistrat și **serviciile**, aportul acestui sector la formarea PIB reducându-se însă cu 5,4 puncte procentuale comparativ cu nivelul consemnat în primul semestru (până la 44,6 la sută pe întregul an 2003), în special ca urmare a ascensiunii puternice a contribuției agriculturii și, într-o măsură mai mică, a construcțiilor.

¹¹ a se vedea Buletinul statistic nr.12/2003 al INS

¹² Ponderea acestora în valoarea totală a lucrărilor de construcții a crescut de la 56,6 la sută în prima jumătate a anului la 65,1 la sută în perioada analizată.

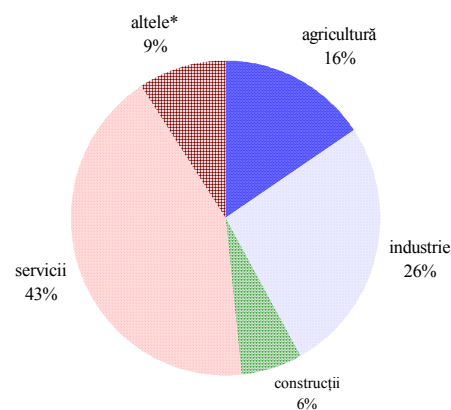
Creșterea valorii adăugate brute a sectorului serviciilor în semestrul II a fost susținută în principal de activitatea comercială de *retail*. Intensificarea de ritm aferentă acestui subsector s-a datorat dublării ritmului real al încasărilor din comerțul cu mărfuri nealimentare. În cadrul acestui segment, consolidarea rețelelor de desfacere prin magazine specializate și condițiile avantajoase oferite la vânzare – promovate adeseori în cadrul unor campanii publicitare agresive – au constituit importante canale de încurajare a achizițiilor de produse de folosință îndelungată. La creșterea vânzărilor în comerțul cu amănuntul au contribuit, de asemenea, extinderea rețelelor de magazine de mari dimensiuni și pătrunderea pe piață a unor noi grupuri internaționale.

O rată pozitivă de creștere a consemnat, în perioada analizată, și cifra de afaceri aferentă comerțului cu autovehicule, motociclete, piese și accesorii, întreținerii și reparării autovehiculelor (aproape 16 la sută). Notabilă este, în acest context, accelerarea vânzărilor de autovehicule din producția națională, a căror rată de creștere a depășit, la nivelul anului 2003, dinamica importurilor (fapt fără precedent în ultimii 14 ani).

În ceea ce privește activitatea de transport, în absența unor informații directe referitoare la acest sector de activitate, se poate deduce o posibilă accentuare a contribuției activității de transport rutier la dezvoltarea sectorului serviciilor, sugerată de extinderea schimburilor comerciale și de intensificarea vânzărilor de carburanți pentru autovehicule. Această evoluție a fost favorizată de practicarea unor prețuri mai scăzute comparativ cu serviciile feroviare, atât pentru transportul de persoane, cât și pentru cel de mărfuri.

Încetinirea ritmului încasărilor la servicii de piață destinate populației (cu 1,1 puncte procentuale) s-a produs pe fondul rezultatelor mai modeste înregistrate în activitatea de turism în perioada iulie-decembrie 2003, comparativ cu semestrul I. Excepție au făcut ultimele două luni ale anului când condițiile climatice autohtone, favorabile practicării sporturilor de iarnă, și vacanța prelungită asociată sărbătorilor de sfârșit de an au stimulat serviciile turistice. Astfel, restrângerea cu 3,3 puncte procentuale a încasărilor agențiilor de turism pe ansamblul semestrului II, precum și încetinirea ritmului de creștere a cifrei de afaceri aferente hotelurilor și restaurantelor (din cauza reducerilor de volum consemnate în intervalul iulie-august, de până la 4,9 la sută) constituie rezultanta, pe de o parte, a cererii mai restrânse (în condițiile înclinației mai accentuate a populației către investiții imobiliare și achiziții de bunuri de folosință îndelungată), iar pe de altă parte, a ofertei turistice interne necorespunzătoare (raport calitate/preț neatractiv).

Formarea PIB în semestrul II 2003



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

Sursa: INS, calcule BNR

Creșterea valorii adăugate brute în administrația publică, învățământ, sănătate și asistență socială poate fi explicată de majorările salariale aplicate în toate cele trei subsectoare, uneori în ritm mai accelerat față de prima jumătate a anului, asociate cu mărirea în continuare sau cu reducerea neglijabilă a numărului de salariați.

Spre deosebire de semestrul I, în intervalul iulie-decembrie 2003 activitatea sectorului bancar a înregistrat rezultate pozitive – reflectate în creșterea în termeni reali a valorii serviciilor de intermediere financiară indirect măsurate. Această evoluție a fost generată atât de creșterea încasărilor din dobânzi, ca urmare a consolidării trendului ascendent al creditului neguvernamental, cât și de diminuarea cheltuielilor cu dobânzile aferente depunerilor, rezultat al reducerii înclinației către economisire.

2.3. Evoluții bugetare și fiscale în semestrul II 2003

Structura veniturilor bugetului consolidat*)

	%		
	Sem II 2002	Sem I 2003	Sem II 2003
Venituri	100,0	100,0	100,0
Venituri fiscale, din care:	93,2	92,8	93,3
Impozit pe profit	6,8	7,2	7,8
Impozit pe venit	9,2	9,5	9,5
Contribuții sociale	35,1	33,1	32,1
TVA	24,5	23,6	24,1
Taxe vamale	2,2	2,2	2,3
Accize	7,9	9,3	10,7
Venituri nefiscale	6,3	6,9	6,4
Venituri din capital	0,1	0,3	0,3
Venituri din finanțări nerambursabile	0,3	0,0	0,2

*) transferurile între bugete au fost eliminate

Sursa: calcule BNR pe baza datelor MFP

Structura cheltuielilor bugetului consolidat*)

	%		
	Sem II 2002	Sem I 2003	Sem II 2003
Cheltuieli, din care:	100,0	100,0	100,0
Autorități publice	4,8	5,0	5,2
Apărare, ordine publică și siguranță națională	9,9	9,7	9,8
Învățământ	9,0	10,8	9,5
Sănătate	10,9	12,0	11,9
Cheltuieli social-culturale	37,6	38,6	38,9
Acțiuni economice	18,4	14,9	18,7
Dobânzi aferente datoriei publice	7,2	7,2	5,5

*) inclusiv ajustările conform metodologiei FMI;

transferurile între bugete au fost eliminate

Sursa: calcule BNR pe baza datelor MFP

Politica financiară a administrației publice a fost caracterizată în cea mai mare parte a semestrului II 2003 prin austeritate accentuată. În luna decembrie însă, s-a produs o schimbare de conduită, valoarea ușor pozitivă a soldului bugetului general consolidat acumulată în primele cinci luni ale semestrului analizat fiind substanțial devansată de cuantumul deficitului generat în luna decembrie (care a reprezentat aproape două treimi din cel consemnat în întregul an).

Dinamica parametrilor bugetari semestriali a fost influențată și de punerea în aplicare în acest interval a unor prevederi legale privind implementarea unor măsuri cu caracter social și de stimulare a unor activități, precum și de modificarea unor categorii de impozite și de prețuri la anumite produse. Astfel, la începutul semestrului s-a aplicat cea de-a patra etapă de recorelare a pensiilor din sistemul public, iar în lunile septembrie și decembrie au fost indexate pensiile din sistemul public, pensiile militare de stat și unele venituri ale populației. Totodată, producătorii agricoli au beneficiat de un ajutor bănesc pentru suprafețele de teren arabil de până la 5 ha și de majorări de subvenții pentru creșterea producției de carne și a efectivelor de animale, agenții economici au primit un sprijin financiar pentru creșterea competitivității produselor agroalimentare, iar în ultima parte a anului s-au acordat prime de export pentru o serie de produse agroalimentare. Pe de altă parte, începând cu 1 iulie au fost majorate accizele la motorină, uleiuri minerale, tutun și alcool, iar în ultima decadă a anului au fost exceptate și reduse temporar taxele vamale de import pentru unele categorii de mărfuri.

În vederea includerii noilor măsuri în programul bugetar și pentru a corela dimensiunea variabilelor bugetare cu ceilalți indicatori macroeconomici, prevederile bugetare stabilite inițial pentru acest an au fost revizuite în luna august. În urma rectificării, deficitul bugetului general consolidat a fost majorat marginal (de la 2,65 la 2,68 la sută din PIB). Atât veniturile, cât și cheltuielile anuale proiectate au crescut ca ponderi în PIB (cu 0,3 și respectiv cu 0,4 puncte procentuale), structura lor menținându-se, în linii mari, neschimbată. Veniturile prognozate a se încasa din impozitele directe au rămas cele mai consistente (în pofida reducerii ponderii lor în PIB cu 0,4 puncte procentuale), fiind urmate de cele din impozitele indirecte (a căror proporție în PIB a crescut cu un punct procentual). Majoritatea posturilor de cheltuieli au fost suplimentate, creșterea acestora ca procent în PIB variind între 0,2 și 0,4 puncte procentuale; excepție au făcut doar plățile de dobânzi aferente datoriei publice, care au fost restrânse cu 0,6 puncte procentuale, și cheltuielile de capital, menținute la nivelul semestrului I.

Pe ansamblul semestrului II, execuția bugetului general consolidat s-a soldat cu un deficit de circa 26 931 miliarde lei, reprezentând 1,4 la sută din PIB (față de 1,5 la sută în semestrul corespunzător al anului anterior) și circa 62 la sută din deficitul acumulat în acest an (comparativ cu 55 la sută în același semestru al anului trecut). Elementele determinante ale dimensiunii deficitului bugetului general consolidat au rămas, cu câteva excepții, cele din a doua parte a anului precedent; cea mai puternică influență au exercitat-o soldul bugetului de stat, cel al creditelor externe acordate ministerelor și cel al bugetului Administrației Naționale a Drumurilor. Două dintre componentele bugetului general consolidat au consemnat însă o evoluție atipică. Astfel, bugetul asigurărilor sociale de stat a încheiat semestrul, în premieră, cu un surplus de circa 4 381 miliarde lei (față de un deficit de 4 377 miliarde lei în semestrul II 2002), iar bugetul asigurărilor de sănătate s-a soldat cu un deficit semestrial de circa 5 649 miliarde lei (comparativ cu un surplus de 4 864 miliarde lei în partea a doua a anului anterior). Subvențiile de la bugetul de stat de care a beneficiat bugetul asigurărilor sociale de stat în acest interval și-au dublat ponderea în PIB comparativ cu perioada similară a anului precedent (ajungând la 0,4 la sută), iar cuantumul cheltuielilor pentru servicii medicale și medicamente, cuprinse în bugetul asigurărilor sociale de sănătate, a depășit, pentru prima dată, valoarea încasărilor din contribuțiile corespunzătoare.

Raportate la PIB, veniturile semestriale ale bugetului general consolidat au înregistrat, comparativ cu intervalul similar al anului anterior, o ușoară creștere (de la 16,1 la 16,2 la sută), însă proporția lor în totalul încasărilor anuale s-a restrâns marginal (de la 54,2 la 54,1 la sută). Majorarea gradului de

Evoluția soldului bugetului general consolidat

	procente în PIB		
	Sem. II 2002	Sem. I 2003	Sem. II 2003
Deficit convențional	-1,45	-0,89	-1,42
Surplus (+)/deficit (-) primar	-0,01	0,33	-0,53

Sursa: calcule BNR pe baza datelor MFP și INS

fiscalitate semestrial (de la 15 la 15,2 la sută) s-a produs exclusiv pe seama veniturilor din impozitele indirecte, a căror pondere în PIB a crescut de la 6,3 la 6,8 la sută, în timp ce încasările din impozitele directe s-au diminuat de la 8,7 la 8,4 la sută. Principala sursă indirectă de venituri a rămas taxa pe valoarea adăugată, însă cea mai mare creștere au cunoscut vărsămintele din accize (de la 1,3 la 1,9 la sută din PIB), consecință a majorărilor efectuate în acest interval. Declinul veniturilor din impozitele directe s-a datorat, în principal, reducerii încasărilor din contribuțiile de asigurări sociale, ca efect al diminuării la începutul anului a cotelor corespunzătoare.

Cheltuielile bugetului general consolidat s-au menținut ca pondere în PIB la un nivel apropiat de cel din semestrul II al anului anterior (17,6 față de 17,5 la sută), dar proporția lor în totalul cheltuielilor anuale a crescut (54,6 față de 54,3 la sută). Transferurile și subvențiile au reprezentat și în acest semestru partea cea mai consistentă a cheltuielilor, însă ponderea în PIB a celor două categorii de cheltuieli a evoluat diferit comparativ cu aceeași perioadă a anului 2002: transferurile s-au redus de la 7,1 la 6,3 la sută, în timp ce subvențiile aproape s-au dublat, crescând de la 0,7 la 1,3 la sută. Economii realizate față de intervalul similar din anul precedent la plățile de dobânzi aferente datoriei publice (de circa 0,5 la sută din PIB) au fost însoțite de un spor al cheltuielilor materiale și servicii (0,6 la sută din PIB) și al cheltuielilor de capital (0,1 la sută din PIB).

Prin urmare, tendința de alunecare către un sold primar negativ, care s-a manifestat și în a doua parte a anului 2002, s-a accentuat. În acest semestru, bugetul general consolidat a înregistrat un deficit primar de 0,5 la sută din PIB (comparativ cu 0,01 la sută din PIB în perioada corespunzătoare a anului precedent) care a anihilat surplusul primar (de 0,3 la sută din PIB) acumulat în primul semestru.

Acoperirea necesarului de finanțare a sectorului bugetar s-a realizat și în acest interval din resurse externe și interne. Componenta externă a finanțării a fost formată din creditele acordate direct ministerelor de diverse organisme internaționale și, suplimentar față de semestrul II 2002, dintr-o emisiune de euro-obligațiuni pe piața externă; cea din urmă s-a finalizat cu atragerea a 700 milioane euro, pe termen de 7 ani și cu o rată a dobânzii de 5,75 la sută.

Autoritatea publică a procurat de pe piața internă atât resurse în lei, cât și sume în valută, însă creșterea de datorie internă a fost modestă, deținătorul exclusiv al acestui spor fiind sectorul nebancar.

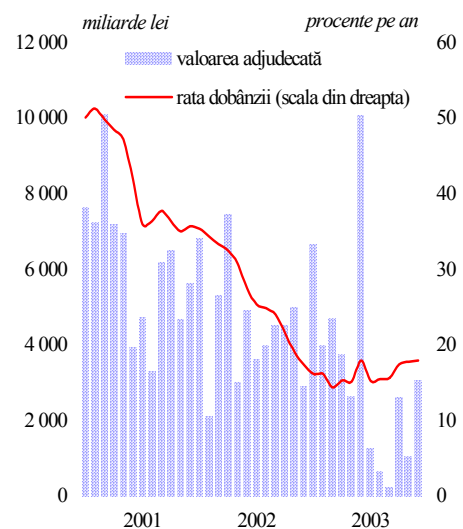
Fondurile în lei mobilizate prin intermediul emisiunilor de certificate de trezorerie adresate băncilor și clienților lor au avut o dimensiune extrem de redusă. Astfel, în acest interval, volumul titlurilor de stat puse în circulație a fost de aproape trei ori mai mic comparativ cu cel din perioada similară a anului 2002, acesta situându-se la cel mai redus nivel semestrial din ultimii ani. Prin totalul lor, de circa 9 810 miliarde lei, titlurile de stat emise au acoperit în proporție de doar 36 la sută valoarea înscrisurilor ajunse la scadență, în condițiile în care în a doua jumătate a anului s-a efectuat cea mai consistentă răscumpărare de titluri de stat din ultima perioadă, cumulând circa 17 482 miliarde lei. Exceptând luna decembrie, valoarea titlurilor de stat scadente a depășit-o constant pe cea a înscrisurilor emise, maximul lunar al răscumpărărilor (11 945 miliarde lei) fiind consemnat în luna iulie.

În decursul semestrului II s-au produs modificări în structura scadențelor titlurilor de stat în lei emise pe bază de licitație. Începând cu a doua jumătate a intervalului, emisiunile de titluri de stat pe termene de doi și trei ani au fost, practic, abandonate; deși au rămas prezente în anunțurile de licitații ale MFP, nu a mai fost acceptată nici o ofertă depusă de participanți. În schimb, spre sfârșitul acestei perioade, au fost emise, în premieră, titluri de stat în lei pe termen de 5 ani și cu randamentul indexat în funcție de rata inflației.

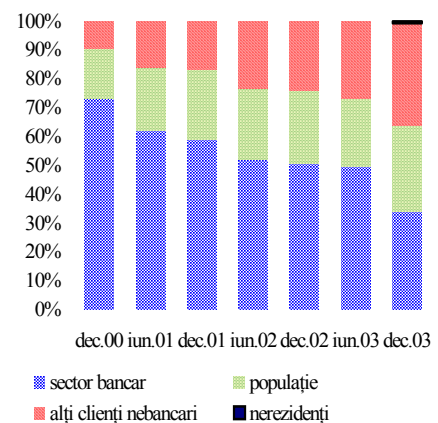
Populația a furnizat aproape în fiecare lună fonduri noi autorității publice, însă volumul lor total a fost relativ modest (aproximativ 302 miliarde lei) – în scădere cu 27 la sută față de perioada corespunzătoare a anului anterior. MFP a oferit persoanelor fizice certificate de trezorerie pe cele două scadențe consacrate (3 și 6 luni), păstrând neschimbate randamentele acestora până în luna noiembrie, când le-a majorat cu un punct procentual. Creșterea ratelor de dobândă nu a impulsionat însă aceste investiții, răscumpărările efectuate de MFP în luna decembrie fiind chiar superioare valorii înscrisurilor puse în circulație. Pe ansamblul semestrului, rata medie a dobânzii atașată acestor înscrisuri a depășit ușor rata medie a dobânzii la depozitele la termen ale populației. La sfârșitul anului, stocul înscrisurilor a devansat cu doar 2 la sută valoarea celui de la finele anului precedent, fiind cu aproximativ 3 la sută inferior maximului său din acest an.

Resursele în lei au fost completate și în acest semestru cu fonduri interne denominate în valută. În luna septembrie s-a efectuat, în premieră pentru piața autohtonă, o emisiune de titluri de stat denominate în euro, în urma căreia MFP a procurat aproximativ 69 milioane euro; în acest interval au ajuns la scadență titluri de stat denominate în valută însumând doar 37

**Emisiunile de titluri de stat
(certificate de trezorerie)**



Structura pe deținători a titlurilor de stat aflate în circulație



Notă: - titlurile în valută au fost transformate în lei la cursul de schimb de la sfârșitul perioadei
- structura reflectă mișcările de pe piața secundară.

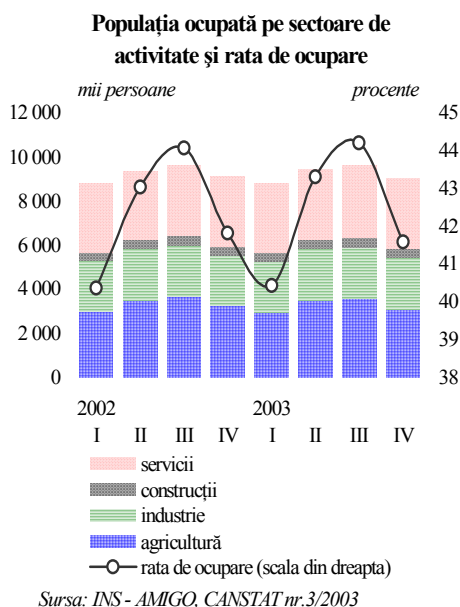
milioane dolari, acestea fiind emise integral în procesul restructurării sistemului bancar.

Datoria publică internă¹³ a totalizat la sfârșitul anului circa 114 942 miliarde lei, înregistrând, în valoare absolută, o reducere de circa 13 744 miliarde lei față de primul semestru. Datoria publică internă directă¹⁴ a urmat, de asemenea, o traiectorie descendentă, însumând la finele anului circa 106 775 miliarde lei (cu aproape 11 la sută sub nivelul consemnat la 30 iunie 2003); garanțiile de stat pentru creditele interne contractate în lei și în valută s-au cifrat la circa 8 166 miliarde lei, fiind mai mici cu aproximativ 10 la sută decât cele consemnate la jumătatea anului. Datoria publică internă și-a menținut în linii mari configurația din semestrul anterior. Ponderea majoritară a fost deținută în continuare de titlurile de stat emise pentru finanțarea deficitului bugetar (diminuată de la 70 la 65 la sută), aceasta fiind urmată de cea a împrumuturilor temporare din disponibilitățile unor conturi guvernamentale (majorată de la 28 la 34 la sută); titlurile de stat emise în baza legilor speciale pentru preluarea la datoria publică a unor credite neperformante au mai fost prezente doar într-un procent de 1 la sută din soldul final.

2.4. Piața muncii

2.4.1. Forța de muncă

Datele privind indicatorii pieței muncii furnizate de Ancheta asupra forței de muncă în gospodării (AMIGO, trimestrele III și IV 2003¹⁵) indică o îngustare a decalajului dintre cererea și oferta de forță de muncă comparativ cu trimestrele III și IV 2002, ca urmare a restrângerii numărului de șomeri cu 140 mii persoane. Reducerea ofertei de forță de muncă pare să fi fost determinată de trecerea populației active în categoria populației inactive, în condițiile în care populația ocupată a rămas relativ constantă în trimestrul III și a scăzut ușor în trimestrul IV (majorarea cererii ar fi antrenat creșterea gradului de ocupare). Pe fondul acestor evoluții, rata de activitate a populației în vârstă de peste 15 ani (inclusiv)¹⁶ s-a diminuat de la 56,3 la sută



¹³ definită potrivit articolului 1, punctul 3 din Legea nr.81/1999 a datoriei publice, ca fiind totalitatea obligațiilor interne și externe ale statului la un moment dat, contractate de Guvern prin MFP în numele României

¹⁴ calculată ca diferență între datoria publică internă și garanțiile pentru creditele interne

¹⁵ Datele pentru anii 2002 și 2003 privind principalii indicatori ai pieței muncii au fost estimate pe baza rezultatelor Recensământului Populației și Locuințelor din martie 2002. Întreaga serie de date privind participarea populației la forța de muncă în perioada 1996-2001 va fi recalculată în funcție de rezultatele recensământului.

¹⁶ forța de muncă raportată la populația de peste 15 ani (inclusiv)

în semestrul II 2002 la 55,1 la sută în perioada analizată.

Menținerea ratei de ocupare¹⁷ la circa 43 la sută în semestrul II 2003 și mișcările intersectoriale ne semnificative ale populației ocupate față de aceeași perioadă a anului anterior (structura acesteia pe principalele sectoare economice nu s-a modificat) sugerează că:

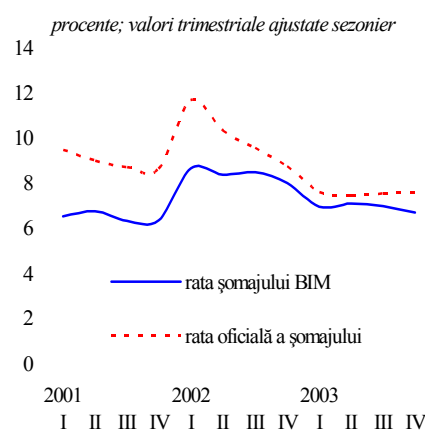
- (i) întreprinderile cu activități în dezvoltare fie nu au găsit forță de muncă având calificarea necesară, fie au evitat mărirea numărului de angajați, urmărind creșterea productivității muncii angajaților existenți, prin investiții în echipamente și tehnologii moderne, și
- (ii) fenomenul utilizării suboptimale a forței de muncă (în special în agricultură) a persistat, fapt confirmat de menținerea ponderii populației cu program complet, dar cu o durată efectivă a săptămânii de lucru de sub 40 de ore, la circa 13 la sută din totalul populației ocupate.

Comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, în intervalul iulie-decembrie 2003, rata șomajului BIM¹⁸ a scăzut în medie cu 1,3 puncte procentuale, ajungând în trimestrul IV la nivelul de 6,7 la sută. Conform datelor statistice privind modificarea situației economice a populației de peste 15 ani (inclusiv) față de perioada corespunzătoare a anului precedent, scăderea ratei șomajului s-a datorat: (i) în proporție de aproximativ 54 la sută, ocupării de către șomeri a unor locuri de muncă eliberate de către persoane care au intrat în categoria populației inactive (prin începerea unor cursuri, intrarea în concediu de maternitate, pensionare etc.) sau care probabil au plecat la muncă în străinătate și (ii) în proporție de 46 la sută, intrării unor șomeri în categoria populației inactive¹⁹.

Pe fondul expansiunii economice, pierderea locurilor de muncă își diminuează importanța ca sursă a șomajului, numărul șomerilor care în semestrul II 2002 erau persoane ocupate fiind de două ori mai mic decât numărul șomerilor care, în același interval de timp, făceau parte din populația inactivă. Această afirmație este susținută și de tendința pronunțat descendentă a șomajului pe termen scurt (de până la un an).

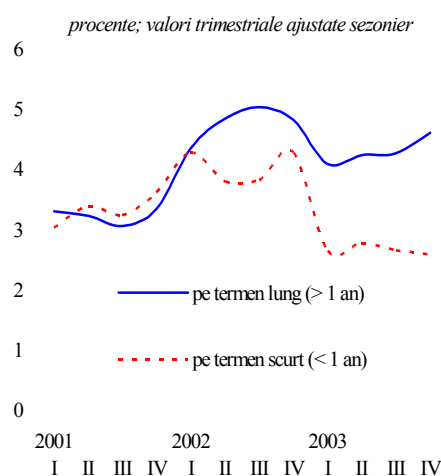
Astfel, ca urmare a scăderii mai rapide a numărului șomerilor pe termen scurt decât al celor pe termen lung, ponderea acestora din urmă în totalul șomerilor s-a majorat la 64,6 la sută în semestrul II 2003, iar durata medie a șomajului a ajuns la 25,2

Rata oficială a șomajului și rata șomajului BIM



Sursa: INS - AMIGO

Rata șomajului în funcție de durată



Sursa: INS - AMIGO

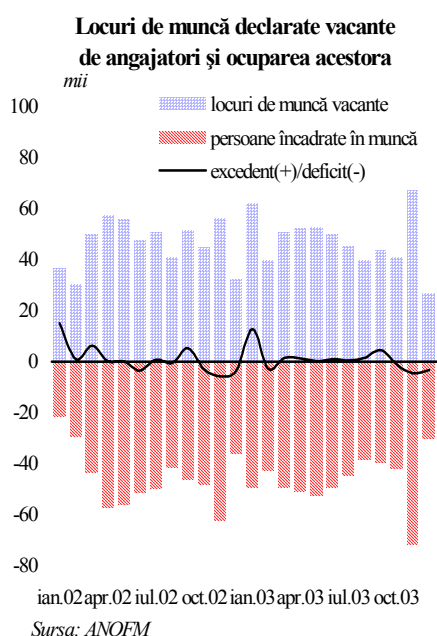
¹⁷ raport procentual între populația ocupată și populația totală

¹⁸ Biroul Internațional al Muncii

¹⁹ Populația inactivă în vârstă de muncă (15-64 ani) a crescut cu 189 mii persoane în medie față de semestrul II 2002.

luni; la cei 416 mii șomeri pe termen lung se pot adăuga și cele 386 mii persoane descurajate²⁰. Aceste cifre sugerează că o parte a forței de muncă disponibile nu dispune de calificarea sau mobilitatea cerute pe piața muncii, fiind necesar ca politicile sociale să încurajeze apelul șomerilor la cursuri de reorientare profesională și să stimuleze dezvoltarea întreprinderilor mici și mijlocii, în vederea creșterii gradului de ocupare a forței de muncă.

O relativă îmbunătățire a funcționării pieței muncii este semnalată de diminuarea²¹ numărului persoanelor anchetate care, deși erau înscrise la agențiile de ocupare a forței de muncă, făceau parte din categoria persoanelor ocupate, în măsura în care această tendință poate fi corelată cu o restrângere a pieței informale a muncii.



Datele ANOFM aferente perioadei iulie-decembrie 2003 confirmă tendința de înăsprire a condițiilor pe piața muncii. Rata șomajului s-a redus față de semestrul II 2002 cu 1,5 puncte procentuale, până la 7 la sută²², în perioada analizată fiind încadrate în muncă circa 265 mii persoane. Absorbția de forță de muncă a fost însă mai redusă cu 6,2 la sută decât în perioada similară a anului precedent, pe fondul scăderii cu 13 mii (4,7 la sută) a numărului locurilor de muncă vacante, transmise ANOFM de către agenții economici, și nu a condus la creșterea semnificativă a numărului de salariați raportat de către angajatori.

Efectivul salariaților²³ a fost în semestrul II 2003 doar cu 0,3 la sută mai ridicat decât în perioada corespunzătoare a anului precedent, angajările de personal din construcții și majoritatea serviciilor depășind doar cu puțin numărul disponibilizărilor. Acestea au fost efectuate îndeosebi în industrie, dar și în învățământ, sănătate, transporturi, poștă și telecomunicații.

Migrația externă a continuat să afecteze dimensiunea forței de muncă, intensificarea acestui fenomen fiind sugerată de datele Oficiului de Migrație a Forței de Muncă, prin intermediul căruia în anul 2003 au plecat pentru a lucra în străinătate circa 40 mii persoane, aproape dublu față de anul anterior. Prin urmare, este posibil ca diminuarea ratei șomajului să se datoreze și plecării unui număr de șomeri la muncă în străinătate.

²⁰ persoane inactive care, deși erau disponibile să lucreze, nu au întreprins nimic pentru a căuta de lucru, fiind convinse de insuccesul lor pe piața forței de muncă

²¹ cu circa 20 la sută, cu mențiunea că datele revizuite aferente anului 2002 nu sunt disponibile

²² valori medii

²³ date INS

Principalele evoluții față de semestrul II 2002, relevate de analiza pe baza datelor furnizate de ANOFM, se mențin și în cazul comparației cu semestrul anterior – rata șomajului s-a redus (cu 1,2 puncte procentuale în medie), deși a existat o încetinire a absorbției forței de muncă (numărul de persoane care au fost încadrate în muncă s-a diminuat cu 9,4 la sută în semestrul II 2003 față de semestrul I). Se poate concluziona că, în perioada analizată, tendința de înăsprire a condițiilor pieței muncii a reprezentat un factor de presiune asupra salariilor și, prin urmare, asupra inflației.

2.4.2. Veniturile

2.4.2.1. Salariile

În semestrul II 2003, politica salarială nu a suferit modificări semnificative față de semestrul I, rămânând mai laxă comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. În sectorul bugetar, cele mai importante creșteri lunare salariale s-au înregistrat în luna octombrie, o dată cu aplicarea celei de a doua etape a indexării salariilor (cu 9 la sută față de luna septembrie 2003). În vederea limitării efectelor relaxării politicii salariale, în luna septembrie Guvernul a condiționat, în cazul agenților economici monitorizați conform Hotărârii Guvernului nr. 866/2001, plata primelor cu ocazia sărbătorilor de Crăciun de încadrarea în fondul de salarii aprobat²⁴. De remarcat că în industria energetică s-a realizat un control al salariilor brute relativ riguros, majorarea acestora fiind limitată la 1,3 la sută²⁵ în termeni reali. Cu toate acestea, nu au putut fi evitate unele derapaje – în sectorul transporturilor (în care predomină întreprinderile de stat), câștigurile salariale reale și-au intensificat ritmul anual de creștere în semestrul II față de semestrul I 2003. În sectorul privat, salariile reale s-au menținut la niveluri superioare celor din intervalul similar al anului 2002, la aceasta contribuind creșterea cu 43 la sută (în termeni nominali) a salariului minim brut pe economie, începând cu 1 ianuarie 2003, și constrângerile survenite din îngustarea pieței muncii.

Majorarea salariilor brute cu 7,2 la sută în termeni reali în perioada analizată comparativ cu semestrul II 2002 a fost determinată în principal de creșterile salariale din sectorul construcțiilor și al serviciilor (7 la sută și respectiv 9,7 la sută), cele din industrie fiind mai moderate (3,9 la sută).

O analiză a oportunității acestor creșteri, din perspectiva efectelor asupra prețurilor de consum, poate fi realizată numai ținându-se seama de evoluția productivității muncii. Întrucât datele statistice disponibile sunt limitate la sectorul industrial, nu se

Evoluția în termeni reali a câștigurilor salariale brute și nete

	variație față de perioada similară din anul anterior (%)			
	Brut		Net	
	Sem. II 2002	Sem. II 2003	Sem. II 2002	Sem. II 2003
Total economie	2,3	7,2	3,2	8,6
Agricultură, vânătoare și servicii anexe	-0,6	3,2	0,2	6,1
Industria	-0,7	3,9	0,7	5,6
din care:				
Industria extractivă	0,2	6,1	2,0	7,0
Industria prelucrătoare	0,4	4,6	1,5	6,4
Industria energetică	-2,6	1,3	-0,6	3,3
Construcții	9,5	7,0	9,5	8,1
Servicii*	3,9	9,7	4,4	11,1
din care:				
Administrație publică	0,5	16,7	-0,4	17,7
Învățământ	9,8	7,1	10,3	8,5
Sănătate	-4,5	12,4	-3,2	14,1

*prin ponderare cu numărul salariaților din: transporturi și depozitare, poștă și telecomunicații, comerț, hoteluri și restaurante, intermediere financiară, tranzacții imobiliare, administrație publică, învățământ, sănătate

Sursa: INS, calcule BNR

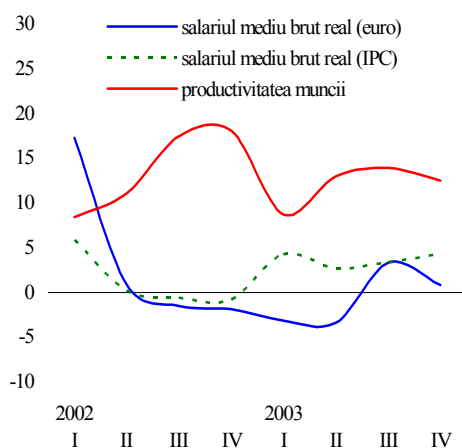
²⁴ prin Hotărârea Guvernului nr. 1135/2003

²⁵ semestrul II 2003/semestrul II 2002

poate identifica măsura în care majorarea salariilor în celelalte sectoare ale economiei a creat presiuni inflaționiste prin necorelarea cu ritmul de creștere a productivității. Este însă probabil că au existat astfel de necorelări, în special în activitățile de servicii, în condițiile în care s-au înregistrat sporuri salariale reale de peste 10 la sută (12,8 la sută în transporturi și depozitare, 16,7 la sută în administrația publică). Un exemplu în acest sens este și situația din hoteluri și restaurante, în care salariile brute au crescut cu 10,4 la sută, iar raportul dintre indicele volumului cifrei de afaceri și indicele numărului de salariați, utilizat ca substitut pentru indicele productivității muncii, a scăzut cu 5,9 la sută.

Evoluția salariului brut și a productivității muncii în industrie

variație față de perioada similară din anul anterior (%)



Sursa: INS, calcule BNR

În industrie, sector supus concurenței externe²⁶, ritmul anual de creștere a productivității muncii a fost în semestrul II 2003 de 10,3 la sută, mai lent (cu 1,8 puncte procentuale) decât cel consemnat în semestrul I 2003, dar semnificativ mai ridicat decât majorarea, în termeni reali, a salariilor brute. În ceea ce privește ramurile industriale producătoare de bunuri de consum, s-au înregistrat evoluții divergente: decalajul dintre câștigurile de productivitate și sporurile salariale reale a fost pozitiv în industria alimentară, prelucrarea tutunului, industria textilă, dar negativ în industrii precum cea a confecțiilor și a încălțămintei, mașini și aparate electrice, echipamente, aparate de radio, televiziune și comunicații. În aceste din urmă ramuri, prețurile producătorilor s-au majorat în perioada analizată cu procente cuprinse între 8 la sută și 17,2 la sută²⁷, ceea ce, în condițiile accentuării concurenței în comerțul cu amănuntul, a stimulat substituția bunurilor autohtone cu importuri, limitându-se astfel transmiterea creșterilor prețurilor producătorilor asupra prețurilor de consum (a se vedea subsecțiunea 2.5.3. *Inflația importată*).

Pe ansamblul economiei, câștigurile salariale nete reale au rămas relativ constante față de semestrul I 2003 (+0,5 la sută), dar au fost cu 8,6 la sută mai mari comparativ cu semestrul II 2002, susținând în continuare înclinația spre consum a populației. Aceste presiuni au contribuit la frânarea procesului de dezinflație, produsele ale căror variații de preț nu au fost generate de măsuri administrative sau de influențe conjuncturale și sezoniere²⁸ scumpindu-se în cursul semestrului II 2003

²⁶ Spre deosebire de servicii, în care firmele nu sunt afectate de presiuni concurențiale externe, fiind astfel mai puțin stimulate să-și îmbunătățească performanțele prin creșterea productivității muncii.

²⁷ decembrie/iunie 2003

²⁸ produsele cu prețuri administrate (a se vedea secțiunea 1. *Evoluția inflației în semestrul II 2003*), produsele sezoniere (legume, fructe și conserve din acestea), produsele de morărit și panificație (ale căror prețuri au fost puternic influențate de restrângerea ofertei de cereale) și abonamentele radio-TV (taxa radio a fost modificată în luna februarie și august prin hotărâre a Guvernului).

cu 6 la sută, cu 2,5 puncte procentuale mai puțin decât în aceeași perioadă a anului anterior, dar cu 1,9 puncte procentuale mai mult decât în semestrul precedent.

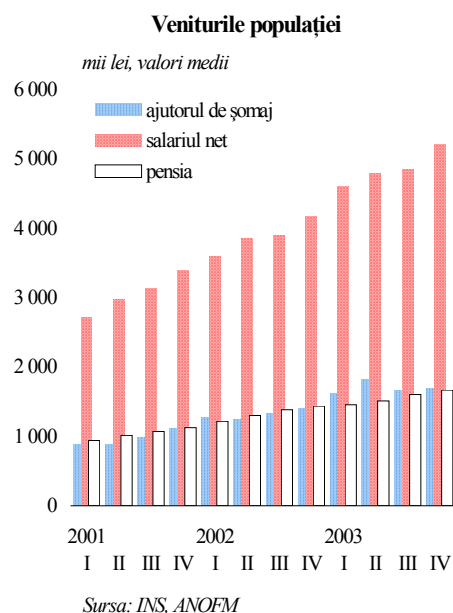
2.4.2.2. Alte venituri

În perioada analizată, evoluția veniturilor pensionarilor, șomerilor și ale altor categorii de populație asistate social nu a fost de natură să inducă presiuni inflaționiste. Această afirmație este susținută de faptul că, deși pensiile și indemnizațiile de șomaj au înregistrat ușoare creșteri în termeni reali în semestrul II 2003 comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, cheltuielile totale din bugetul asigurărilor sociale de stat referitoare la asistența socială, alocații, pensii, ajutoare și indemnizații s-au menținut la aproximativ același nivel.

Etapa a patra de recorelare a pensiilor, realizată în luna iulie, și indexările din lunile septembrie și decembrie (cu 2,65 la sută și 3,1 la sută)²⁹ au conservat puterea de cumpărare a pensiilor (+1,1 la sută în termeni reali față de semestrul II 2002³⁰), dar nu au reușit să asigure menținerea raportului pensii-salarii. Astfel, în semestrul II 2003, pensia medie a reprezentat 32,5 la sută din salariul mediu net, cu 2,4 puncte procentuale mai puțin decât în perioada similară a anului anterior. Raportul ridicat dintre pensionari și salariați (1,43:1) condiționează creșterea pensiilor de cea a gradului de ocupare a forței de muncă și de restrângerea economiei informale.

Indemnizația de șomaj s-a majorat cu 6,8 la sută în termeni reali, reprezentând 33,3 la sută din salariul mediu net, cu 0,6 puncte procentuale mai puțin decât în semestrul II 2002. Potențialul impact inflaționist determinat de creșterea în termeni reali a acestui tip de venit a fost contrabalansat de scăderea numărului șomerilor indemnizați cu circa 28 la sută, până la 270,7 mii persoane (medie în cadrul semestrului analizat).

Există totuși surse de venit a căror evoluție sugerează presiuni inflaționiste: (i) sumele compensatorii acordate persoanelor afectate de disponibilizări colective, al căror număr s-a majorat în anul 2003 cu 43,3 la sută față de anul anterior; (ii) tichetele de masă, utilizate pe scară mai largă; (iii) sumele trimise de muncitorii români aflați în străinătate, aceste intrări (860 milioane euro în semestrul II 2003) depășind cu 7,2 la sută valoarea din perioada corespunzătoare a anului precedent³¹; (iv) ajutoarele pentru încălzirea locuinței, numărul mediu lunar al benefi-



²⁹ Hotărârile Guvernului nr. 731, 1006 și 1383/2003

³⁰ Variație subdimensionată de faptul că, începând cu luna ianuarie 2003, contribuția pentru asigurările sociale de sănătate nu se mai include în cuantumul pensiilor.

³¹ conform datelor din balanța de plăți

ciarilor majorându-se în sezonul rece 2003-2004 cu 27 la sută în cazul utilizatorilor de energie termică furnizată în sistem centralizat³², de 5,5 ori în cazul celor care utilizează pentru încălzire gaze naturale și cu 81 la sută în cazul utilizatorilor de lemn, cărbuni sau combustibili petrolieri.

2.5. Mediul extern

2.5.1. Cererea externă

Fragilitatea care a caracterizat evoluția economiei mondiale în prima parte a anului 2003, pe fondul tensiunilor geopolitice și al epidemiei de pneumonie atipică, s-a atenuat treptat pe parcursul semestrului II, pe măsură ce performanțele economiei americane și ale celor asiatice s-au consolidat. Ritmul de creștere a PIB în SUA s-a accelerat la 3,6 și respectiv 4,3 la sută în ultimele două trimestre ale anului, comparativ cu aceleași perioade ale anului precedent, în principal pe seama cererii interne, stimulată de nivelul atractiv al dobânzilor și de reducerile de taxe.

Deși a consemnat o îmbunătățire, performanța economică a Uniunii Europene a rămas modestă. În trimestrele III și IV, PIB s-a majorat cu 0,6 și respectiv 0,9 la sută, comparativ cu aceleași perioade din anul anterior, astfel că pe ansamblul anului 2003 creșterea economică a fost de 0,8 la sută. Expansiunea consumului privat și a celui guvernamental nu a reușit să compenseze decât parțial declinul investițiilor, în timp ce contribuția exportului net la creșterea economică a revenit la valori pozitive doar în ultimul trimestru³³. Cererea de import a Uniunii Europene a stagnat practic față de semestrul II 2002 (-0,1 la sută), iar valoarea importurilor provenind din afara zonei s-a diminuat cu 0,2 la sută.

Țările care vor adera la UE în 2004 au consemnat rate pozitive de creștere economică (cu o medie estimată de Comisia Europeană la 3,6 la sută în anul 2003, față de 2,4 la sută în 2002), principalii factori responsabili fiind cererea internă sau exportul net. O parte importantă a cheltuielilor de consum a fost acoperită pe seama expansiunii importurilor de bunuri provenite din țările din afara Uniunii Europene, care au consemnat o rată de creștere de 6,2 la sută față de semestrul II 2002 (comparativ cu un ritm de 4,6 la sută în cazul importurilor totale de bunuri).

³² Pentru acest segment, care deține de altfel ponderea majoritară, sumele alocate în lunile noiembrie-decembrie 2003 au depășit cu circa 30 la sută nivelul din același interval al anului 2002.

³³ comparativ cu perioada similară a anului precedent

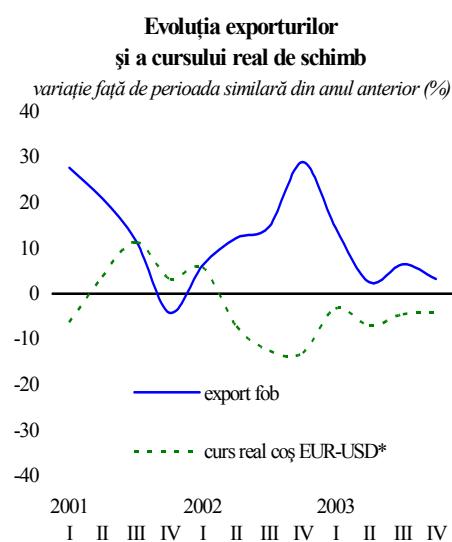
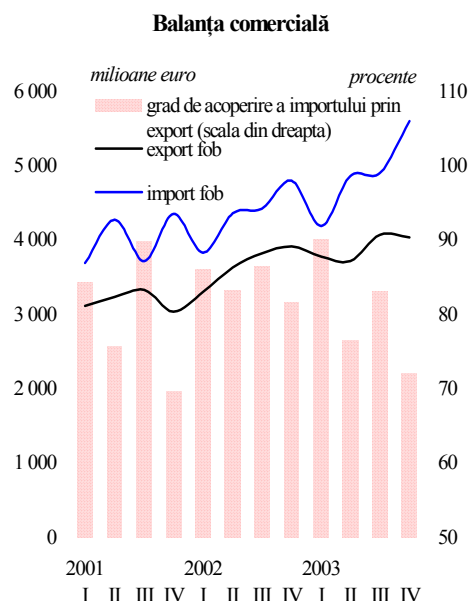
2.5.2. Comerțul exterior³⁴

Semestrul II 2003 a consemnat o deteriorare a echilibrului extern al României, deficitul comercial majorându-se cu 61,4 la sută față de perioada corespunzătoare a anului precedent. În același interval de timp, decalajul negativ dintre rata de creștere a exporturilor (+4,9 la sută) și cea a importurilor (+14 la sută) s-a accentuat, tendința fiind mai evidentă în ultimul trimestru al anului (când exporturile au scăzut cu 0,8 la sută, în timp ce importurile s-au majorat cu 14,2 la sută față de trimestrul anterior), pe fondul achiziționării de pe piața externă a unui volum important de materii prime (în principal de natură energetică) și bunuri de consum.

Procesul de îmbunătățire a structurii exporturilor, remarcat în prima jumătate a anului, a continuat într-un ritm mult mai lent. Astfel, exporturile de produse cu grad ridicat de prelucrare, respectiv grupa *mașini, aparate, echipamente și mijloace de transport* și-au ajustat numai marginal importanța relativă în totalul exporturilor (cu 0,1 puncte procentuale), iar ponderea exporturilor definitive în total exporturi s-a diminuat cu 0,2 puncte procentuale față de perioada similară din anul 2002 (până la un nivel de 45 la sută din total exporturi), în favoarea livrărilor în sistem *lohn*. Produsele cu grad redus de prelucrare rămân componenta dominantă a vânzărilor pe piața externă, grupa *textile, confecții și încălțăminte* având cea mai mare contribuție la creșterea înregistrată de valoarea exporturilor în ultima jumătate a anului 2003 (2,1 puncte procentuale). Această categorie de produse a manifestat însă o tendință de plafonare a vânzărilor către principalele piețe destinate, prețurile de producție pentru piața externă majorându-se față de perioada similară a anului 2002 cu procente cuprinse între 23 și 33 la sută. Posibile explicații pentru această evoluție rezidă atât în majorarea costurilor salariale, cât și în extinderea exporturilor de produse integrale (în special din categoria confecțiilor), care impun costuri de producție mai mari, asociate în principal importurilor de materii prime.

Efortul de menținere a competitivității produselor românești pe piețele externe, în condițiile actualei structuri a exporturilor, devine din ce în ce mai dificil pe fondul concurenței sporite manifestate de țările asiatice și de cele aflate în proces de aderare. În pofida continuării trendului descrescător al costului unitar cu forța de muncă în industria prelucrătoare (-6,3 la sută față de semestrul II 2002), cota de piață a României la nivelul UE (exprimată ca pondere în totalul importurilor provenite din țările nemembre) a suferit doar o ajustare marginală (+0,08

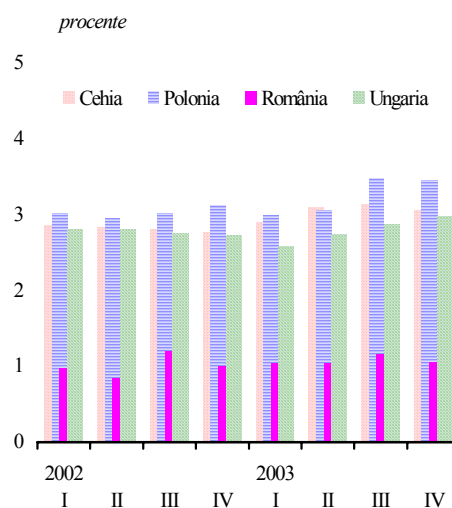
³⁴ Calculele din această subsecțiune se bazează pe datele din balanța de plăți, exprimate în euro.



*) deflatat cu indicele costului unitar al forței de muncă

Sursa: INS, calcule BNR

Cota de piață* în Uniunea Europeană



*) se iau în calcul importurile UE din țări nemembre

Sursa: Eurostat

puncte procentuale, până la un nivel de 1,1 la sută), în timp ce țările care vor adera la UE în 2004 și China și-au extins cotele de piață cu 0,9 și respectiv 1,4 puncte procentuale.

În ceea ce privește importurile, concomitent cu accelerarea ritmului lor de creștere s-au consemnat modificări la nivelul structurii, manifestate în principal prin majorarea importanței relative a bunurilor de capital și a celor de consum în detrimentul celor intermediare și al materiilor prime. Evoluția importurilor în perioada analizată a fost rezultatul acțiunii conjugate a unui complex de factori interni și externi:

- (i) continuarea procesului de modernizare și re tehnologizare la nivelul economiei, care a stimulat cererea de import pentru bunuri de capital (a căror contribuție la dinamica importurilor a fost de peste 3 puncte procentuale), în timp ce ponderea grupei *mașini, aparate, echipamente și mijloace de transport* în totalul cumpărărilor externe a crescut cu aproape 2 puncte procentuale;
- (ii) accentuarea dependenței de importurile de produse agroalimentare³⁵ (ca urmare a insuficienței producției agricole autohtone) și trendul puternic ascendent pe care s-au înscris prețurile mondiale (pe fondul recoltelor slabe înregistrate în Europa și al cererii susținute a Chinei);
- (iii) extinderea achizițiilor de bunuri de folosință îndelungată de pe piața externă (+32,6 la sută, față de perioada similară a anului anterior), în contextul accesibilității sporite a creditelor de consum;
- (iv) contribuția substanțială a gazelor naturale la dinamica importurilor energetice³⁶, care a fost semnificativ compensată de valoarea diminuată a importurilor de țiței (-28,7 la sută). Expansiunea consumului intern de gaze naturale (posibil pe seama creșterii numărului de consumatori) în condițiile unei producții insuficiente, al cărei ritm de creștere s-a accelerat abia către finele anului, a impus un volum mai mare de importuri de completare³⁷. În ceea ce privește declinul înregistrat de achizițiile externe de țiței, acesta poate fi explicat prin limitarea volumului de comenzi pentru exportul de produse petroliere. În cadrul balanței energetice, cea mai mare rată de creștere au consemnat-o importurile de energie electrică (+215 la sută

³⁵ Importurile de produse agroalimentare au crescut cu 33,3 la sută față de semestrul anterior și cu 37,2 la sută față de semestrul II 2002.

³⁶ În perioada analizată, valoarea importurilor de gaze naturale a crescut cu 49,8 la sută față de perioada similară a anului anterior.

³⁷ În anul 2003, pe fondul majorării consumului de gaze naturale cu 11 la sută și al scăderii cu 0,3 la sută a producției autohtone (exprimată în metri cubi), participarea importurilor la acoperirea consumului intern a crescut de la 22 la 30 la sută.

comparativ cu perioada corespunzătoare a anului 2002), determinate de impactul negativ substanțial al secetei accentuate asupra producției interne de energie hidro-electrică.

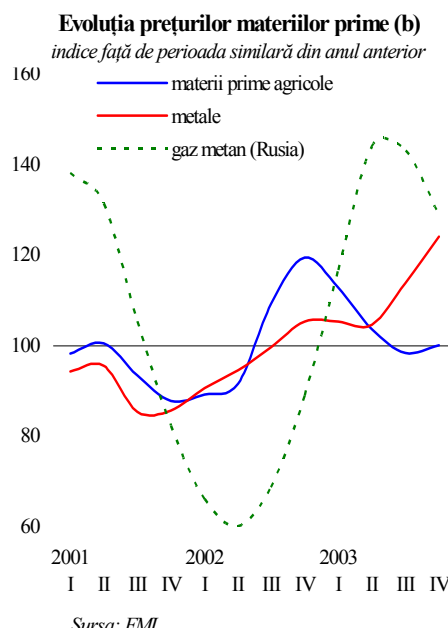
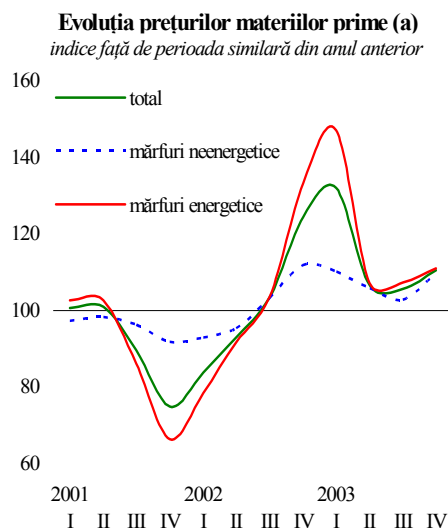
2.5.3. Inflația importată

Presiunile inflaționiste induse de tendința ascendentă a prețurilor principalelor grupe de materii prime au continuat și în semestrul II 2003. Prețul petrolului a rămas la un nivel ridicat și după terminarea războiului din Irak, în condițiile menținerii tensiunilor geopolitice și ale dificultăților de refacere a producției în zona afectată. În intervalul de referință, prețul țițeiului Brent a consemnat o medie de 28,7 dolari SUA/baril, în creștere cu 7,4 la sută față de aceeași perioadă a anului 2002. Nivelul maxim al perioadei (31,1 dolari SUA/baril) a fost atins la mijlocul lunii octombrie, în contextul deciziei OPEC de a micșora plafonul zilnic al producției începând cu luna noiembrie, al tensiunilor sociale din industria petrolieră a Nigeriei și al temerilor privind insuficiența stocurilor pentru perioada de iarnă.

Inflația importată prin intermediul gazelor naturale din Rusia s-a menținut în perioada analizată la un nivel ridicat, în condițiile în care prețul acestei materii prime a crescut cu 35,6 la sută comparativ cu perioada similară a anului 2002. O posibilă explicație a acestei evoluții o reprezintă necesarul de investiții impus de extinderea rețelei externe de distribuție a principalului furnizor din Rusia, a cărui finanțare este extrem de dificilă în condițiile plafonării administrative a prețurilor interne la 10 la sută din prețul de export și ale încasării cu întârziere a facturilor.

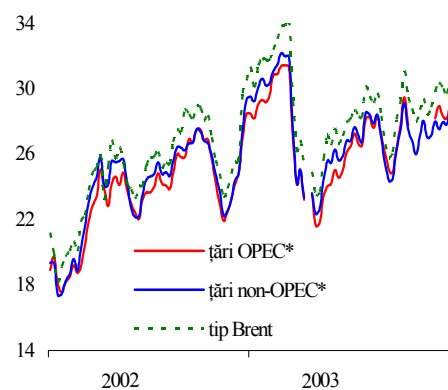
Spre deosebire de semestrul anterior, dinamica prețurilor aferente importurilor agroalimentare nu a fost de natură să compenseze presiunile inflaționiste exercitate de materiile prime energetice. Creșterea consumului mondial și recolta slabă de cereale consemnată în țările europene (în medie, -10,7 la sută comparativ cu anul anterior) au condus la majorarea prețurilor de producție în cazul produselor de origine vegetală cu 8,1 la sută în termeni reali³⁸ comparativ cu aceeași perioadă a anului 2002. Importurile de produse agroalimentare ale României din țările UE, exprimate ca pondere în totalul importurilor aferente acestei grupe, au scăzut în perioada analizată cu 4,5 puncte procentuale (până la un nivel de 33,5 la sută). Diferența a fost acoperită printr-un volum mai mare de

³⁸ Creșterile de preț au fost de 13,3 la sută pentru cereale, 12,8 la sută pentru legume și 10,4 la sută pentru fructe. Indicii nominali sunt deflatați cu IPC din fiecare țară membră pentru a elimina distorsiunile cauzate de ratele diferite ale inflației dintre țări.



Prețurile petrolului brut pe piața internațională

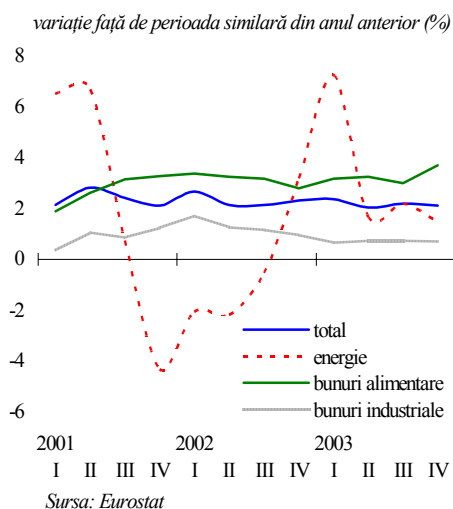
dolari SUA/baril; preț mediu săptămânal - spot FOB



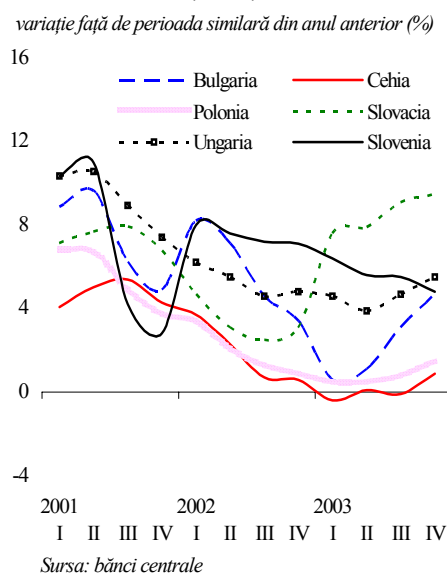
*) medii ponderate cu volumul estimat al exportului

Sursa: ELA

Evoluția indicelui armonizat al prețurilor de consum și a componentelor acestuia



Rata inflației în țările CEFTA



Evoluția cursului de schimb al euro în raport cu dolarul american



produse agroalimentare achiziționate din țările CEFTA, dar problemele consemnate de acestea la nivelul sectorului vegetal au impus practicarea unor prețuri de export ridicate. Spre sfârșitul anului, principalii furnizori de grâu ai României au recurs la măsuri de politică comercială menite să limiteze livrările la extern (Ungaria și Bulgaria au sistat sau au scumpit considerabil exporturile) sau să favorizeze anumite piețe (Federația Rusă și-a direcționat vânzările de grâu cu prioritate către țările CSI). În aceste condiții, cererea de import a României s-a deplasat treptat către țările Americii Centrale și de Nord³⁹, unde efectul pozitiv al prețurilor mai avantajoase a fost sensibil diminuat de costul mai ridicat al transportului.

Presiunile inflaționiste generate de oferta insuficientă de cereale au fost atenuate în parte de măsurile de politică comercială inițiate de autorități încă din luna iulie – sistarea exporturilor și scutirea de taxe vamale a unor cantități determinate de grâu și cereale destinate furajării animalelor până la finele anului 2003, iar în cazul grâului de panificație până la noua recoltă. Prin aceste măsuri s-au temperat tendințele de majorare a prețurilor, asigurându-se fluiditatea procesului de aprovizionare cu materii prime și costuri mai mici pentru procesatori.

În sensul diminuării inflației importate au acționat importurile din UE, valoarea unitară a acestora scăzând în semestrul II 2003 cu 2,3 la sută față de perioada similară a anului precedent. Deși datele statistice interne nu sunt disponibile decât la nivel agregat, variația valorii unitare a exporturilor zonei euro relevă faptul că această evoluție favorabilă a vizat toate categoriile de bunuri industriale – bunuri intermediare (-3 la sută), bunuri de capital (-3,4 la sută), bunuri de consum (-2,3 la sută⁴⁰).

2.5.4. Cursul de schimb

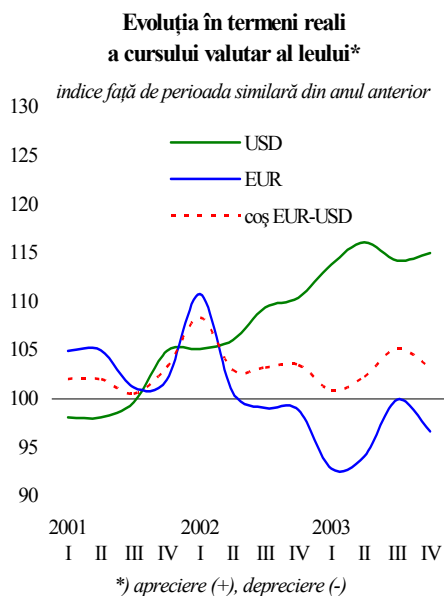
Evoluția cursului de schimb al monedei naționale a rămas sub influența exercitată de factori interni și externi – persistența deficitului de valută pe piața internă în condițiile expansiunii importurilor și ale accelerării dinamicii creditului în valută pe termen mediu și lung, deprecierea dolarului SUA față de principalele valute, ca urmare a accentuării deficitelor „gemene” și a menținerii tensiunilor geopolitice.

Comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, leul s-a apreciat în termeni reali cu 14,6 la sută față de dolarul SUA și s-a depreciat cu 1,8 la sută în raport cu euro, ceea ce a

³⁹ Potrivit Organizației Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură (FAO) acestea au înregistrat în 2003 un spor de producție de 41,9 la sută, în timp ce producția mondială s-a restrâns cu 2,7 la sută.

⁴⁰ iulie-noiembrie 2003/iulie-noiembrie 2002

echivalat cu o apreciere de 4,2 la sută față de coșul valutar implicit⁴¹. Evoluțiile de sens contrar înregistrate de moneda națională comparativ cu cele două valute au avut o influență pozitivă asupra deficitului comercial, în condițiile în care 64,7 la sută din exporturi sunt exprimate în euro, iar importurile energetice și de materii prime sunt decontate în dolari. Deși impactul inflaționist al deprecierei cursului de schimb față de euro a continuat să se manifeste prin intermediul mărfurilor importate și al tarifelor care au devenit dependente de dinamica acestui indicator (telefonie fixă), precum și prin influența asupra prețului final al produselor supuse accizării, magnitudinea acestuia a fost inferioară celei observate în semestrul I 2003 (deprecierea nominală s-a redus de la 9,6 la sută la 5,4 la sută⁴²).



⁴¹ valori medii

⁴² valori medii calculate față de semestrul anterior

3. Politica monetară

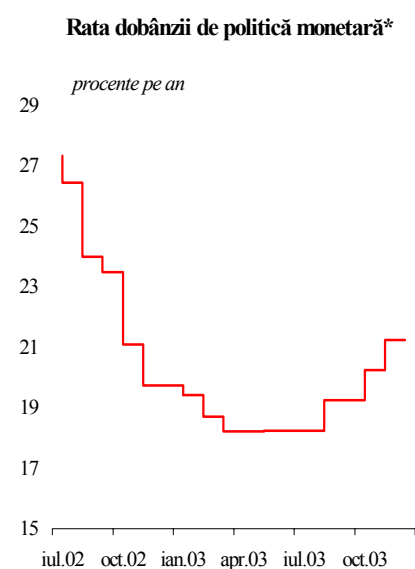
3.1. Caracteristici generale ale politicii monetare

Pe parcursul semestrului II al anului 2003, banca centrală a recurs la o înăsprire graduală a politicii monetare, întrucât accelerarea dinamicii cererii de consum a populației și de investiții a evidențiat pericolul unei amplificări a cererii agregate peste limitele compatibile cu continuarea dezinflației și cu menținerea deficitului de cont curent la niveluri sustenabile.

În condițiile în care expansiunea creditului neguvernamental a reprezentat unul dintre factorii aflați la originea tendinței de deteriorare a condițiilor macroeconomice, banca centrală a acționat pentru temperarea cererii de consum și încurajarea economisirii. O motivație suplimentară pentru a utiliza activ în acest context pârghiile politicii monetare a constituit-o intenția de a optimiza *mix*-ul de politici macroeconomice adresate resorturilor cererii interne, date fiind flexibilitatea limitată a politicii veniturilor salariale și anticiparea unei relaxări a politicii fiscale la sfârșitul anului⁴³.

Deciziile de creștere a restrictivității politicii monetare adoptate de BNR au avut în vedere și necesitatea minimizării potențialului inflaționist al corecțiilor de prețuri administrate, reinițiate în luna septembrie. Înăsprirea condițiilor monetare a atenuat presiunile inflaționiste generate de majorarea cererii agregate și a restricționat propagarea în lanț a impactului ajustărilor de prețuri; totodată, a fost inhibată revigorarea componentei inertiiale a inflației și a anticipațiilor inflaționiste asociate unui asemenea cadru economic. Cu toate acestea, impactul direct al modificării prețurilor administrate asupra nivelului general al prețurilor a fost semnificativ, dimensiunea corecțiilor fiind net superioară celei din semestrul anterior. În aceste condiții, după ce a descris o traiectorie sinuoasă pe parcursul semestrului II, rata anuală a inflației s-a situat în luna decembrie la un nivel ușor superior celui din luna iunie 2003 (14,1 la sută), abătându-se cu doar 0,1 puncte procentuale de la ținta stabilită pentru acest an.

Principala pârghie de înăsprire a condițiilor monetare a constituit-o politica de dobânzi, BNR majorând în trei rânduri cu câte un punct procentual nivelul maxim al randamentelor acceptate



*) rata maximă a dobânzii pentru depozitele atrase de BNR pe termen de 1 lună

⁴³ În primele 11 luni ale anului, caracterul imprimat politicii fiscale a fost extrem de auster, fiind previzibilă producerea unei relaxări compensatorii a acestuia la sfârșitul anului.

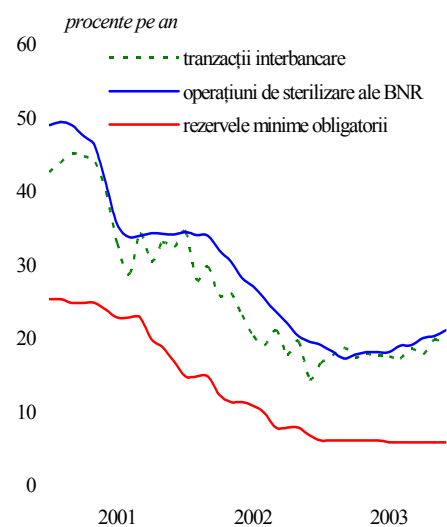
la operațiunile sale de sterilizare; ca urmare, nivelul mediu real al acestora a fost superior celui din semestrul I 2003, în pofida puseurilor inflaționiste consemnate la jumătatea intervalului analizat. Pentru a spori impactul ajustărilor ratei sale de dobândă, BNR a crescut gradul de transparență a politicii monetare, autoritatea monetară preanunțând – începând cu luna august – noile plafoane ale ratei dobânzii și explicând prin comunicate, conferințe de presă rațiunile adoptării acestora. În același scop, BNR a utilizat intens și politica lichidității, controlul monetar fiind pe ansamblul perioadei mai strict decât în prima parte a anului. Similar intervalelor precedente, eficacitatea acestuia a fost însă afectată temporar de cererea de rezerve excedentare a băncilor, amplificată de factori exogeni conjuncturali și sezonieri.

În acest context, majorarea ratelor de dobândă ale BNR a fost preluată inegal de randamentele medii ale tranzacțiilor pe piața monetară interbancară, acestea mărindu-și ușor decalajul⁴⁴ față de rata medie a dobânzii la operațiunile de sterilizare, ca urmare a scăderii ratelor dobânzilor ON la finele majorității perioadelor de constituire a RMO. Randamentele medii ale titlurilor de stat au preluat aproape simultan mișcarea ascendentă a ratei dobânzii de sterilizare; inițial, amplitudinea creșterii celor dintâi a fost însă mult mai redusă, ecartul dintre cele două categorii de rate ale dobânzii îngustându-se ușor abia spre finele semestrului.

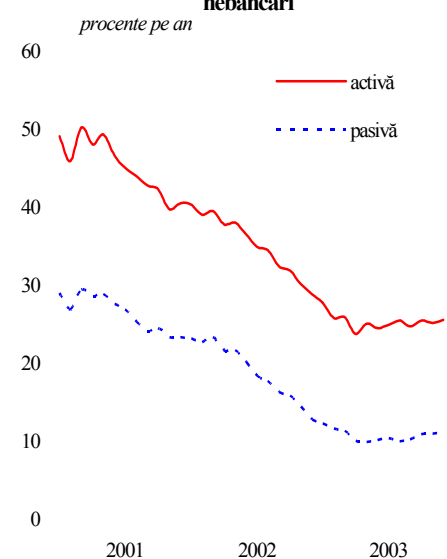
În ceea ce privește ratele dobânzilor practicate de bănci în relațiile cu clienții nebankari neguvernamentali, acestea au receptat diferit impactul creșterii restrictivității politicii de dobânzi a BNR. O mai mare elasticitate au dovedit ratele medii ale dobânzilor oferite de bănci pentru depozitele noi la termen, a căror creștere cumulată de-a lungul semestrului aproape că a egalat majorarea ratei medii a dobânzii la operațiunile de sterilizare. În cazul creditelor, cea mai importantă ajustare crescătoare s-a produs la nivelul ratei dobânzii asociate împrumuturilor noi pe termen scurt, în timp ce ratele dobânzilor percepute pentru creditele noi pe termen mediu și lung au fost aproape imobile. Cel mai perceptibil efect al mișcărilor produse la nivelul ratelor dobânzii active l-a constituit modificarea structurii pe termene a creditului bancar; viteza de creștere a volumului total al acestuia nu a fost, însă, afectată, fiind de așteptat ca aceasta să se tempereze în perioada următoare.

Majorarea ratei dobânzii practicate de BNR la operațiunile de sterilizare a avut un impact semnificativ asupra traiectoriei cursului de schimb al leului, fiind astfel potențat rolul acestuia de ancoră antiinflaționistă implicită. Ca urmare a atenuării dezechilibrului pieței valutare în trimestrul III, deprecierea în

Rate ale dobânzilor pe piața monetară interbancară și rata dobânzii la rezervele minime obligatorii



Rata dobânzii pentru clienții nebankari



⁴⁴ calculat în termeni comparabili din punct de vedere al scadențelor

termeni reali a leului a fost încetinită, BNR fiind totuși nevoită să intervină substanțial pe piață spre sfârșitul anului pentru a susține moneda națională. În termeni reali, leul s-a apreciat față de euro, după ce în semestrul I 2003 se depreciase semnificativ, iar față de dolar moneda națională a continuat să se aprecieze în ritm alert.

La finele anului, configurația principalilor indicatori monetari reflecta încadrarea politicii monetare în parametrii de prudență adecvați menținerii ratei inflației pe o traiectorie descendentă, concomitent cu asigurarea unei remonetizări sănătoase a economiei.

3.2. Contextul implementării politicii monetare

Întărirea politicii monetare în semestrul II a reprezentat reacția băncii centrale la tendința de adâncire a unor dezechilibre macroeconomice, care puneau în pericol – atât pe termen scurt, cât și pe termen mediu și lung – atingerea obiectivului său fundamental.

Principala amenințare a reprezentat-o în acest interval ritmul de creștere a importurilor, care s-a accelerat pe fondul majorării cererii interne. La expansiunea importurilor au contribuit deopotrivă cererea de consum a populației și respectiv cea de investiții, puternica revigorare a primei componente putând fi considerată și o manifestare a unui consum reprimat pe parcursul anilor anteriori datorită veniturilor mici ale populației și accesibilității scăzute a creditelor. Schimbarea evidențiată la nivelul înclinației spre consum a avut ca principali determinanți: (i) creșterea veniturilor populației (a se vedea subsecțiunea 2.4.2. *Veniturile*); (ii) extinderea așteptărilor optimiste ale populației în ceea ce privește veniturile viitoare; (iii) diversificarea gamei de credite și relaxarea condițiilor de acordare a acestora; (iv) creșterea popularității cardurilor de credit și extinderea sistemului de plată a salariilor pe carduri de debit⁴⁵.

Evoluția ascendentă a importurilor a devenit preocupantă pentru banca centrală, cu atât mai mult cu cât ea s-a asociat în acest interval cu estomparea ritmului de creștere a exporturilor față de semestrul II 2002 și, în consecință, cu adâncirea deficitului balanței comerciale. Cel mai important factor al temperării dinamicii exporturilor l-a constituit evoluția nefavorabilă a economiilor principalilor parteneri comerciali; s-a adăugat și relativa pierdere de competitivitate a unor exporturi industriale, datorită necorelării ritmului de creștere a productivității muncii cu dinamica salariilor și deprecierei mai lente a leului față de

⁴⁵ care au asociate facilități de creditare pe descoperit de cont

euro. Un factor suplimentar de deteriorare a balanței comerciale în semestrul II 2003 a fost relativa degradare a raportului de schimb.

Creșterea restrictivității politicii monetare a avut o dublă motivație. Prima, care a vizat termenul scurt, a fost cea de prevenire a exercitării unei presiuni în sensul deprecierei leului care, prin impactul direct și prin intermediul anticipațiilor, ar fi impulsionat inflația. Un aspect secundar urmărit de BNR în acest context a fost cel de evitare a pierderii de rezerve valutare, care în primul semestru s-a produs și ca efect al inversării temporare a fluxurilor de capital⁴⁶. Scăderea intensității acestui din urmă fenomen și refacerea finanțării externe în semestrul II 2003 – inclusiv ca urmare a lansării de către MFP a unei noi emisiuni de euroobligațiuni în valoare nominală de 700 milioane euro – au fost favorabile politicii de prevenire a manifestării unor dezechilibre acute pe piața valutară; banca centrală a redevenit în intervalul iulie-octombrie cumpărător net de valută, achiziționând 744,6 milioane euro. În ultimele două luni ale anului, BNR a fost însă nevoită să vândă 239,4 milioane euro pentru a tempera deprecierea accelerată a monedei naționale, indusă în mare parte de factori sezonieri.

Cea de-a doua motivație importantă a întăririi politicii monetare a vizat cu precădere orizontul de timp mediu și lung, BNR urmărind temperarea expansiunii cererii interne, a cărei prelungire ar fi subminat atât sustenabilitatea balanței de plăți, cât și continuarea dezinflației. În plus, robustețea creșterii economice ar fi fost afectată de accentuarea îngrijorătoare, în special pe parcursul primului semestru, a decalajului economisire-investiții. Acesta s-a atenuat ușor în a doua parte a anului, dar a fost superior valorii consemnate în perioada similară a anului 2002, atât datorită sporirii acumulării brute (ca raport în PIB), cât și scăderii ponderii în PIB a economisirii naționale brute față de aceeași perioadă de referință. Slăbirea înclinației spre economisire a fost reflectată și de reducerea până la cel mai scăzut nivel din ultimii trei ani a dinamicii reale a economisirii financiare brute a populației⁴⁷, dar mai ales de încetinirea dinamicii valorii nete a acestui indicator⁴⁸.

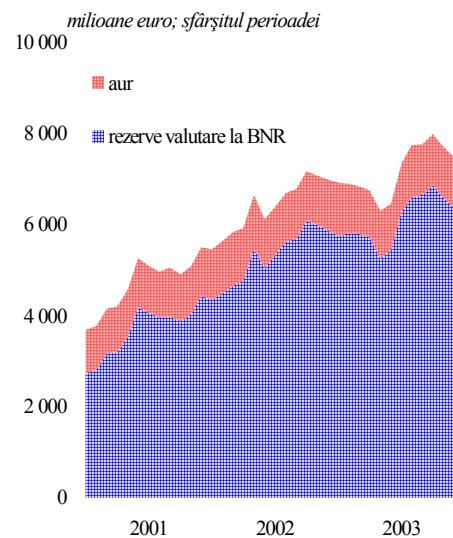
În acest context, majorarea ratei dobânzii de politică monetară a constituit pârghia prin care BNR a acționat pentru a frâna creșterea rapidă a creditului bancar, care a constituit un factor im-

⁴⁶ ieșiri de capital *one-off* produse în cursul celui de-al doilea trimestru (repatrieri de profituri și diversificări de portofolii ca urmare a liberalizării unor operațiuni de capital) și nivel mai scăzut al intrărilor de capital pe fondul unei reorientări la scară internațională a fluxurilor de capital

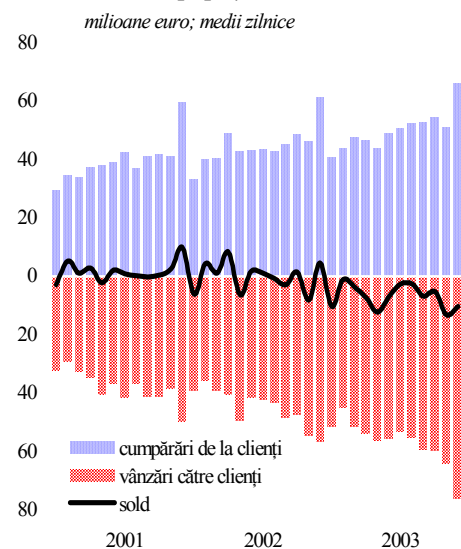
⁴⁷ estimată pe baza sumelor depuse în bănci și a portofoliului de certificate de trezorerie

⁴⁸ Se deduc creditele contractate de populație.

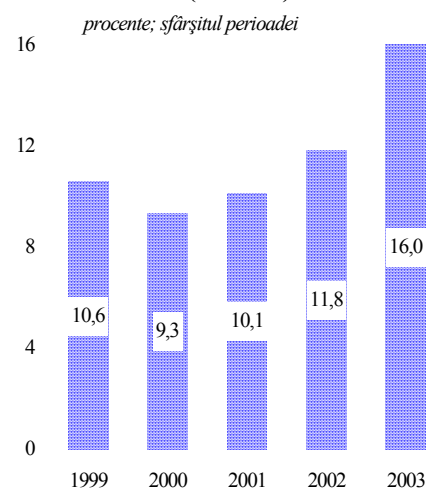
Rezerva oficială



Cererea și oferta clienților pe piața valutară

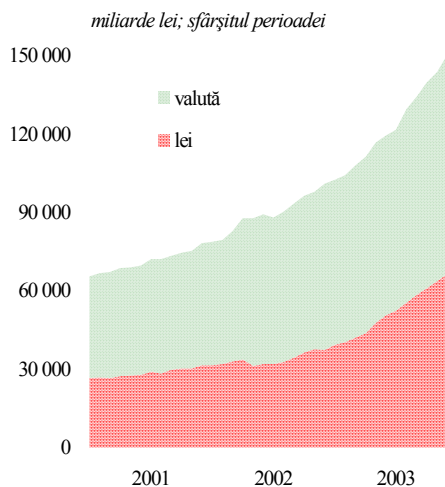


Creditul neguvernamental (% în PIB)

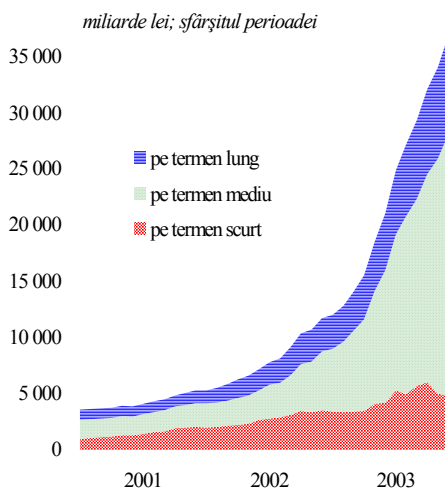


Sursa: INS, BNR

Creditul neguvernamental în termeni reali (pe baza IPC; 2000=100)



Creditul acordat populației în termeni reali (pe baza IPC; 2000=100)



portant de impulsionalare a cererii interne. Dinamica creditului, coroborată cu tendința de slăbire a economisirii financiare, a pus în evidență necesitatea recorelării condițiilor monetare cu evoluțiile din sectorul real, chiar dacă o parte din creșterea spectaculoasă a creditului bancar putea fi pusă pe seama tendinței naturale de recuperare a decalajului existent între nivelul intern al intermedierei financiare și al monetizării economiei românești și cel înregistrat în majoritatea țărilor candidate la UE.

Așa cum era de așteptat, procesul de creditare nu a receptat imediat efectul întăririi politicii monetare, el accelerându-se față de prima parte a anului, în principal pe seama creditelor curente pe termen mediu și lung; variația reală a împrumuturilor curente în lei s-a menținut practic la nivelul consemnat în primul semestru (+33,6 la sută, decembrie/iunie), în timp ce ritmul de creștere a creditelor în valută (exprimate în euro) a fost de peste trei ori mai înalt comparativ cu aceeași perioadă de referință.

S-au produs însă mutații la nivelul cererii de credite, cele mai importante fiind: (i) accentuarea preferinței populației pentru creditele pe termen mediu și lung în valută (al căror sold s-a dublat în luna decembrie față de iunie) și (ii) creșterea finanțării din surse bancare a sectorului de stat. Apelul la credite al populației – care a continuat să reprezinte sectorul cu cea mai alertă dinamică a împrumuturilor, deși ritmul real de creștere a acestora s-a încetinit ușor față de primul semestru – a urmărit atât satisfacerea cererii de bunuri de consum, cât și a celei de achiziționare și/sau construcție de imobile, în timp ce la nivelul sectorului de stat evoluția ascendentă a creditelor curente a fost în principal consecința finanțării unor proiecte de infrastructură prin intermediul unor credite în lei pe termen mediu.

La rândul ei, oferta de credite s-a dinamizat față de perioada anterioară mai ales datorită intensificării competiției din sistemul financiar⁴⁹; aceasta a provocat o relaxare a condițiilor de acordare a împrumuturilor, atenuându-se astfel impactul măsurilor de politică monetară asupra creditării. În plus, constrângerile ce afectează capacitatea BNR de a influența oferta de credite s-au accentuat, băncile reducându-și drastic dependența de sursele interne de finanțare; pasivele externe ale instituțiilor de credit au crescut în semestrul II 2003 cu aproape 536 milioane euro (față de o creștere de 251 milioane în prima jumătate a anului). Totuși, spre deosebire de situația consemnată în primul semestru al anului, resursele atrase pe termene de mai puțin de doi ani au fost majoritare, astfel încât mecanismul rezervelor minime obligatorii a fost mai eficace în sterilizarea parțială a acestor fluxuri. O altă sursă care a alimentat oferta de credite a asigurat-o continuarea procesului de ajustare a structurii porto-

⁴⁹ inclusiv prin apariția unor noi instituții specializate de credit ipotecar

foliilor băncilor, restrângerea plasamentelor externe (mult mai amplă decât în prima parte a anului⁵⁰) fiind acompaniată de îngustarea portofoliilor de titluri de stat ale acestor instituții.

Restrângerea investițiilor băncilor în active guvernamentale a fost însă mai puțin rezultanta deciziei băncilor, cât mai ales a strategiei de finanțare a deficitului bugetar și de refinanțare a datoriei publice promovate de MFP, consecvent subordonată obiectivului de reducere a costurilor cu dobânzile. Similar semestrului I 2003, elementele de dominanță fiscală au avut influențe divergente. De această dată, impactul advers a constat, în special, în complicarea implementării politicii lichidității, în timp ce politica de dobânzi a autorității publice a fost, în linii mari, armonizată cu cea a băncii centrale. Astfel, decizia MFP de a răscumpăra circa 64 la sută din titlurile de stat denuminate în lei scadente a supus procesul de sterilizare a excedentului de lichiditate unor presiuni suplimentare; un efect similar a avut și preponderența finanțării cheltuielilor bugetare pe seama disponibilităților aflate în contul în valută al Trezoreriei (provenite în mare parte din emisiunea de euroobligațiuni decontate în luna iulie). Pe ansamblul semestrului, rezultatul operațiunilor Trezoreriei a fost o injecție netă de peste 5 400 miliarde lei⁵¹.

Aliniindu-se la evoluția dobânzilor pe piața monetară, MFP a acceptat majorarea ratelor maxime ale randamentelor aferente licitațiilor de titluri de stat. Cele dintâi care s-au ajustat au fost ratele dobânzilor la titlurile de stat pe trei luni; deși creșterea inițială a fost moderată, majorarea cumulată pe ansamblul semestrului a devansat-o ușor chiar pe cea a ratei dobânzii autorității monetare⁵², putând fi interpretată ca o corecție a palierului prea coborât, atins de aceste randamente în prima parte a anului. În schimb, ratele maxime acceptate ale dobânzilor la titlurile pe scadența de șase luni și un an au stagnat în prima parte a semestrului, urcând doar în luna octombrie, după cea de-a doua creștere de dobândă operată de banca centrală; în cazul acestora, majorarea cumulată a fost net inferioară creșterii ratei dobânzii BNR. Noile plafoane au fost însă considerate ca inacceptabile de către majoritatea operatorilor pieței primare a titlurilor, volumul acesteia îngustându-se considerabil; astfel, de-a lungul semestrului, autoritatea publică a reușit să atragă de la investitori doar între 6,3 și 65 la sută din volumul anunțat al emisiunilor (o medie de 34,8 la sută, față de 69,1 la sută în primul semestru al anului). Pe lângă respingerea generală a ofertelor care nu se încadrau în parametrii de preț stabiliți, autoritatea

⁵⁰ Activele externe ale băncilor au scăzut în al doilea semestru cu 233 milioane euro, față de o reducere de 50 milioane euro în prima parte a anului.

⁵¹ față de o absorbție netă de peste 16 000 miliarde lei în semestrul I 2003

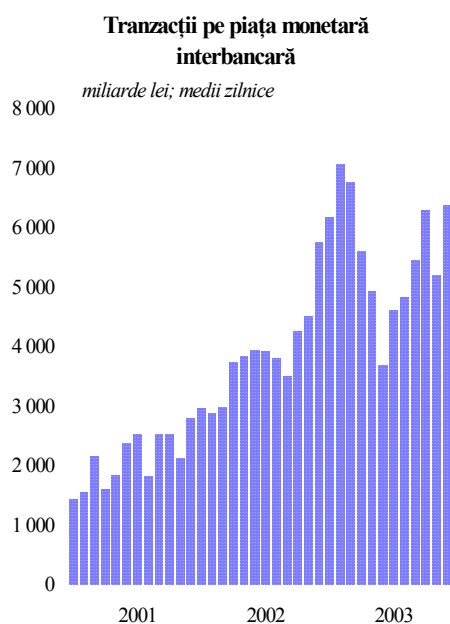
⁵² în termeni comparabili din punct de vedere al scadențelor

publică a restrâns gama de scadențe a obligațiunilor cu venit fix, eliminându-le în ultimul trimestru pe cele cu scadența de doi și trei ani. MFP și-a menținut însă interesul pentru extinderea gamei de scadențe, prin prelungirea termenului maxim al obligațiunilor emise prin licitație. Încercând să concilieze acest obiectiv cu cel al reducerii costurilor cu datoria publică internă, Trezoreria a lansat în premieră titluri pe cinci ani cu dobândă indexată în funcție de rata inflației; marja reală acceptată a fost însă net superioară celor caracteristice celorlalte obligațiuni.

Pe lângă factorii autonomi tradiționali, și preferințele băncilor în ceea ce privește administrarea rezervelor au continuat să influențeze în acest interval condițiile lichidității. Astfel, operațiunile de sterilizare au fost temporar inhibitate de manifestarea unei cereri de rezerve excedentare, ai cărei determinanți au inclus, de-a lungul semestrului, așteptările băncilor privind momentul și amploarea modificărilor de rată de dobândă ale BNR, incertitudinile create de preluarea decontării operațiunilor Trezoreriei de către TransFonD, precum și cele asociate fluctuațiilor sezoniere mai severe ale factorilor autonomi. Cu toate acestea, semestrul II 2003 s-a caracterizat printr-un comportament mai omogen al băncilor, cu excepția a două perioade de menținere a RMO.

În aceste condiții, sprijinul oferit de piața monetară în transmiterea impulsurilor politicii monetare a continuat să fie insuficient, cu atât mai mult cu cât rulajul segmentului tranzacțiilor interbănci, dar și cel al pieței titlurilor de stat – incluzând ambele sale niveluri⁵³ – au suferit o contracție puternică⁵⁴; dimensiunea primului rulaj⁵⁵ a reprezentat minimumul semestrial al perioadei 1997-2003. Comprimarea rulajului tranzacțiilor interbănci a fost compensată de extinderea scadenței medii a contractelor, ca urmare a utilizării mai intense a termenului de două săptămâni și a atragerii de depozite pe scadențe superioare celei practicate de BNR (până la maximum șase luni).

Ratele dobânzilor pieței interbancare au înregistrat în continuare o volatilitate redusă, înscriindu-se aproape în totalitate într-un interval de variație extrem de îngust, situat în proximitatea ratei dobânzii BNR. Ratele medii zilnice ale dobânzilor au părăsit rareori acest coridor și doar în sens descendent, în zilele premergătoare încheierii perioadelor de constituire a rezervelor minime obligatorii (în luna decembrie ratele zilnice ajungând la un minimum istoric). Randamentele scadențelor scurte (ON și o



⁵³ Îmbunătățirea considerabilă a raportului dintre rulajul pieței secundare și al celei primare (de la 5 la 16) s-a datorat reducerii cu două treimi a volumului pieței primare.

⁵⁴ față de perioada similară a anului precedent

⁵⁵ calculată ca pondere în PIB a operațiunilor interbănci

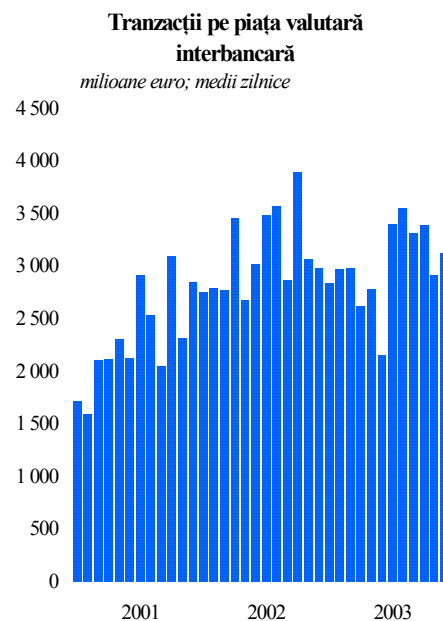
săptămână) au înregistrat o volatilitate mai accentuată datorită sensibilității lor mai mari față de condițiile lichidității, în timp ce randamentele medii ale tranzacțiilor pe scadențele mai lungi au urmat consecvent trendul crescător al ratelor de dobândă ale băncii centrale.

Contrar evoluțiilor de pe piața monetară, în acest interval rulajul pieței valutare interbancare și-a reluat tendința ascendentă, ceea ce a mărit decalajul de adâncime dintre cele două segmente ale pieței financiare. Apelul operatorilor la tranzacții valutare a fost stimulat atât de creșterea ritmului schimburilor comerciale cu exteriorul și de majorarea transferurilor curente între rezidenți și nerezidenți⁵⁶, cât și de amplificarea fluxurilor din contul financiar al balanței de plăți.

Contribuția operațiunilor băncilor⁵⁷ la dinamizarea pieței a fost relativ modestă, aceasta fiind în vizibilă scădere în ultimele două luni ale anului, când reducerea rulajului segmentului bancar⁵⁸ a fost efectul amplificării incertitudinilor privind evoluția raportului euro/dolar, dar și al stabilizării randamentelor pieței monetare.

Similar primei părți a anului, operațiunile clienților băncilor au constituit factorul de antrenare a pieței valutare interbancare,⁵⁹ în luna decembrie consemnându-se un maxim absolut al volumului acestora. Evoluția relativ simetrică a cererii și ofertei clienților a menținut aproape neschimbat nivelul semestrial al deficitului valutar (851 milioane euro) al segmentului interbancar.

Volatilitatea în ușoară scădere a raportului euro/dolar, precum și nivelul crescut al volumului și al frecvenței intervențiilor BNR au diminuat marginal, comparativ cu primul semestru, variabilitatea leului față de moneda de referință. Menținerea incertitudinilor privind traiectoria monedei unice europene a imprimat băncilor un comportament precaut de cotare a cursului monedei naționale, *spread*-ul relativ dintre cotațiile minime *bid* și maxime *ask* plasându-se pe un trend descendent în a doua jumătate a anului.

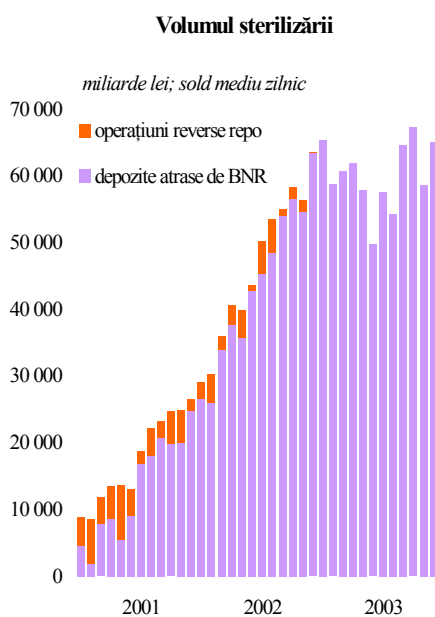
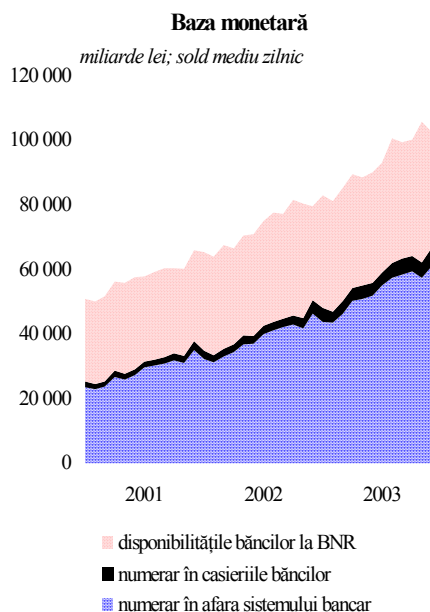


⁵⁶ În semestrul II 2003, fluxul transferurilor curente între rezidenți și nerezidenți a crescut cu 199 milioane euro față de prima jumătate a anului.

⁵⁷ Excluzând intervențiile BNR, cererea băncilor a crescut față de primul semestru al anului cu 776 milioane euro, iar oferta aferentă cu 1 262 milioane euro (în timp ce cererea clienților s-a majorat cu 1 384 milioane euro, iar oferta aferentă cu 1 397 milioane euro).

⁵⁸ În ultimele luni ale anului, au fost frecvente zilele în care valoarea totală a tranzacțiilor derulate de bănci a fost devansată de cea a operațiunilor inițiate de clienții lor.

⁵⁹ Deși dinamica tranzacțiilor derulate de clienții bancari a fost superioară celei consemnate de băncile comerciale, ponderea acestora în total a fost aproape egală cu cea consemnată în primul semestru, datorită volumului mult mai mare al intervențiilor BNR în partea a doua a anului.



3.3. Mix-ul de instrumente de politică monetară

Baza monetară⁶⁰ și-a redus ritmul real de creștere față de prima jumătate a anului, majorându-se cu doar 5,4 la sută; contribuția decisivă la sporirea acesteia a venit numerarului, a cărui creștere cu 10,9 la sută în termeni reali a compensat declinul nivelului mediu al contului curent al băncilor la BNR (-3,5 la sută, în termeni reali). Spre deosebire de prima parte a anului, stocul de monedă centrală a fost alimentat exclusiv de majorarea activelor externe nete ale băncii centrale, în condițiile în care activele interne nete ale BNR s-au diminuat.

Amplificarea operațiunilor de sterilizare a permis o creștere a fermității controlului monetar, în pofida accentuării conjuncturale a preferinței băncilor pentru deținerea de rezerve excedentare; la finele perioadelor de constituire a RMO din al doilea semestru, ecartul dintre nivelul efectiv și cel prevăzut al rezervelor minime a fost mai restrâns, încadrându-se, de regulă, în intervalul 0,2-0,4 la sută.

Principalele categorii de operațiuni ale băncii centrale care au exercitat un impact semnificativ asupra lichidității în acest interval au fost:

1. Operațiunile *open market* având drept scop sterilizarea excesului de lichiditate. Încercând să neutralizeze impactul creșterii volumului cumpărărilor sale de devize și să contracareze injecțiile de lichiditate efectuate de Trezorerie, banca centrală și-a intensificat în a doua parte a anului operațiunile de sterilizare. Atragerea de depozite pe scadența de o lună a fost unicul instrument utilizat de banca centrală în acest scop. Fluxul mediu zilnic al acestor plasamente a fost de peste două ori mai mare în decembrie comparativ cu luna iunie, în timp ce soldul mediu zilnic a crescut cu 31 la sută; valorile medii semestriale au fost și ele ascendente, urcând cu 13 la sută în cazul depozitelor noi și cu 3,7 la sută în cel al soldurilor.

BNR a aplicat în al doilea semestru al anului trei creșteri succesive ale ratei maxime a dobânzii acceptate la operațiunile de sterilizare; aceasta a fost majorată cu câte un punct procentual pe 7 august, 6 octombrie și respectiv 20 noiembrie, ajungând la finele anului la valoarea de 21,25 la sută.

Așteptările băncilor privind creșterea plafonului randamentelor aferente depozitelor atrase de pe piața monetară s-au manifestat mai puternic cu ocazia ultimei ajustări. Astfel, prezența ofertelor purtătoare ale unor rate de dobândă superioare

⁶⁰ nivel mediu lunar; decembrie 2003/iunie 2003

nivelului maxim acceptat⁶¹ a caracterizat toate cele 9 licitații care au precedat-o pe cea la care s-a efectuat ajustarea, volumul acceptat de BNR reprezentând între 98,5 și 67,9 la sută din cel oferit. Un alt indicator relevant a fost creșterea temporară a numărului acestor oferte în cadrul unei licitații, de la 1-2 în lunile precedente la 3-5 în intervalul analizat. Rata medie a dobânzii la operațiunile destinate drenării excedentului de lichiditate s-a plasat mai consecvent în proximitatea plafonului, majorându-se pe parcursul semestrului de la 18,25 la 21,25 la sută.

2. Intervențiile pe piața valutară. Banca centrală a intervenit mai frecvent pe piața valutară, suplimentând fie cererea, fie oferta de devize. Astfel, în perioada iulie-octombrie BNR s-a plasat exclusiv pe poziția de cumpărător net de devize, achiziționând 744,6 milioane euro; în ultima parte a semestrului, pe fondul adâncirii deficitului valutar, banca centrală a vândut 239,4 milioane euro.

3. Scadențe ale unor linii de credit speciale. Procesul de sterilizare a beneficiat de scadențele parțiale în contul liniilor de credit acordate FGDSB și Credit Bank; volumul de lichiditate absorbit a totalizat 663 miliarde lei.

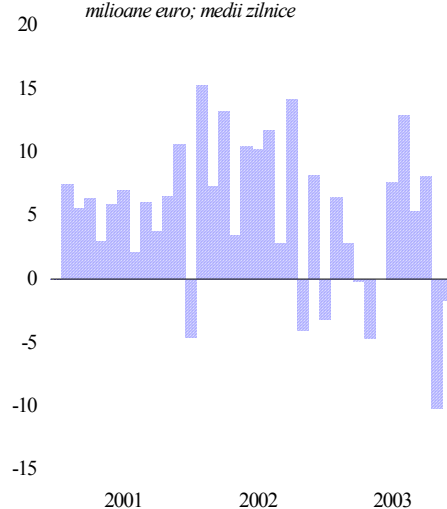
4. Apelarea la facilitățile oferite de banca centrală. Reflecționând prudența crescută a băncilor în gestionarea rezervelor, recurgerea la facilitatea de depozit a fost mult mai amplă față de prima parte a anului. Numărul băncilor care au apelat la această facilitate a crescut de la 10 la 21, iar numărul solicitărilor s-a majorat de la 14 la 57; sumele depuse au variat între 7 și 1 445 miliarde lei, valoarea medie a unui plasament ridicându-se la circa 251 miliarde lei (față de 178 miliarde lei în primul semestru al anului).

3.4. Principalele evoluții monetare

În a doua parte a anului 2003, agregatul monetar M2 a înregistrat o accelerare a ritmului de creștere comparativ cu semestrul anterior, acumulând 9,8 procente în termeni reali. Reflecționând diferențele dintre cererea de bani a agenților economici și cea a populației, creșterea reală a stocului de monedă a fost generată în proporție de 85,7 la sută de depozitele societăților comerciale, activele bancare ale populației acoperind 11,3 la sută. Din perspectiva ofertei de monedă, majorarea în termeni reali a M2 a avut ca sursă principală evoluția ascendentă a bazei

Intervenții nete* ale BNR pe piața valutară

milioane euro; medii zilnice

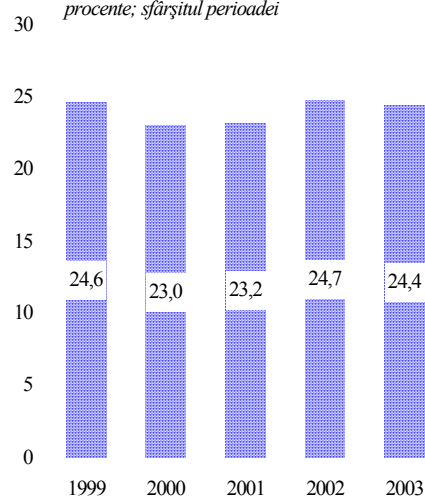


*) cumpărări (+), vânzări (-)

Masa monetară (M2)

(% în PIB)

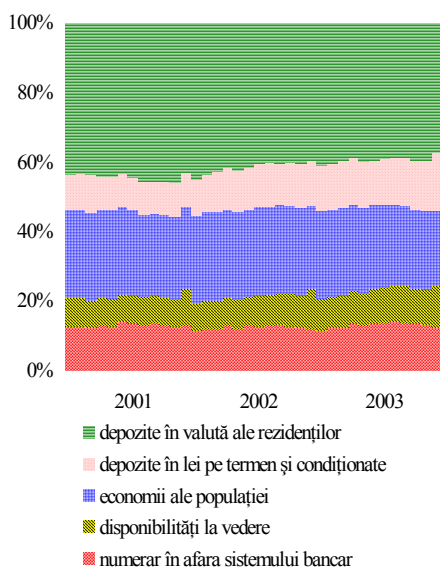
procente; sfârșitul perioadei



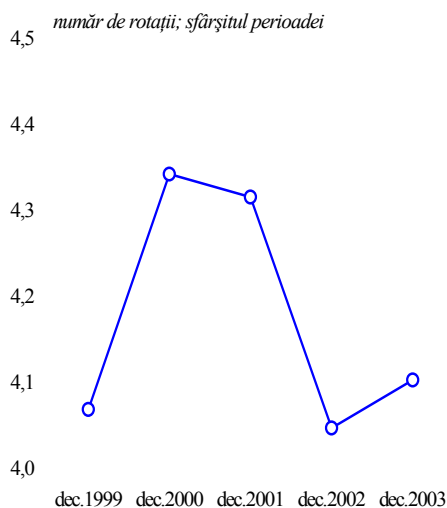
Sursa: INS, BNR

⁶¹ Randamentele maxime solicitate de-a lungul perioadei s-au încadrat însă în noul plafon stabilit de BNR.

Structura masei monetare



Viteza de rotație a banilor



Sursa: INS, BNR

monetare, al cărei nivel mediu a înregistrat în perioada iulie – decembrie 2003 o creștere de 5,4 procente în termeni reali.

Scăderea plasamentelor sectorului nebancaar în titluri de stat în lei (stocul s-a diminuat cu 6 procente în termeni reali față de luna iunie 2003) a fost parțial compensată de majorarea valorii portofoliului său de titluri de stat în devize (+56 procente, exprimat în euro), produsă în contextul lansării în luna septembrie 2003 a unei noi emisiuni de titluri de stat în valută⁶². Ca rezultat al acestor evoluții, în partea a doua a anului 2003 soldul titlurilor de stat aflate în afara sectorului bancar s-a diminuat în termeni reali cu 0,9 procente, iar pseudoagregatul monetar M2T a acumulat doar 8,8 procente în termeni reali.

O altă tendință manifestată pe parcursul semestrului II 2003 a fost cea de situare a ponderii componentei lichide a masei monetare în total M2 la un nivel superior celui din perioada corespunzătoare a ultimilor cinci ani (24,1 procente, medie semestrială). Creșterea reală cumulată a agregatului monetar M1 a fost, însă, inferioară celei din semestrul II al anilor precedenți (13,8 procente, față de 27,2 procente în 2002 și 23,2 procente în 2001). Majorarea masei monetare în sens restrâns s-a datorat îndeosebi amplificării **depozitelor la vedere** (29,3 procente), care, după o traiectorie sinuoasă, au încheiat anul cu o creștere semnificativă, de natură sezonieră, localizată îndeosebi la nivelul conturilor curente ale societăților comerciale cu capital privat.

În partea a doua a anului 2003, **numerarul în circulație** s-a menținut pe un palier ridicat, pe care s-a plasat în special după luna august 2003, când a fost influențat de reducerea numărului sucursalelor BNR⁶³. Efectele plăților cu caracter salarial și social care s-au efectuat în special în primele patru luni ale semestrului II (majorarea salariului net pentru bugetari, compensații pentru persoanele disponibilizate, indexarea și recorelarea pensiilor, subvenții pentru agricultori) au fost în parte compensate de numărul mai mare de zile lucrătoare de la începutul și sfârșitul unora dintre luni. De asemenea, renunțarea la unele plăți bugetare specifice lunii decembrie a limitat creșterea semestrială în termeni reali a numerarului în afara sistemului bancar la doar 2,2 procente (6,7 procente în anul 2002 și 6 procente în anul 2001).

Cvasibanii au crescut în termeni reali cu 8,6 procente față de finele semestrului I 2003, în special datorită **depozitelor la termen** (în lei) ale agenților economici. Aceste depozite au

⁶² emisiune internă denominată pentru prima oară în euro, în valoare de 68,62 milioane euro

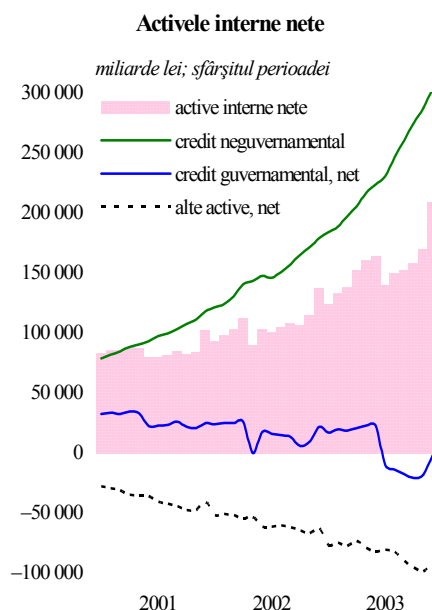
⁶³ demarată la 1 septembrie 2003

acumulat în semestrul analizat 53,6 procente în termeni reali, înregistrând ritmuri înalte de creștere în august și, îndeosebi, în decembrie 2003, când au consemnat una dintre cele mai mari dinamici lunare reale de până acum (întrecută doar de lunile martie 1993 și ianuarie 1994). Printre cauzele sporirii depozitelor la termen în perioada iulie – decembrie 2003 s-a numărat și scăderea constantă a preferinței persoanelor juridice pentru titluri de stat (portofoliul acestora s-a restrâns în perioada analizată cu 6,1 procente în termeni reali).

Economiile populației (inclusiv certificatele de depozit) s-au diminuat cu 0,3 la sută în termeni reali față de nivelul din luna iunie, deși ele au beneficiat în semestrul al doilea de influența pozitivă a următorilor factori: creșterea ratelor dobânzilor pasive (în special în trimestrul IV 2003), reducerea în termeni reali a portofoliului titlurilor de stat în lei aparținând persoanelor fizice (-6 procente), contabilizarea anuală a dobânzilor și majorarea câștigurilor salariale reale nete (în special în luna decembrie 2003 când acestea au crescut cu 11 procente – vârful acestei luni din ultimii trei ani). Deteriorarea vizibilă a gradului de economisire în lei a populației s-a datorat, printre altele, creșterii ratelor și avansurilor aferente creditelor substanțiale acordate persoanelor fizice în anul 2003 și migrării unei părți din resursele în lei ale populației spre plasamentele în valută⁶⁴. Impactul celor două evoluții asupra economisirii a fost doar parțial compensat de mișcarea ascendentă a randamentelor medii ale depozitelor la termen nou constituite, care au crescut în fiecare din ultimele șase luni ale anului, acumulând la nivelul lunii decembrie 3 puncte procentuale față de media lunii iunie.

Depozitele în valută ale populației și respectiv cele ale agenților economici au înregistrat în intervalul iulie – decembrie 2003 viteze diferite de creștere. Astfel, în timp ce depozitele în devize ale persoanelor fizice au câștigat 4,9 procente, cele aparținând persoanelor juridice au crescut cu doar 0,5 procente (ambele exprimate în euro), acestea din urmă reflectând în parte și adâncirea deficitului balanței comerciale din acest an. În aceste condiții, **depozitele în valută** ale rezidenților au sporit pe total semestru cu doar 2,7 procente (în expresie valutară), iar ponderea lor în M2 a fost, ca medie a semestrului II, cea mai mică din ultimii patru ani (38,7 procente), reflectând continuarea tendinței de dedolarizare a pasivelor bancare. Atât populația, cât și agenții economici și-au investit o parte din resursele în valută și în titluri de stat în devize, al căror stoc (exprimat în euro) s-a majorat cu 46 procente și respectiv cu 62,2 procente comparativ cu luna iunie 2003.

⁶⁴ În această perioadă s-a resimțit și reducerea sezonieră a înclinației spre economisire din perioadele de vară și începutul toamnei, favorabilă pe de altă parte majorării numerarului în circulație.



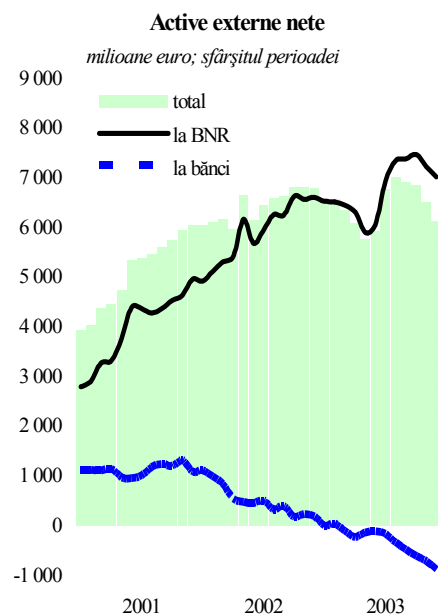
Sursele expansiunii monetare din semestrul II 2003 au fost creditul neguvernamental și componenta activelor externe nete din sistemul bancar aparținând băncii centrale.

Contrapartida internă a masei monetare, exprimată în termeni reali, s-a majorat în partea a doua a anului cu 17,7 procente, reflectând, pe de o parte, extinderea **creditului intern net** (13,2 procente), iar, pe de altă parte, creșterea valorii negative a indicatorului “alte active interne nete” (4 procente).

După ce în semestrul I 2003 s-a situat în palierul pozitiv, soldul **creditului guvernamental net** a înregistrat, începând cu luna iulie 2003, doar valori negative, acționând în sensul restrângerii stocului de monedă. La finele semestrului II 2003, statul s-a plasat pe poziție de creditor net față de sistemul bancar (1 924 miliarde lei), în principal datorită reducerii necesităților de finanțare bancară a sectorului guvernamental. Astfel, în timp ce portofoliul de titluri de stat al băncilor s-a redus semnificativ, soldul contului Trezoreriei statului, fondurile extrabugetare și disponibilitățile statului în valută au sporit, acestea din urmă beneficiind, în luna iulie 2003, de decontarea emisiunii externe de euroobligațiuni.

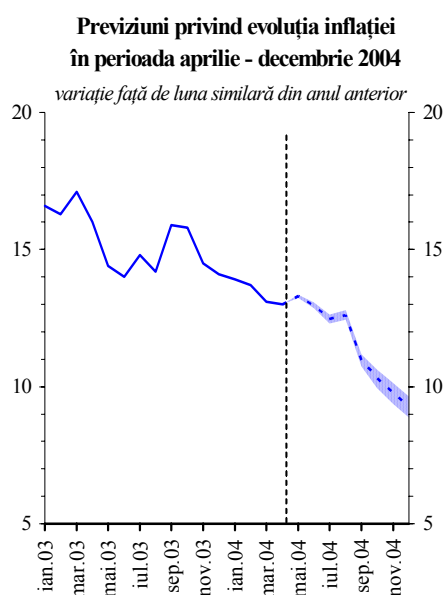
Creditul neguvernamental a continuat să reprezinte principala sursă a expansiunii monetare, majorându-se în termeni reali cu 25,5 procente față de luna iunie 2003. În ultimele șase luni ale anului, creditul neguvernamental în lei a acumulat în termeni reali 31,5 procente, iar cel în valută 19,8 procente (exprimat în euro). Proporția deținută de creditul în valută în total credit neguvernamental s-a plasat în această perioadă pe o pantă descrescătoare, ajungând (ca medie a semestrului II) la cel mai scăzut nivel din ultimii cinci ani (56,2 la sută). Volumul creditelor curente s-a majorat cu 26,5 la sută în termeni reali, în pofida faptului că ratele medii ale dobânzilor solicitate de bănci s-au înscris pe o traiectorie ascendentă. Ratele dobânzii aferente creditelor noi cu termene de până la un an au crescut simțitor, urcând în intervalul iulie-decembrie în medie cu 3,2 puncte procentuale. În cazul creditelor noi cu scadențe superioare unui an, dinamica predominant pozitivă a ratei dobânzii la creditele acordate persoanelor fizice (+1,7 puncte procentuale) a fost estompată de evoluția negativă a ratei dobânzii aferente creditelor destinate persoanelor juridice. Pe ansamblu, rata medie a dobânzii pentru creditele pe termen mediu și lung a înregistrat un spor marginal (+0,1 puncte procentuale).

Activele externe nete ale sistemului bancar au câștigat în partea a doua a anului 3,4 procente (exprimate în euro), această evoluție reflectând dinamica divergentă a acestui indicator monetar la nivelul băncii centrale și respectiv al băncilor. Deși în ultima parte a intervalului analizat activele externe nete ale băncii centrale s-au plasat pe un trend descrescător, pe ansamblul semestrului II acestea au crescut cu 16 procente (în expresie valutară). În luna octombrie 2003 conturile externe ale băncii centrale au fost majorate cu contravaloarea ultimei tranșe din cadrul împrumutului *stand-by* încheiat cu FMI în anul 2001⁶⁵. Activele externe nete ale băncilor (exprimate în euro) au înregistrat o adâncire a nivelului negativ, datorată în principal majorării împrumuturilor acestora de la instituțiile financiare străine, dar și descreșterii plasamentelor în străinătate.



⁶⁵ Valoarea acestei tranșe a fost de 135,2 milioane euro.

4. Perspective privind evoluția inflației



Prognoza ratei inflației pentru intervalul aprilie-decembrie 2004 s-a realizat ținându-se seama de următorii factori de influență:

- continuarea ajustării prețurilor produselor administrate,
- ajustarea prețurilor unor produse alimentare și nealimentare supuse accizării,
- presiuni din partea ofertei,
- presiuni din partea cererii,
- șocuri externe,
- componenta inerțială,
- evoluțiile sezoniere.

În vederea îndeplinirii obiectivului de inflație, stabilit pentru prima oară la nivel de o singură cifră (9 la sută, decembrie/decembrie), politica monetară se va situa pe coordonate prudente. Astfel, controlul lichidității va continua să fie riguros, iar politica de dobânzi va rămâne fermă, fiind totuși posibilă, în partea a doua a anului, o scădere graduală a plafonului randamentelor acceptate de BNR la operațiunile de absorbție în scopul certificării trendului descendent al inflației.

Se consideră că majorarea salariului minim brut pe economie cu 12 la sută, la începutul anului 2004, permite corelarea ritmului de creștere a salariului mediu cu cel al productivității muncii, importantă fiind evitarea unor creșteri ulterioare nejustificate ale veniturilor salariale, care ar constitui un factor de presiune asupra inflației atât din perspectiva costurilor de producție, cât și a cererii de consum.

Se anticipează că majorarea veniturilor bugetare, pe fondul continuării creșterii economice, întăririi disciplinei financiare și al modificării regimului accizelor, va contribui la menținerea deficitului bugetar în limite prudente, deși contextul electoral ar putea induce o relaxare a politicii fiscale.

Un potențial inflaționist ridicat, având în vedere dependența României de importurile de produse energetice (decontate în dolari SUA), ar putea avea majorarea semnificativă a prețurilor internaționale ale petrolului și gazelor și aprecierea bruscă a dolarului american față de principalele monede. În schimb, aprecierea monedei euro față de dolar ar afecta prețurile administrate legate la această monedă, pe cele ale produselor supuse accizării și pe cele ale produselor care încorporează materiale din import plătite în euro. Aceste riscuri ar putea fi însă atenuate de politica de curs de schimb, orientată spre o apreciere reală sustenabilă (2-4 la sută) față de coșul implicit euro-dolar, ceea ce presupune – în condițiile majorării de la 60

la 75 la sută a ponderii euro – o reducere a ritmului nominal de depreciere față de această monedă.

În conformitate cu angajamentul autorităților față de Fondul Monetar Internațional, se vor realiza ajustări periodice ale prețurilor energiei și gazelor naturale. Astfel, prețul energiei electrice va fi ajustat semestrial, iar cel al energiei termice trimestrial, în vederea menținerii acestora la un nivel care să asigure acoperirea costurilor. Ajustarea tarifelor energiei electrice va avea loc în luna iulie, fiind probabilă o majorare ușoară, iar cea a tarifelor energiei termice se va reflecta în rata inflației în trimestrul IV, o dată cu începerea furnizării agentului termic către populație. Prețul gazelor naturale va fi ajustat trimestrial, fiind prevăzute creșteri cu 4 la sută în lunile aprilie, iulie și octombrie. Scumpirea gazelor este justificată de necesitatea alinierii treptate a prețurilor gazelor naturale din producția internă la nivelurile existente pe piața internațională, de liberalizarea pieței interne și de integrarea în piața unică europeană a gazelor, în contextul realizării obiectivului de aderare a României la Uniunea Europeană în anul 2007.

De asemenea, sunt previzibile majorări ale celorlalte prețuri și tarife administrate, ajustările având loc în conformitate cu prevederile legale (trimestrial sau lunar, după caz, în funcție de evoluția cursului de schimb și a inflației).

Prețurile produselor supuse accizării (alcool și băuturi alcoolice distilate, combustibili, tutun și țigări) vor fi influențate de ajustările impuse de calendarul de creștere a accizelor până la integrarea României în Uniunea Europeană. În anul 2004, accizele pentru alcool și băuturi alcoolice distilate vor fi majorate cu 130 EUR/hectolitră (+87 la sută), accizele pentru benzina cu plumb vor crește cu 10 EUR/tonă (+2,5 la sută), iar cele pentru motorină cu 20 EUR/tonă (+9 la sută); la țigarete, acciza va crește cu 11 la sută, până la 16,5 EUR/1 000 de bucăți. În ceea ce privește combustibilii, s-a luat în considerare și eventuala ajustare a prețurilor acestora în vederea apropiării de nivelul practicat în Uniunea Europeană.

Atingerea țintei de inflație depinde, între altele, de atenuarea, în partea a doua a anului 2004, a dezechilibrului existent pe piața agroalimentară, prin obținerea unui randament normal al recoltelor de cereale. Prognoza Organizației Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură (FAO) din aprilie 2004 referitoare la producția mondială de grâu din acest an anticipează creșteri semnificative ale producției de grâu în Europa, menționând condițiile climaterice favorabile din timpul iernii și creșterea suprafețelor cultivate, producătorii fiind stimulați de perspectiva unor prețuri atractive. În România, în condiții climaterice normale, producția de grâu este estimată a crește de la 2,5 milioane tone în anul 2003 la 6,1 milioane tone.