



RAPORT ASUPRA INFLAȚIEI

2/2004

NOTĂ

Redactarea a fost finalizată la data de 18 aprilie 2005.

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

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

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

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

www.bnro.ro

Cuprins

Sinteza	5
1. Evoluția inflației în semestrul II 2004	7
2. Factorii determinanți ai inflației.....	9
2.1. Cererea.....	9
2.1.1. Cererea de consum	9
2.1.2. Cererea de investiții.....	10
2.1.3. Cererea externă netă	11
2.2. Oferta.....	11
2.3. Evoluții bugetare și fiscale	13
2.4. Piața muncii	16
2.4.1. Forța de muncă	16
2.4.2. Venituri.....	18
2.5. Mediul extern.....	21
2.5.1. Cererea externă.....	21
2.5.2. Comerțul exterior	21
2.5.3. Inflația importată	22
2.5.4. Cursul de schimb.....	24
3. Politica monetară	26
3.1. Caracteristici generale ale politicii monetare	26
3.2. Contextul implementării politicii monetare.....	28
3.3. <i>Mix</i> -ul de instrumente de politică monetară	33
3.4. Principalele evoluții monetare	35
4. Perspective privind evoluția inflației.....	39

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
CRB	Centrala Riscurilor Bancare
CSA	Comisia de Supraveghere a Asigurărilor
CSI	Comunitatea Statelor Independente
DST	Drepturi Speciale de Tragere
EIA	Administrația pentru Informații privind Energia (din cadrul Departamentului Energiei din Administrația SUA)
EUROSTAT	Biroul de Statistică al Comunităților Europene
FBC	Formarea brută de capital
FGDSB	Fondul de garantare a depozitelor în sistemul bancar
FMI	Fondul Monetar Internațional
IFS	Buletin lunar/anual de statistică financiară internațională editat de Fondul Monetar Internațional
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	Indicele prețurilor de consum
IPPI	Indicele prețurilor producției industriale
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
MMSSF	Ministerul Muncii, Solidarității Sociale și Familiei
ON	<i>Overnight</i>
OPEC	Organizația țărilor exportatoare de petrol
PSAL	Acordul de împrumut pentru dezvoltarea sectorului privat
RMO	Rezerve minime obligatorii

Sinteză

Rata inflației a continuat să scadă. Lunile iulie și august au întrerupt temporar trendul descendent al inflației ca urmare a corecțiilor aplicate unor prețuri administrate și a influenței nefavorabile a unor prețuri volatile (legume, fructe, carburanți), însă procesul dezinflaționist a fost reluat puternic în luna septembrie. În aceste condiții, ritmul anual de majorare a prețurilor de consum a coborât la 9,3 la sută în luna decembrie (de la 12,4 la sută în august), situându-se cu numai 0,3 puncte procentuale peste obiectivul de inflație al anului 2004.

Economia românească și-a accelerat puternic creșterea. Cererea internă a depășit așteptările, susținând majorarea cu circa 3 puncte procentuale a ratelor anuale de creștere a PIB în trimestrele III și IV 2004, astfel încât, la nivelul întregului an, dinamica PIB (8,3 la sută) a depășit atât obiectivul inițial (5,5 la sută), cât și pe cel revizuit (7,3 la sută). Rolul principal a continuat să revină consumului final efectiv al populației, a cărei creștere s-a datorat atât dinamicii înalte a veniturilor acestui sector (inclusiv a transferurilor externe nete), cât și sporirii autoconsumului.

Componenta investițională a susținut accentuarea creșterii economice numai în prima parte a perioadei analizate, expansiunea din trimestrul III (ritm anual al formării brute de capital fix de 17,3 la sută) fiind urmată de un recul puternic în trimestrul IV (2,7 la sută). În ceea ce privește cererea externă netă, contribuția sa la dinamica PIB a continuat să fie negativă, observându-se totuși o tendință de ameliorare în ultimul trimestru al anului.

Condițiile de pe piața muncii s-au menținut încordate. Rata oficială a șomajului și-a continuat tendința descendentă (până la 6,2 la sută la sfârșitul anului), influențele sezoniere din lunile noiembrie-decembrie fiind ne semnificative. Dinamica salariului mediu net s-a accelerat pe fondul evoluțiilor din sectorul bugetar și din industrie.

Politica monetară a adoptat o conduită restrictivă. Pentru a asigura înscrierea inflației pe o traiectorie compatibilă cu încadrarea în ținta anuală și susținabilitatea dezinflației pe un orizont mai îndepărtat, BNR a menținut restrictivitatea condițiilor monetare. În contextul reducerilor lente, dar repetate, ale ratei dobânzii de politică monetară, relativa înăsprire a condițiilor monetare s-a realizat sub impactul creșterii austerității politicii de curs de schimb.

Politica fiscală s-a situat în cea mai mare parte a semestrului pe coordonate austere, favorabile dezinflației. Comprimarea mult mai amplă a cheltuielilor decât a încasărilor a condus la limitarea deficitului bugetului general consolidat aferent semestrului II 2004 la 0,5 la sută din PIB (față de 1,4 la sută în aceeași perioadă a anului anterior). Chiar și în condițiile schimbării de conduită din luna decembrie, când a avut loc o expansiune a cheltuielilor, deficitul fiscal anual s-a situat sub nivelul proiectat.

Ritmul de creștere a creditului neguvernamental a continuat să se reducă. În semestrul II 2004, creditul neguvernamental și-a diminuat substanțial viteza de creștere, evoluție determinată de temperarea ritmului de majorare a componentei în lei; atât populația, cât și agenții economici au optat preponderent pentru finanțarea bancară în valută, mai ales ca urmare a costului mai scăzut al acestor împrumuturi. Spre deosebire de perioada similară a anului 2003, creditarea nu a mai constituit un stimul major al consumului populației, ratele reale înalte ale dobânzilor favorizând, în schimb, economisirea.

Perspectivile privind evoluția inflației sunt pozitive. Corecțiile aplicate tarifelor produselor energetice și modificarea regimului accizelor în luna aprilie 2005 vor provoca în trimestrul II o abatere temporară a ratelor anuale ale inflației de la trendul descendent, însă în trimestrul III 2005 se estimează revenirea acestora pe o traiectorie compatibilă cu atingerea obiectivului anual de inflație.

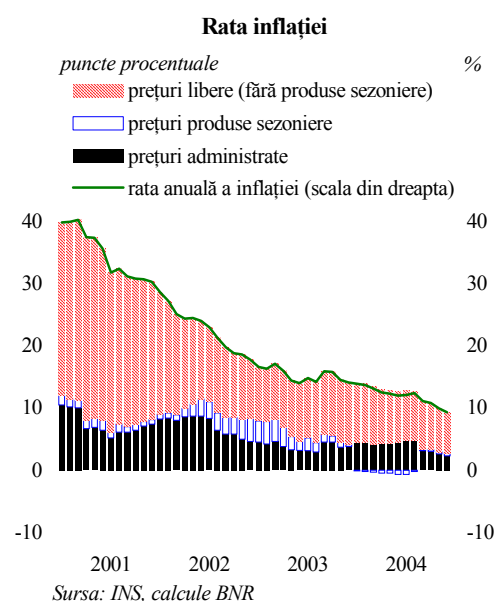
1. Evoluția inflației în semestrul II 2004

Dezinflația a continuat în semestrul II 2004, progresul acesteia în interiorul intervalului fiind însă inegal; lunile iulie și august au întrerupt temporar trendul dezinflaționist al primului semestru¹, pe fondul corecțiilor aplicate prețurilor administrate (energie electrică, gaze naturale, apă, canal, salubritate) și al influenței nefavorabile a unor prețuri volatile (legume, fructe, carburanți), procesul fiind reluat puternic în luna septembrie. În aceste condiții, ritmul anual de majorare a prețurilor de consum a coborât la 9,3 la sută în luna decembrie, situându-se cu 2,7 puncte procentuale sub nivelul din iunie 2004 și cu numai 0,3 puncte procentuale peste obiectivul de inflație al anului 2004.

Spre deosebire de intervalul anterior, în care dezinflația a fost vizibilă în special în cazul mărfurilor alimentare, în semestrul II 2004 tarifele serviciilor au consemnat cea mai consistentă reducere a ritmului anual de creștere (-8,1 puncte procentuale, până la 8,5 la sută); o influență semnificativă în această evoluție a revenit scăderilor de prețuri consemnate în ultimele două luni ale anului de serviciile de telefonie, pe fondul aprecierii nominale a leului față de euro.

Grupa mărfurilor alimentare a continuat să înregistreze cel mai mic ritm anual (7,4 la sută în luna decembrie), inferior însă cu numai 1,2 puncte procentuale nivelului din iunie 2004; influența pozitivă a producțiilor record de cereale a fost estompată de: (i) diminuarea ofertei de legume și fructe ca urmare a condițiilor meteorologice adverse (inundații, grindină, furtuni) și (ii) accentuarea tensiunilor observate pe piața produselor din carne încă din semestrul anterior, generate atât de factori externi (majorarea prețurilor internaționale), cât și interni (restrângerea producției autohtone).

În cazul mărfurilor nealimentare, rata anuală de creștere a prețurilor a coborât la 11,4 la sută în decembrie, rămânând net superioară mediei, în condițiile în care amplitudinea corecțiilor aplicate în semestrul II prețurilor aferente produselor energetice a fost superioară cu 2,7 puncte procentuale celei din prima jumătate a anului, iar nivelurile record atinse de prețul internațional al petrolului² au impus ajustări consistente ale prețurilor interne ale carburanților. Prin urmare, diminuarea cu 6,7 puncte procentuale a variației anuale a prețurilor administrate din



Evoluția prețurilor administrate

	variație anuală (%)			
	2003		2004	
	III	IV	III	IV
Rata inflației	15,0	14,8	11,9	10,0
Prețuri administrate	15,9	19,3	17,9	11,2
1. Mărfuri nealimentare:	17,2	18,6	17,2	12,1
energie electrică	6,1	18,1	30,7	17,7
energie termică	39,1	6,7	0,0	10,4
gaze naturale	25,6	47,0	36,1	22,2
medicamente	11,8	6,4	-6,6	-6,9
2. Servicii, din care:	14,1	17,4	18,2	9,8
apă, canal, salubritate	21,6	22,2	23,2	23,4
telefon	9,7	14,0	15,4	-0,1
transport de călători pe calea ferată	9,2	14,9	17,5	19,2
transport urban (de călători)	17,1	19,4	16,4	17,0

Sursa: INS, calcule BNR

¹ Ratele anuale ale inflației au scăzut constant de la 13,9 la sută în luna ianuarie la 12 la sută în luna iunie, pentru a urca la 12,1 și respectiv 12,4 la sută în primele două luni ale semestrului II.

² a se vedea subsecțiunea 2.5.3. *Inflația importată*

Prețurile de consum pe categorii de produse

	variație anuală (%)			
	2003		2004	
	III	IV	III	IV
Alimente, băuturi, tutun	18,3	18,1	11,4	9,8
Îmbrăcăminte și încălțăminte	11,8	10,2	7,2	6,0
Produse de uz casnic și menaj, mobilă	9,7	8,5	7,0	6,7
Combustibili	18,7	13,1	15,6	20,1
Întreținerea locuințelor*	19,1	21,2	23,2	18,4
Igienă, sănătate	13,0	10,0	1,7	0,9
Transport	15,0	17,6	15,2	15,8
Poștă și telecomunicații	3,5	8,4	14,2	1,0
Recreere și cultură	11,9	13,7	10,9	8,7
Bunuri și servicii diverse	10,9	10,2	6,3	6,6

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

Sursa: INS, calcule BNR

categoria mărfurilor nealimentare (energie electrică și termică, gaze naturale, medicamente), care a reprezentat principalul determinant al dezinflației consemnate la nivelul întregii grupe³, nu s-a datorat evoluțiilor din perioada curentă, ci efectului de bază generat de șocurile de natura ofertei induse în semestrul II 2003 de seceta severă și de majorarea substanțială a prețului de import al gazelor naturale.

Explicația este valabilă și pentru evoluția în ansamblu a prețurilor administrate în semestrul II 2004 (reducere cu 8,8 puncte procentuale a ritmului anual de creștere, până la 9,9 la sută în luna decembrie), la aceasta adăugându-se influența pozitivă a scăderii tarifelor corespunzătoare serviciilor de telefonie.

În aceste condiții, se poate aprecia că principalele presiuni inflaționiste manifestate în intervalul analizat au fost de natura ofertei, fiind determinate în special de evoluția procesului de ajustare a prețurilor la energie și de impactul majorării substanțiale a prețurilor externe ale unor materii prime (petrol, carne). De asemenea, deși ritmul mediu anual de creștere a costului unitar nominal cu forța de muncă în industrie s-a diminuat față de semestrul anterior (cu 2,1 puncte procentuale), în ramurile producătoare de bunuri cu pondere importantă în coșul de consum acesta a rămas superior mediei (industria alimentară) și chiar s-a accelerat (confecții, pielărie și încălțăminte, industria energetică). Aceste presiuni asupra costurilor de producție au fost însă contracarate de evoluția favorabilă a prețurilor unor materii prime (grâu, bumbac, lână), astfel încât rata anuală de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă și-a continuat trendul descrescător (în industria prelucrătoare, de la 19,1 la sută în luna iunie la 16,7 la sută în luna decembrie). În acest sens a acționat și intensificarea competiției în sectorul productiv sub presiunea importurilor complementare, dar și a climatului concurențial creat pe piața de *retail* de către operatorii comerciali de mari dimensiuni.

Din perspectiva cererii, potențialul inflaționist al consumului populației a fost mai puternic decât în semestrul anterior ca urmare a accentuării caracterului lax al politicii veniturilor în ultimul trimestru al anului (a se vedea subsecțiunea 2.4.2. *Venituri*). Cu toate acestea, orientarea către importuri (pe fondul unei flexibilități limitate a ofertei interne) a reprezentat un factor de susținere a dezinflației în condițiile unui trend favorabil al prețurilor bunurilor de consum importate⁴ și al cursului de schimb leu-euro (apreciere nominală medie de 0,4 la sută față de semestrul I, în principal datorită evoluțiilor consemnate în ultimele două luni ale anului).

³ reducere cu 2,4 puncte procentuale a ritmului anual comparativ cu luna iunie

⁴ a se vedea subsecțiunea 2.5.3. *Inflația importată*

2. Factorii determinanți ai inflației

2.1. Cererea

În a doua jumătate a anului 2004, PIB a consemnat o accelerare cu peste 3 puncte procentuale a ritmului anual comparativ cu semestrul I (+10 la sută⁵ în trimestrul III și +9,7 la sută în trimestrul IV). Această tendință a fost susținută în continuare de cererea internă, în cadrul căreia se observă consolidarea dinamicii componentei de consum și fluctuația puternică a ritmului de creștere a componentei investiționale (de la +17,3 la sută în trimestrul III la numai 2,7 la sută în trimestrul IV).

2.1.1. Cererea de consum

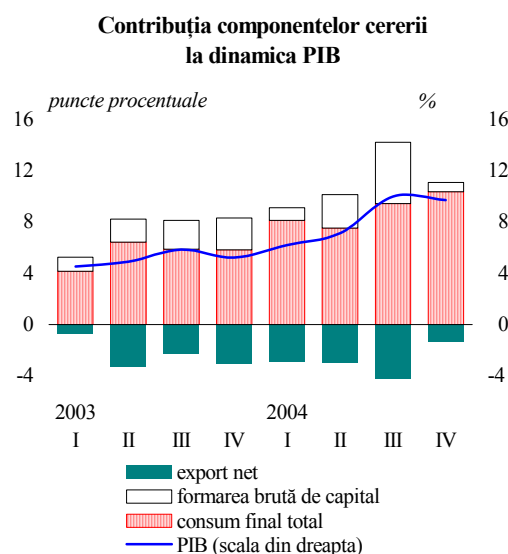
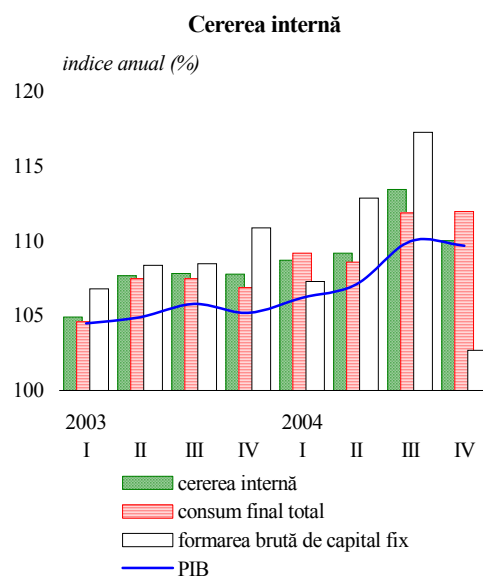
Consumul final efectiv al populației și-a accelerat semnificativ dinamica în cea de-a doua parte a anului 2004, înregistrând în trimestrele III și IV ritmuri de 12,9 și respectiv 12,8 la sută, comparativ cu o medie de circa 9 la sută în semestrul I; evoluția a fost susținută în principal de creșterea venitului real disponibil ca rezultat al majorării salariilor nete, dar și al decelerării inflației⁶. La dinamizarea cererii de consum a populației au contribuit toate cele trei segmente – cumpărări de bunuri și servicii, autoconsum și achiziții de pe piața țărănească, serviciile individuale furnizate de administrația publică și organizațiile nonprofit –, rolul principal revenind componentei de autoconsum (sub influența producției cerealiere record din acest an, dar și a unui efect de bază, ritmurile trimestriale de creștere au urcat la 19,6 și respectiv 12,9 la sută, de la valori de sub 2 la sută în trimestrele I și II).

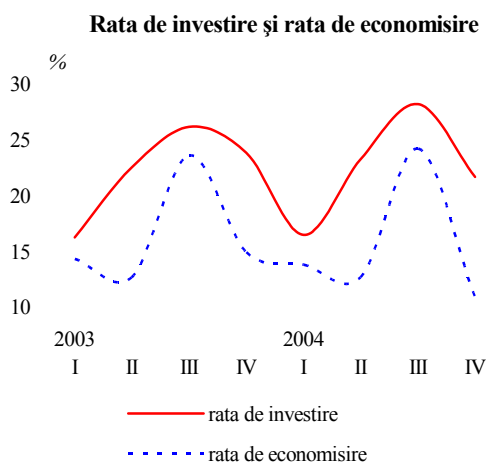
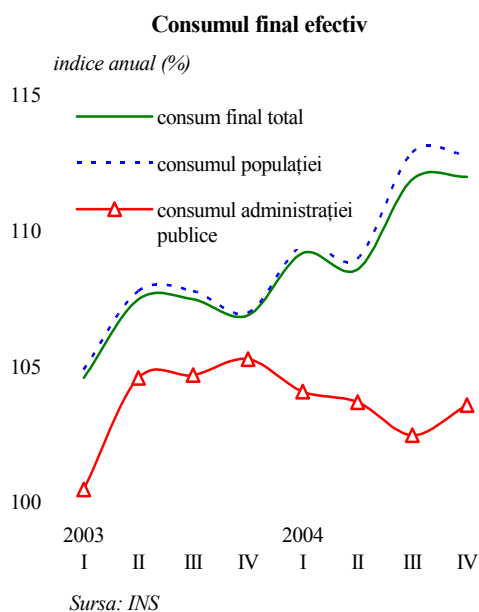
De mai mică amploare (1-1,5 puncte procentuale), dar mai importantă prin prisma potențialului inflaționist, a fost accelerarea de ritm înregistrată de consumul de mărfuri și servicii al populației; tendința a fost imprimată în esență de servicii (majorare a ritmului anual de până la 9 puncte procentuale), evoluția observată pe segmentul bunurilor fiind mult mai echilibrată. Analiza în structură a cererii de bunuri relevă următoarele aspecte:

- (i) creșterea accelerată a cererii pentru bunuri de uz curent (alimente, confecții, încălțăminte, produse farmaceutice și cosmetice);

⁵ În absența unei mențiuni exprese, în secțiunile 2.1. Cererea și 2.2. Oferta ritmurile sunt determinate în raport cu perioada corespunzătoare a anului precedent.

⁶ În semestrul II, ritmul real al salariului mediu net pe economie a fost de 10,1 la sută, superior cu 1,1 puncte procentuale nivelului din semestrul I.





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

(ii) frânarea puternică a ritmului de creștere a cererii pe segmentul *bunuri de folosință îndelungată*⁷, asociată limitării plafonului de îndatorare a populației în contextul noului cadru de prudențialitate al creditului de consum⁸; această tendință s-a inversat totuși în ultimele două luni ale anului, sub acțiunea unor factori de natura ofertei – lansarea unor pachete promoționale atractive, perfecționarea sistemului de achiziții în rate, inclusiv prin înființarea de către marii distribuitori a unor companii proprii de credit de consum;

(iii) accentuarea interesului pentru achizițiile de autovehicule⁹, îndeosebi în trimestrul IV, evoluție ce poate fi corelată cu menținerea unui ritm susținut de creștere a creditului în valută pe termen mediu (196,7 la sută).

Deși relaxarea cheltuielilor bugetare în ultimele trei luni ale anului 2004, în contextul organizării alegerilor generale, a condus la dinamizarea cu 1,1 puncte procentuale a consumului final efectiv al administrației publice comparativ cu trimestrul III, pe ansamblul semestrului II creșterea consumului guvernamental (+2,5 și, respectiv, +3,6 la sută în trimestrele III și IV) a fost mai modestă decât în intervalul ianuarie-iunie.

2.1.2. Cererea de investiții

Semestrul II 2004 a fost marcat de o schimbare abruptă a comportamentului investițional, ritmul de creștere a formării brute de capital fix scăzând în ultimul trimestru al anului la numai 2,7 la sută, după o tendință pronunțat ascendentă în intervalul ianuarie-septembrie.

Prima parte a intervalului analizat a continuat tendințele anterioare, dinamica investițiilor atingând cea mai înaltă valoare din ultimii șase ani¹⁰ (+17,3 la sută); similar primei jumătăți a anului, evoluția a fost susținută de: (i) rezultatele financiare favorabile înregistrate de sectorul corporatist în perioada anterioară; (ii) menținerea unor condiții accesibile de creditare internă și externă; (iii) disponibilitatea resurselor financiare externe cu caracter nerambursabil (SAPARD, ISPA); (iv) creșterea volumului investițiilor directe ale nerezidenților.

⁷ Dinamica anuală a volumului cifrei de afaceri pentru această categorie de produse s-a redus de la peste 25 la sută în trimestrul I la circa 1 procent în trimestrul III, iar în luna octombrie a consemnat un nivel negativ (-4,7 la sută).

⁸ Ritmul real al împrumuturilor în lei pe termen scurt și mediu acordate populației s-a redus constant de la 233,1 la sută în luna ianuarie la 11,7 la sută în luna decembrie.

⁹ În semestrul II 2004, ritmul anual de creștere a volumului cifrei de afaceri în comerțul cu autovehicule s-a dublat, ajungând la aproximativ 16 la sută.

¹⁰ Conturi naționale trimestriale conform metodologiei ESA95 sunt disponibile numai începând din 1999.

În ceea ce privește evoluția din trimestrul IV, aceasta este surprinzătoare, neputând fi asociată decât într-o anumită măsură cu o posibilă devansare a unor proiecte de investiții ca urmare a unor incertitudini legate de ciclul electoral (tendință sugerată de diminuarea severă a fluxului de credite externe cu garanție guvernamentală).

2.1.3. Cererea externă netă

În semestrul II 2004, cererea externă netă a continuat să reprezinte un factor de limitare a creșterii economice, contribuția sa negativă înregistrând totuși o ameliorare în trimestrul IV (-1,4 puncte procentuale față de o medie de circa -3 puncte procentuale aferentă trimestrelor I-III), în condițiile încetinirii mult mai rapide a ritmului importurilor comparativ cu exporturile de bunuri și servicii.

2.2. Oferta

În semestrul II 2004, accelerarea ritmului de creștere a PIB a fost însoțită de unele rezultate pozitive în planul adaptării ofertei la exigențele de preț și calitate ale cererii.

Serviciile au înregistrat o evoluție ascendentă (+5,4 și, respectiv, +7,1 la sută în trimestrele III și IV), participând cu 2,1 și respectiv 3,3 puncte procentuale la creșterea PIB. Rezultate favorabile au fost înregistrate la nivelul tuturor categoriilor importante de servicii, remarcându-se performanțele superioare obținute în planul valorificării potențialului intern de consum. În cazul comerțului cu amănuntul, de exemplu, preocuparea operatorilor pentru ajustări de ordin cantitativ a fost dublată de măsuri de flexibilizare a politicilor de marketing, evoluția acestui subsector caracterizându-se prin: (i) extinderea rețelelor de desfacere, cu accent pe constituirea de sateliți comerciali în jurul marilor aglomerări urbane; (ii) creșterea numărului de magazine de concepție relativ nouă (cum ar fi electrocomplexul și complexul auto integrat¹¹); (iii) perfecționarea sistemului de achiziții în rate, inclusiv prin înființarea de companii proprii de credit de consum.

În trimestrele III și IV, dinamica valorii adăugate brute aferente **industriiei** s-a accelerat comparativ cu prima parte a anului (+6,3 și respectiv +6,8 la sută), evoluție susținută de majoritatea grupelor de produse, cu excepția bunurilor de uz curent, categorie la care s-au înregistrat în continuare pierderi de producție (-3,8 la sută în ultimele șase luni).

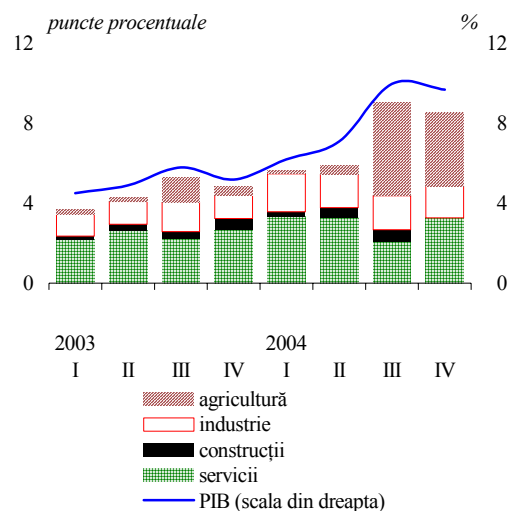
¹¹ Primul tip de magazin menționat include, pe lângă electrocasnice și electronice, produse IT și *home system*. În cel de-al doilea caz, s-a avut în vedere reunirea spațiului de prezentare cu o zonă destinată serviciilor post-vânzare.

Investiții realizate

	Anii	variație anuală (%)			
		I	II	III	IV
Total	2003	6,7	7,0	7,5	10,3
	2004	7,2	12,0	18,1	1,7
- lucrări de construcții noi	2003	0,1	6,3	7,2	6,3
	2004	7,6	9,6	13,3	6,9
- utilaje	2003	13,1	14,3	3,9	15,9
	2004	14,9	26,4	38,4	5,5

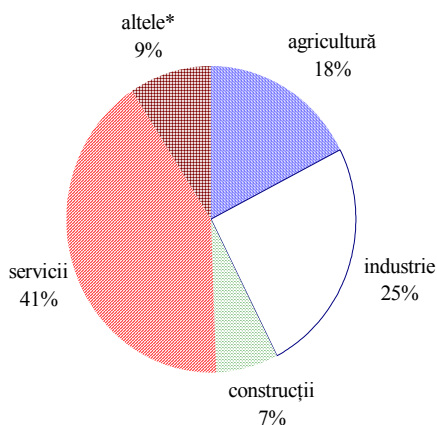
Sursa: INS

Contribuția principalelor componente ale ofertei la dinamica PIB



Sursa: INS, calcule BNR

Formarea PIB în semestrul II 2004



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

Sursa: INS, calcule BNR

Ritmul lent de ameliorare a ofertei s-a menținut și în semestrul II, pe fondul întârzierilor în procesul de restructurare (cu impact direct în privința gradului de înzestrare tehnologică și a nivelului de calificare profesională), dar și al nerespectării, în cazul unor ramuri, a corelației dintre dinamica productivității muncii și cea a costurilor cu forța de muncă, în aceste condiții fiind afectate cotele de piață deținute la intern și la extern de producătorii autohtoni. Necesitatea flexibilizării ofertei a devenit, începând cu trimestrul IV, cu atât mai acută cu cât aprecierea monedei naționale accentuează presiunea concurențială exercitată de importurile complementare.

În cadrul grupeii *bunuri de uz curent*, consecințele acestor disfuncționalități sunt vizibile cu precădere la nivelul ramurilor industriei ușoare, care își văd astfel serios amenințate câștigurile de ordin tehnologic și profesional conferite de practicarea pe scară largă a producției în sistem *lohn*. Deficiențe există încă și pe segmentul alimentar, însă extinderea operațiunilor de preluări și achiziții (îndeosebi în industria cărnii și în industria de morărit și panificație) este un indiciu al unei posibile ameliorări a ofertei în perioada următoare.

În pofida capacităților de producție importante de care dispune industria metalurgică – principala componentă a grupeii de *bunuri intermediare*, situația de monopol existentă și orientarea producătorului autohton către export (pentru câștigarea de noi piețe și fructificarea condițiilor favorabile de preț) au condus la situația în care, deși oferta autohtonă a crescut, satisfacerea cererii interne s-a realizat pe seama unor importuri de completare consistente. Aprovizionarea din import are o pondere semnificativă și în industria textilă, însă cauzele sunt diferite – calitatea necorespunzătoare a ofertei, rezultat al decapitalizării companiilor de profil, creează serioase dificultăți procesului de integrare a producției autohtone de confecții și încălțăminte.

Industria românească cuprinde însă și segmente care se caracterizează printr-o flexibilitate pronunțată a ofertei. Un bun exemplu este cel oferit de industria mijloacelor de transport rutier¹² – ramura cu cea mai mare pondere în producția de *bunuri de capital* –, în cazul căreia decizia adoptată în trimestrul III de principalul producător autohton (retragerea din fabricație a două modele de autoturism cu uzură morală avansată și lansarea ulterioară pe piață a unui model nou, caracterizat printr-un raport calitate/preț mult îmbunătățit) a

¹² Deși achizițiile de autoturisme sunt considerate consum (metodologia conturilor naționale), în clasificarea pe marile grupe industriale utilizată de INS, autoturismele sunt incluse în categoria *bunuri de capital*.

generat, încă din trimestrul IV, intensificarea ritmului livrărilor atât pe piața internă, cât și la export¹³.

Rezultatele remarcabile obținute la producția vegetală au indus valori adăugate brute din **agricultură** unele dintre cele mai ridicate ritmuri din ultimii 15 ani (+25,6 la sută și, respectiv, +27,6 la sută în trimestrele III și IV). În aceste condiții, la nivelul semestrului II aportul acestui sector la dinamica PIB s-a majorat substanțial (depășind 40 de procente).

Sectorul **construcțiilor** a înregistrat o dinamică mai alertă (+10,8 și respectiv +9,1 la sută) susținută, în trimestrul III, de componentele *clădiri nerezidențiale* și *construcții inginerești*, iar ulterior îndeosebi de segmentul *clădiri rezidențiale* (trimestrul IV fiind, de altfel, singura perioadă din anul 2004 în care construcțiile de locuințe au consemnat un ritm pozitiv de creștere).

2.3. Evoluții bugetare și fiscale

Urmărind susținerea procesului dezinflației și menținerea sub control a deficitului de cont curent, politica autorității bugetare și-a păstrat în a doua parte a anului conduita relativ prudentă. Ținta de deficit stabilită la începutul anului a fost revizuită în luna august (pentru a doua oară în anul 2004), nivelul acesteia fiind redus la 1,6 la sută din PIB, în timp ce valorile principalelor variabile macroeconomice care au stat la baza fundamentării dimensiunii noilor indicatori bugetari au rămas aproape neschimbate; excepție a făcut doar proiecția de creștere economică, care a fost modificată de la 5,5 la 6,5 la sută. Decizia autorității publice de a comprima deficitul bugetar a survenit în condițiile în care încasările bugetare din prima parte a anului au devansat așteptările, iar expansiunea cererii interne a devenit riscantă din perspectiva sustenabilității dezinflației.

În pofida majorării unor cote de impozite și taxe¹⁴ și a intensificării activității economice, mărimea relativă a încasărilor bugetului general consolidat acumulate în a doua parte a anului a fost inferioară celei din intervalul corespunzător al anului anterior (ponderea lor în PIB diminuându-se cu 0,3 puncte procentuale). Reculul veniturilor s-a datorat restrângerii colectărilor din unele impozite indirecte, în principal din taxa pe valoarea adăugată, care a anihilat complet sporul încasărilor din

Structura veniturilor bugetului consolidat*)

	%		
	Sem. II 2003	Sem. I 2004	Sem. II 2004
Venituri	100,0	100,0	100,0
Venituri fiscale, din care:	93,3	94,3	94,2
Impozit pe profit	7,8	9,0	9,3
Impozit pe venit	9,5	10,3	9,9
Contribuții sociale	32,1	31,5	31,9
TVA	24,1	23,7	23,1
Taxe vamale	2,3	2,2	2,4
Accize	10,7	10,8	11,7
Venituri nefiscale	6,4	5,1	4,9
Venituri din capital	0,3	0,6	0,5
Venituri din finanțări nerambursabile	0,2	0,0	0,3

*) transferurile între bugete au fost eliminate
Sursa: calcule BNR pe baza datelor MFP

¹³ Comparativ cu trimestrul III, ritmul anual al volumului cifrei de afaceri aferente industriei de mijloace de transport rutier a crescut de la +8,3 la +21,3 la sută în cazul livrărilor pe piața internă și de la +55,9 la +71,1 la sută în cazul producției exportate.

¹⁴ accizele la băuturile alcoolice, produsele din tutun și uleiurile minerale (prin parcurgerea unor noi etape de aliniere la standardele europene), impozitul pe profit (pentru profitul obținut din activitatea de export)

Structura cheltuielilor bugetului consolidat*

	%		
	Sem. II 2003	Sem. I 2004	Sem. II 2004
Cheltuieli, din care:	100,0	100,0	100,0
Autorități publice	5,2	5,1	5,6
Apărare, ordine publică și siguranță națională	9,8	10,8	10,4
Învățământ	9,5	10,7	8,9
Sănătate	11,9	11,8	10,1
Cheltuieli social-culturale	38,9	39,4	41,0
Acțiuni economice	18,7	17,1	19,9
Dobânzi aferente datoriei publice	5,5	3,8	2,5

*) inclusiv ajustările conform metodologiei FMI;
transferurile între bugete au fost eliminate

Sursa: calcule BNR pe baza datelor MFP

impozitul pe profit și pe venit, din contribuțiile de asigurări sociale și din taxele vamale.

În ceea ce privește cheltuielile bugetului general consolidat efectuate în al doilea semestru al anului, acestea au suferit o comprimare în termeni relativi mult mai amplă decât cea a veniturilor (ponderea lor în PIB diminuându-se cu 1,2 puncte procentuale față de cea din perioada corespunzătoare a anului anterior). Cheltuielile materiale, plățile de dobânzi aferente datoriei publice, precum și subvențiile și-au redus mărimea relativă față de PIB (cu valori cuprinse între 0,3 și 0,5 puncte procentuale), în timp ce transferurile (în cvasitotalitatea lor sociale) și cheltuielile de personal (influențate de creșterea salariilor personalului bugetar) și-au majorat ponderea; cheltuielile de capital (concentrate în proporție de 46 la sută în luna decembrie) și-au menținut ponderea în PIB la nivelul de 2,1 la sută.

Dinamica descendentă a cheltuielilor mult mai alertă decât cea a încasărilor a făcut ca în a doua parte a anului bugetul general consolidat¹⁵ să înregistreze un deficit de 0,5 la sută din PIB, față de 1,4 la sută în aceeași perioadă a anului anterior.

Evoluția soldului bugetului general consolidat

	procente în PIB		
	Sem. II 2003	Sem. I 2004	Sem. II 2004
Deficit convențional	-1,42	-0,62	-0,53
Surplus (+)/deficit (-) primar	-0,53	0,12	0,03

Sursa: calcule BNR pe baza datelor MFP și INS

O parte însemnată a deficitului bugetului general consolidat s-a concentrat și în 2004 în ultima lună (peste 85 la sută, comparativ cu aproape 67 la sută la sfârșitul anului precedent). În decembrie 2004, cheltuielile au sporit cu 58 la sută, iar încasărilor cu 20 la sută față de media primelor 11 luni. Expansiunea cheltuielilor s-a produs, în principal, pe seama celor de capital și a celor materiale, cuantumul lor lunar fiind de peste 5 ori mai mare, respectiv aproape dublu față de media lunilor precedente.

Soldul primar semestrial și-a schimbat semnul față de cel consemnat în intervalul corespunzător al anului anterior, datorită diminuării cheltuielilor primare (care exclud plățile de dobânzi aferente datoriei publice), a căror pondere în PIB s-a redus cu 1 punct procentual. În perioada analizată s-a înregistrat un surplus primar de 0,03 la sută din PIB, comparativ cu un deficit primar de 0,5 la sută din PIB în intervalul similar al anului precedent.

Acoperirea decalajului dintre veniturile și cheltuielile bugetare, precum și refinanțarea datoriei publice s-au efectuat și în acest semestru din surse externe și interne. Fondurile externe au provenit exclusiv din creditele acordate direct ministerelor de diverse organisme internaționale, iar cele interne au fost atrase

¹⁵ inclusiv bugetul Companiei Naționale de Autostrăzi și Drumuri Naționale din România

prin intermediul emisiunilor de titluri de stat denumite în lei, atât de la persoanele fizice, cât și de la cele juridice.

Similar celei de a doua jumătăți a anului anterior, sporul de datorie publică a fost modest; acesta a fost finanțat în totalitate de sectorul nebancar, fondurile furnizate de bănci servind doar la reînnoirea parțială a datoriei publice scadente.

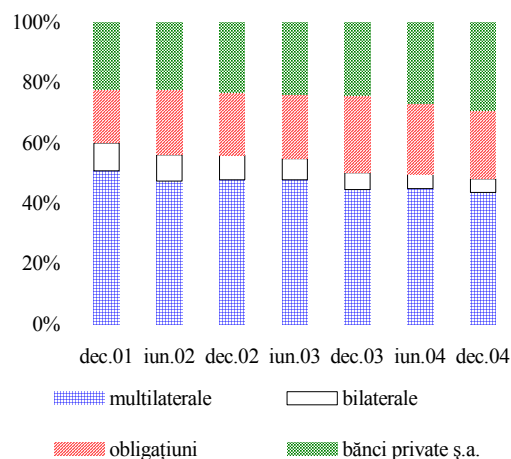
În semestrul II 2004, autoritatea publică a pus în circulație o pătrime din totalul titlurilor de stat emise de-a lungul întregului an, față de 19 la sută în perioada corespunzătoare a anului anterior. Peste 60 la sută din fondurile totale mobilizate prin intermediul licitațiilor de titluri de stat au provenit de la clienții băncilor (comparativ cu 35 la sută în același semestru al anului precedent). Valoarea totală a titlurilor de stat emise, de circa 14 394 miliarde lei, a acoperit quantumul înscrisurilor scadente în proporție de 94 la sută. Începând cu luna septembrie, volumul titlurilor de stat puse în circulație a fost constant devansat de cel al înscrisurilor ajunse la maturitate, pe ansamblul semestrului efectuându-se răscumpărări nete de circa 847 miliarde lei (17 480 miliarde lei în perioada corespunzătoare a anului precedent).

Structura scadențelor titlurilor de stat emise a suferit modificări radicale. Începând cu luna octombrie, emisiunile de înscrisuri cu maturități de până la 1 an inclusiv au fost abandonate, în calendarul emisiunilor de titluri de stat fiind prezente doar obligațiunile de stat pe termen de 2, 3 și 5 ani. Ca urmare, scadența medie a titlurilor de stat emise în semestrul II 2004 a crescut la 480 de zile, față de 390 de zile în a doua parte a anului precedent.

În semestrul analizat, MFP a atras constant fonduri de la persoanele fizice, prelungind sau deschizând noi intervale de subscriere pentru certificatele de trezorerie destinate populației. Pe această cale, autoritatea publică a procurat aproape lunar (excepție făcând doar luna noiembrie) sume noi, al căror total s-a cifrat pe ansamblul semestrului la circa 1 027 miliarde lei. Randamentele aferente acestor înscrisuri s-au redus în două etape, atât pentru înscrisurile cu scadența de 3 luni, cât și pentru cele cu maturitatea de 6 luni: cu 0,5 puncte procentuale în septembrie și cu 1 punct procentual în noiembrie. Stocul certificatelor de trezorerie s-a cifrat la sfârșitul anului 2004 la circa 21 966 miliarde lei, fiind doar cu 14 la sută superior celui consemnat la finele anului anterior.

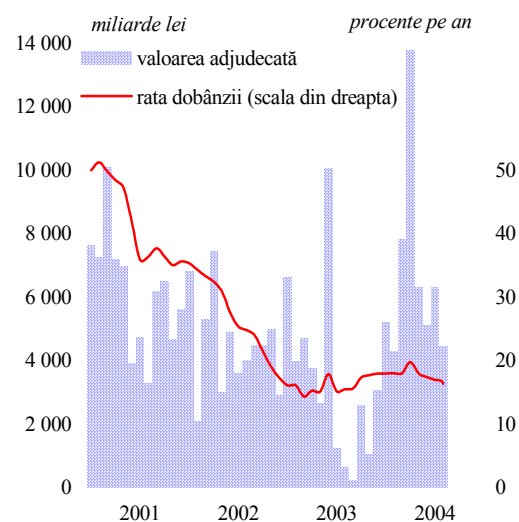
Pentru acoperirea unor goluri temporare de resurse, MFP a recurs și în a doua jumătate a anului la atragerea de depozite de pe piața monetară, autoritatea publică procurând astfel 1 000 miliarde lei, pe scadența *overnight*.

Datoria publică externă - structura pe surse de finanțare -



Sursa: calcule BNR pe baza datelor MFP

Emisiunile de titluri de stat (certificate de trezorerie)



Autoritățile locale au continuat seria emisiunilor de obligațiuni municipale, punând în circulație înscrisuri însumând circa 139 miliarde lei, volum ce reprezintă doar 39 la sută din cel lansat în perioada corespunzătoare a anului precedent. Acestea au fost emise pe scadențe de 2 și 4 ani, iar remunerarea lor s-a compus din media cotațiilor BUBID, BUBOR pe termenul de 3 și respectiv 6 luni și o marjă de dobândă variind între 1 punct și 2 puncte procentuale. La sfârșitul anului, stocul obligațiunilor municipale totaliza circa 838 miliarde lei.

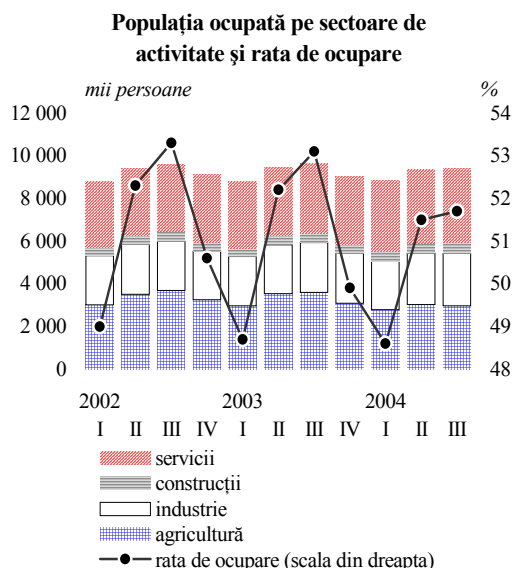
Datoria publică internă s-a cifrat la sfârșitul anului la aproximativ 145 716 miliarde lei, fiind în creștere cu circa 19 847 miliarde lei față de stocul consemnat la jumătatea anului 2004. În semestrul al doilea, mărimea relativă (ponderea în PIB) a datoriei publice interne a sporit cu 0,8 puncte procentuale, datorită creșterii atât a componentei directe¹⁶ (cu 0,3 puncte procentuale), cât și a celei garantate¹⁷ (cu 0,5 puncte procentuale). Majorarea garanțiilor pentru creditele interne s-a concentrat exclusiv în trimestrul al treilea al anului, când volumul acestora aproape s-a triplat comparativ cu cel consemnat la sfârșitul primului semestru.

2.4. Piața muncii¹⁸

2.4.1. Forța de muncă

Cele mai recente date obținute pe baza Anchetei asupra forței de muncă în gospodăria (trimestrele II și III 2004) pun în evidență continuarea restructurării economiei, cu efecte asupra structurii populației ocupate și a șomajului. Accentuarea tendinței de scădere a numărului persoanelor ocupate în agricultură¹⁹ (-569 mii) a avut loc în condițiile extinderii oportunităților de angajare în sectoarele secundar și terțiar (unde ocuparea s-a majorat cu 7 la sută), indiciu al așteptărilor favorabile ale producătorilor privind evoluția viitoare a activității economice. Creșterea cererii de forță de muncă în aceste sectoare a stimulat populația anterior inactivă și pe cea anterior ocupată în agricultură să caute un (alt) loc de muncă, evoluție sugerată și de:

- majorarea numărului șomerilor pe termen scurt cu 27 la sută;
- scăderea (cu 15,8 la sută) a numărului persoanelor descurajate (persoanele inactive care, deși erau disponibile



¹⁶ generată de deficitul bugetar consolidat și de activele neperformante preluate la datoria publică

¹⁷ care include garanțiile pentru creditele interne contractate în lei și valută

¹⁸ În absența unei alte mențiuni, analiza în dinamică a datelor prezentate în această secțiune s-a realizat prin comparație cu perioada similară din anul anterior.

¹⁹ sector care, pe parcursul tranziției spre economia de piață, a acționat ca o supapă pentru angajații deveniți șomeri în urma restructurării industriale

să lucreze, nu au întreprins nimic pentru a căuta un loc de muncă, fiind convinse de insuccesul lor pe piața forței de muncă);

- creșterea semnificativă a salariaților în mediul urban, care a compensat parțial scăderea numărului lucrătorilor pe cont propriu și al lucrătorilor familiari neremunerați (cu activitate îndeosebi în agricultură).

Pe de altă parte, șomajul structural a persistat – numărul șomerilor pe termen lung a continuat să crească, iar durata medie a șomajului a rămas de aproape 2 ani (22,8 luni); deși lipsa unei calificări adecvate cerințelor pieței constituie un motiv major al acestui fenomen, participarea la cursuri de calificare/recalificare organizate de agențiile de ocupare a forței de muncă s-a menținut redusă²⁰. De asemenea, analiza structurii populației ocupate după forma de proprietate sugerează o altă cauză a șomajului pe termen lung, și anume faptul că dezvoltarea sectorului privat este încă insuficientă pentru a genera un număr de locuri de muncă noi, care să poată compensa disponibilizările realizate de entitățile publice și mixte.

Un alt fenomen cu implicații negative asupra potențialului de forță de muncă, dar și asupra capacității de a asigura un echilibru între resursele și cheltuielile legate de asigurările sociale de stat și de asistența socială este îmbătrânirea populației, reflectată de: (i) scăderea populației în vârstă de până la 34 de ani (inclusiv) și (ii) modificarea structurii populației în vârstă de peste 54 de ani în sensul creșterii celei inative în detrimentul populației active.

Evoluțiile prezentate mai sus au condus la scăderea ratei de activitate și a ratei de ocupare a populației în vârstă de peste 15 ani (inclusiv)²¹, în medie cu 0,5 și respectiv 1,1 puncte procentuale, precum și la majorarea ratei șomajului calculate conform metodologiei Biroului Internațional al Muncii (BIM) cu 1,1 puncte procentuale.

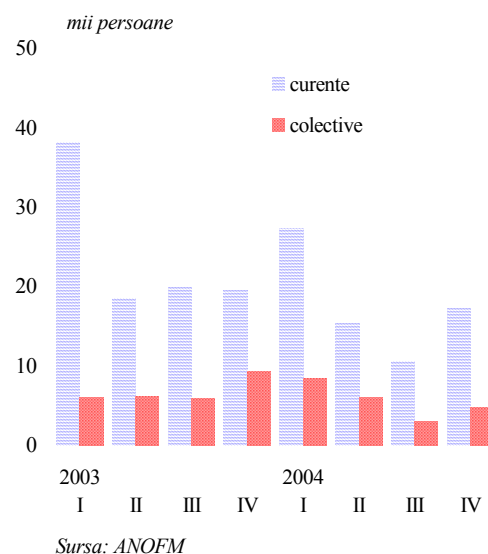
Intervalul de analiză considerat consemnează slăbirea în continuare a corelațiilor dintre datele furnizate de INS în ancheta AMIGO și în Buletinul statistic lunar:

- spre deosebire de rata șomajului BIM, rata șomajului înregistrat s-a redus în perioada aprilie-septembrie 2004 cu 0,7 puncte procentuale;
- numărul persoanelor ocupate care figurau ca șomeri în evidențele agențiilor de ocupare a forței de muncă a crescut

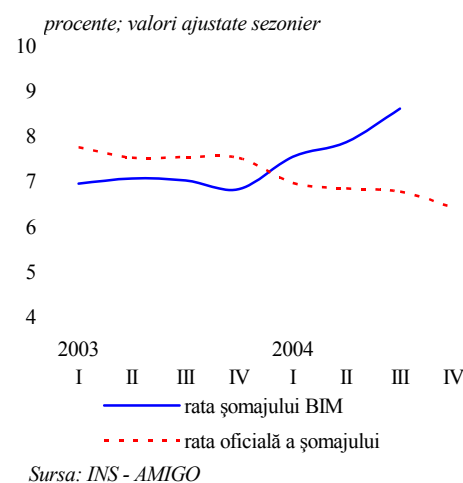
²⁰ Conform ANOFM, la 31 decembrie 2004 numărul șomerilor care participau la astfel de cursuri se ridica la 36 440 persoane.

²¹ calculate ca raport între populația ocupată/activă în vârstă de peste 15 ani (inclusiv) și populația totală în vârstă de peste 15 ani (inclusiv)

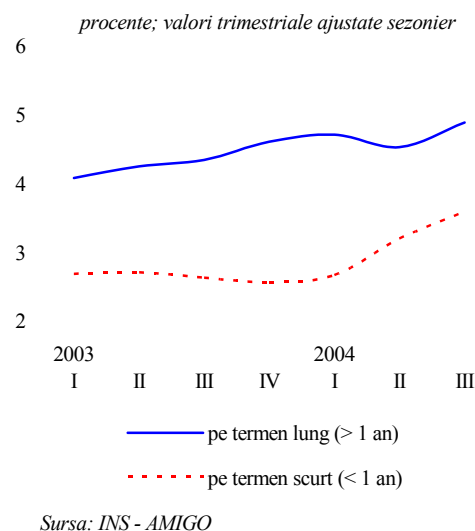
Disponibilizări curente și colective



Rata oficială a șomajului și rata șomajului BIM



Rata șomajului în funcție de durată



de 2,5 ori față de media trimestrială a perioadei ianuarie 2003-martie 2004²²;

- raportul dintre numărul salariaților BIM și numărul salariaților raportați INS de către angajatori s-a majorat de la 1,31 în perioada aprilie-septembrie 2003 la 1,39, creșterea personalului salarizat fiind astfel semnalată mult mai clar de ancheta AMIGO.

Aceste informații indică: (i) extinderea economiei informale – în pofida eforturilor autorităților de a limita fenomenul prin relaxarea fiscalității legate de forța de muncă –, o posibilă explicație fiind accentuarea concurenței și, prin urmare, a presiunilor de reducere a costurilor întreprinderilor și (ii) îngustarea pieței muncii, majorarea ratei șomajului BIM, determinată în mare măsură de persoane cu o calificare limitată/inexistentă, neputând fi considerată un indiciu al relaxării condițiilor pe piața muncii.

Pentru trimestrul IV 2004 nu sunt disponibile date AMIGO, însă menținerea ratei șomajului înregistrat la circa 6,2 la sută (cu 1 punct procentual mai mică decât în intervalul similar al anului anterior), fără a se consemna o creștere sezonieră ca în anii precedenți, sugerează persistența unei piețe a muncii încordate. Datele statistice furnizate de Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă (ANOFM) par să indice totuși o stabilizare a pieței muncii, în condițiile în care: (i) numărul persoanelor care au fost încadrate în muncă a rămas constant comparativ cu aceeași perioadă a anului 2003 (evoluția pare să se fi datorat însă solicitărilor din perioada anterioară ale angajatorilor, având în vedere reducerea cu peste 40 la sută a locurilor de muncă vacante identificate de ANOFM în intervalul analizat); (ii) intrările în categoria șomerilor s-au diminuat cu 30,7 la sută și (iii) deși în scădere, numărul persoanelor care au ieșit din categoria șomerilor în urma nereînnoirii cererii de a figura în evidențele ANOFM a rămas semnificativ (aproape 120 mii), posibile explicații constând în pregătirea necorespunzătoare a acestora și în migrarea lor în străinătate sau în economia informală.

2.4.2. Venituri

În perioada analizată, caracterul lax al politicii veniturilor a fost accentuat de majorarea salariilor și pensiilor prin măsuri suplimentare celor stabilite la începutul anului, în contextul apropierei începutului unui nou ciclu electoral. Astfel, în sectorul bugetar, pe lângă indexarea cu 6 procente de care au beneficiat toți angajații în luna octombrie, salariile personalului din învățământ și cele ale funcționarilor publici au înregistrat

²² perioadă pentru care s-a dispus de date comparabile

creșteri semnificative²³, iar ultima etapă de recorelare a pensiilor (din luna iulie) a fost urmată, în septembrie, de indexarea trimestrială a acestora, dar și de majorarea pensiilor din sistemul public stabilite anterior datei de 1 aprilie 2001²⁴. În plus, menținerea condițiilor încordate pe piața muncii și acordarea unor prime lunare mai consistente decât în anul 2003 atât în sectorul privat, ca urmare a rezultatelor economice pozitive, cât și în sectorul de stat, inclusiv în unele ramuri cu dificultăți financiare, precum industria energetică, au contribuit la consemnarea unei accelerări față de semestrele anterioare a ritmului anual de creștere a salariului mediu brut real pe economie (+9,8 la sută).

În acest context, evoluția câștigurilor salariale în semestrul II 2004 a reprezentat un factor de presiune inflaționistă atât din partea ofertei (dată fiind corelarea necorespunzătoare a acesteia cu dinamica productivității muncii în unele sectoare economice), cât și din partea cererii, prin stimularea consumului de bunuri și servicii al populației.

Pe partea ofertei, datele statistice disponibile sugerează persistența unui ritm real pozitiv de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă în construcții și servicii; în aceste sectoare, majorarea populației ocupate pare să fi condus, cel puțin temporar, la o pierdere de eficiență (probabil în condițiile în care noii angajați nu au beneficiat anterior de o calificare corespunzătoare, urmând a fi instruiți la locul de muncă), evoluția nefiind acompaniată de o mișcare de ajustare simetrică a salariului brut real²⁵. Este însă posibil ca o parte a acestor angajați să nu figureze ca salariați înregistrați²⁶ și să fie remunerați la un nivel inferior câștigurilor salariale raportate, astfel încât datele statistice ar putea supraestima decalajul negativ între dinamica productivității muncii²⁷ și ritmul de creștere a veniturilor salariale reale totale (înregistrate și neînregistrate).

În industrie, semestrul II 2004 a consemnat o accelerare a dinamicii productivității muncii (+12,1 la sută față de 11 la sută în semestrul precedent) și o încetinire a ratei anuale de creștere a salariului brut real (deflatat cu indicele prețurilor producției industriale pentru piața internă), pe fondul cărora ecartul pozitiv dintre ritmurile celor două variabile s-a lărgit la 9,1 puncte

²³ Ordonanțele de urgență ale Guvernului nr. 68 din 16.09.2004 și nr. 82 din 14.10.2004

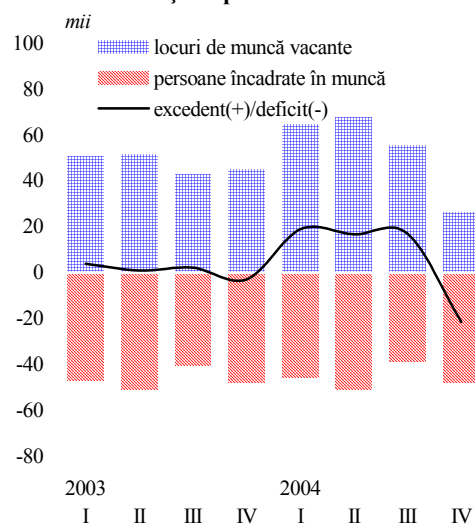
²⁴ Hotărârea Guvernului nr. 1346/26.08.2004

²⁵ O tendință de decelerare a dinamicii salariului brut real a fost observată în construcții și în serviciile preponderent private, însă amplitudinea acesteia a fost insuficientă pentru a se stopa majorarea costurilor unitare cu forța de muncă.

²⁶ a se vedea subsecțiunea 2.4.1. *Forța de muncă*

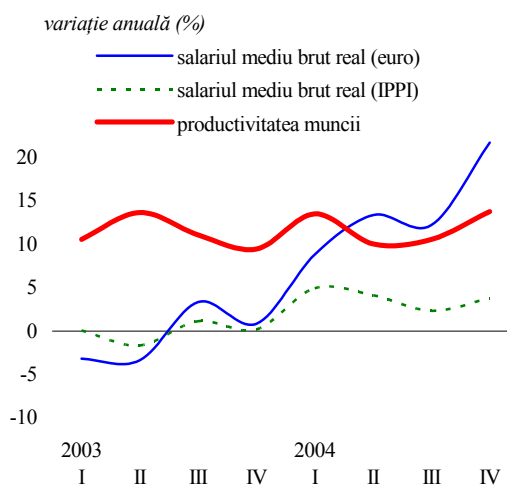
²⁷ calculată ca raport între dinamica anuală a VAB corespunzătoare sectorului respectiv și indicele anual al populației ocupate în acel sector

Locuri de muncă vacante și ocuparea acestora



Sursa: ANOFM

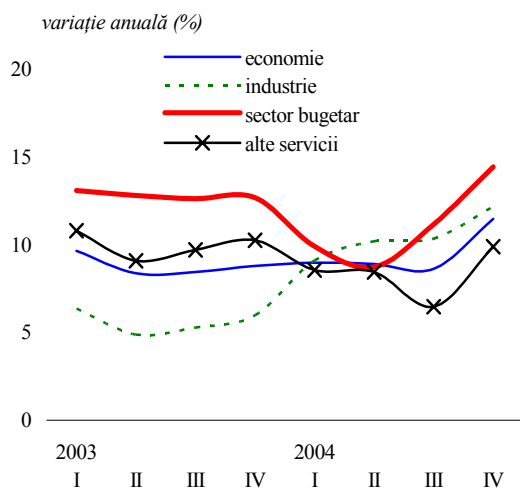
Evoluția salariului brut și a productivității muncii în industrie



Sursa: INS, calcule BNR

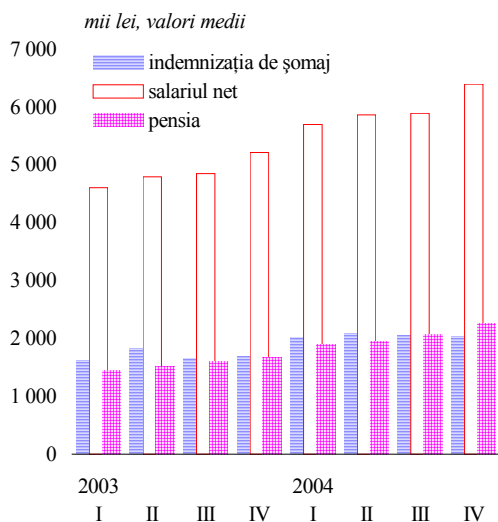
procentuale. Deși la nivelul sectorului industrial dinamica anuală a costului unitar nominal cu forța de muncă a fost mai lentă cu 2,1 puncte procentuale, în unele ramuri producătoare de bunuri cu pondere importantă în coșul de consum aceasta a avut o tendință puternic ascendentă (în cazul confecțiilor²⁸, încălțăminte, industriei energetice) sau a stagnat la un nivel semnificativ (+31,2 la sută în industria alimentară); aceste presiuni nu au stopat însă tendința descendentă a prețurilor de producție, imprimată de evoluția favorabilă a costurilor cu unele materii prime, ca urmare a decelerării de ritm sau chiar reducerii prețurilor pe piața externă și a aprecierii monedei naționale față de principalele valute.

Evoluția salariului net real (IPC)



Sursa: INS, calcule BNR

Veniturile populației



Sursa: INS, ANOFM

Pe partea cererii, potențialul inflaționist al principalelor venituri ale populației (salarii și pensii) a fost în creștere comparativ cu perioada anterioară, puterea de cumpărare mai ridicată a acestora datorându-se majorării lor în termeni nominali, dar și decelerării cu 2 puncte procentuale a ritmului mediu anual de creștere a prețurilor de consum.

Astfel, câștigurile salariale medii nete pe economie s-au majorat cu 10,1 la sută în termeni reali, accelerarea de ritm cu 1,1 puncte procentuale față de semestrul precedent fiind determinată de evoluțiile din sectorul bugetar (cu excepția salariilor din sănătate, care au înregistrat creșteri mai modeste) și din industrie. De remarcat că, ținând seama de numărul de salariați raportați de angajatori, majorarea anuală a veniturilor salariale totale²⁹ a fost mai substanțială (+11,3 la sută).

În aceste condiții, deși măsurile de creștere a pensiilor au condus, în perioada analizată, la consemnarea unui nivel mediu al acestora cu 19,2 la sută mai ridicat în termeni reali comparativ cu perioada similară din anul anterior, raportul față de salariul mediu net nu s-a modificat semnificativ, pensia medie reprezentând circa 35 la sută din acesta.

În ceea ce privește indemnizația medie de șomaj, aceasta a crescut cu 9,9 la sută în termeni reali comparativ cu semestrul II 2003, însă impactul majorării asupra cererii de consum a fost neutralizat de scăderea numărului beneficiarilor cu aproape 18 la sută.

De asemenea, o influență relativ mai scăzută asupra consumului populației au avut intrările din transferuri private de la nerezidenți către rezidenți, însumate cu veniturile din muncă³⁰, pe fondul consemnării unei dinamici anuale (+27,5 la sută) mai lente față de cea înregistrată în semestrul anterior și al aprecierii

²⁸ +40,5 la sută, cea mai mare creștere anuală dintre toate ramurile industriale

²⁹ produs între salariul mediu net și numărul de salariați din economie

³⁰ date din bilanța de plăți, exprimate în euro

nominale a monedei naționale față de principalele valute în ultimele două luni ale anului.

2.5. Mediul extern

2.5.1. Cererea externă

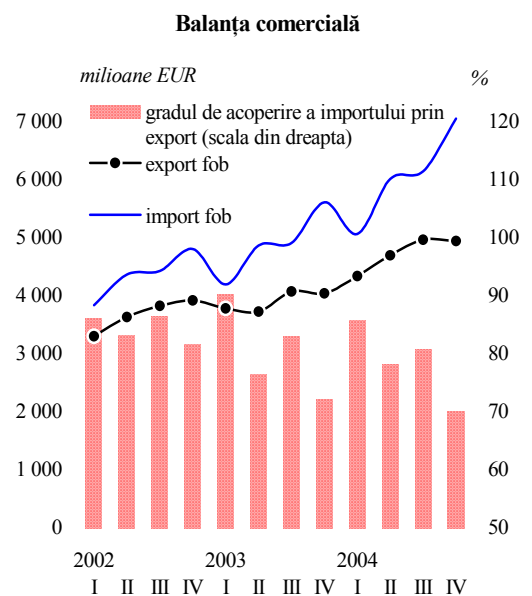
Dinamica economiei mondiale s-a atenuat în cea de-a doua parte a anului 2004, în special datorită impactului nefavorabil exercitat de prețul petrolului. Principalele blocuri economice au reacționat diferit la această influență: în SUA ratele anuale de creștere a PIB în ultimele două trimestre au rămas ridicate (4 și, respectiv, 3,9 la sută³¹) susținute de absorbția internă, în timp ce Uniunea Europeană s-a confruntat cu pierderi de ritm, imputabile deteriorării exporturilor nete.

Consumul privat a rămas factorul determinant al creșterii economice în UE25, însă preferința pentru importuri a antrenat deteriorarea echilibrului extern și, implicit, reducerea dinamicii anuale a PIB la 2,2 la sută și, respectiv, 1,9 la sută în trimestrele III și IV, de la 2,5 la sută în trimestrul II³¹. Cererea de import a acestui bloc comercial³² s-a majorat în semestrul II 2004 cu 13,1 la sută față de perioada similară a anului anterior, însă cota de piață a produselor românești a rămas practic nemodificată (1,35 la sută).

2.5.2. Comerțul exterior

Conform datelor din balanța de plăți, semestrul II 2004 a consemnat o deteriorare a echilibrului extern al României, deficitul comercial majorându-se cu 37 la sută, față de perioada corespunzătoare din anul anterior. Indicii anuali ai volumului fizic al exporturilor s-au redus constant pe parcursul anului 2004, coborând până la niveluri de 114,1 la sută și respectiv 108,9 la sută în trimestrele III și IV³³. Efectul asupra deficitului comercial a fost atenuat de evoluția favorabilă a prețurilor externe, indicii valorii unitare din ultimele două trimestre ale anului fiind net superiori celor consemnați în prima parte a anului.

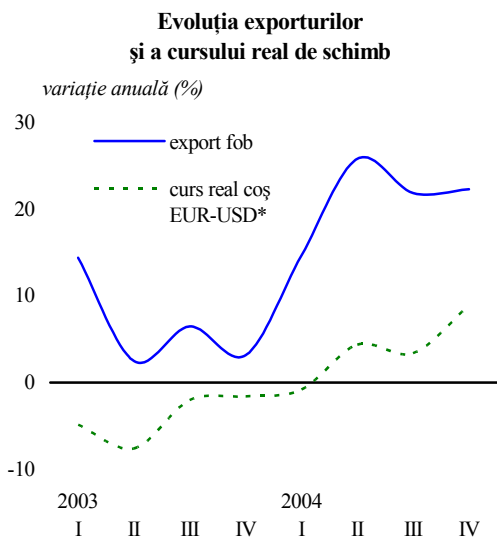
În termeni valorici, cele mai dinamice vânzări s-au înregistrat la grupele de bunuri intermediare (+38,9 la sută) și bunuri de capital (+30,1 la sută), în timp ce bunurile de consum, care dețin o pondere de 36,7 la sută în totalul exporturilor, au consemnat livrări pe piața externă mai mari cu doar 4,9 la sută celor înregistrate în perioada similară a anului anterior. Evoluția modestă a ultimei grupe poate fi asociată pierderilor de



³¹ date ajustate sezonier

³² importuri din țările nemembre

³³ față de rate anuale de 20,8 și 19,3 la sută în primele două trimestre ale anului.



*) deflatat cu indicele costului unitar al forței de muncă

Sursa: INS, calcule BNR

competitivitate³⁴ induse de majorarea costurilor cu forța de muncă în industria ușoară³⁵ (efectul a fost amplificat de concurența tot mai puternică venită din partea țărilor asiatice) și industria mobilei.

Comparativ cu semestrul I 2004, deteriorări ale costului unitar cu forța de muncă se observă și la nivelul unor ramuri producătoare de bunuri de capital (industria mașinilor și aparatelor electrice, industria mijloacelor de transport rutier și cea a altor mijloace de transport), însă ritmurile susținute de creștere a exporturilor ramurilor respective și tendința de accelerare a dinamicii prețurilor industriale pentru piața externă³⁶ sugerează existența unei conjuncturi favorabile.

În ceea ce privește volumul importurilor de bunuri, semestrul II 2004 a consemnat temperarea cu 2,3 puncte procentuale a ritmului de creștere (+21,8 la sută). Deși de mai mică amploare decât în cazul exporturilor, dinamica prețurilor de import s-a accelerat, rezultatul fiind o majorare a valorii importurilor cu 25,5 la sută față de semestrul II 2003, cu 3,3 puncte procentuale peste ritmul anual înregistrat în prima jumătate a anului.

Pe elemente de structură, se remarcă ritmurile importante consemnate de grupele de bunuri de capital (+44,4 la sută) și cele de consum (+20,5 la sută). Întrucât evoluția prețurilor de producție pentru piața externă practicate de UE25 pentru cele două grupe de produse nu relevă presiuni semnificative pe această componentă, se poate aprecia că tendința a fost imprimată de un volum mai mare de importuri. Extinderea activității industriale a generat importuri suplimentare de bunuri intermediare (+20,9 la sută) și materii prime (+21,8 la sută). La nivelul ultimei grupe, s-a observat însă o decelerare abruptă a ritmului de creștere în trimestrul IV 2004 (rată anuală de +7,7 la sută, comparativ cu +43,4 la sută în trimestrul anterior), o explicație posibilă fiind restrângerea importurilor de materii prime agricole.

2.5.3. Inflația importată

Presiunile inflaționiste exercitate de prețurile externe s-au manifestat și în semestrul II 2004, deși canalele de influență au fost, în parte, diferite de cele din prima jumătate a anului.

³⁴ Analiza competitivității externe se realizează pe baza evoluției costului unitar cu forța de muncă determinat pe baza salariilor exprimate în euro.

³⁵ În semestrul II 2004, industria confecțiilor și cea a pielăriei au înregistrat deteriorări ale costului unitar cu forța de muncă de 23,1 și, respectiv, 19 puncte procentuale, în timp ce în industria textilă ritmul acestuia s-a ameliorat cu 16,9 puncte procentuale.

³⁶ pornind de la premisa că producătorii autohtoni nu se află în poziția de a-și impune prețul în relația cu beneficiarii externi (*price taker*)

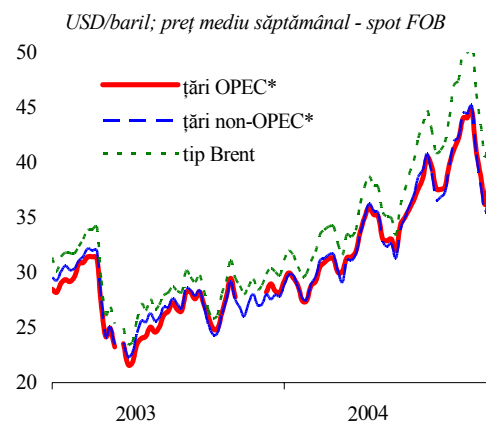
Un impact semnificativ a avut în continuare evoluția prețului petrolului pe piețele internaționale³⁷, perioada analizată consemnând puternice salturi ale cotațiilor³⁸, pe fondul unei cereri dinamizate de revigorarea economiei mondiale și al unei oferte inelastice, în condițiile în care capacitățile de producție ale țărilor exportatoare sunt utilizate aproape la maximum. Mișcarea prețurilor externe a fost preluată relativ rapid de către prețurile interne³⁹, chiar dacă amplitudinea acestora a fost atenuată de ponderea redusă a costului cu materia primă în prețul final al carburanților (mai puțin de 40 la sută, preponderente fiind taxele – accize, TVA, contribuția la fondul special pentru produse petroliere) și, mai ales în ultimul trimestru al anului, de aprecierea nominală a leului față de dolarul SUA (moneda de facturare a importurilor energetice).

Un factor de presiune l-a constituit și majorarea prețului gazelor naturale importate din Rusia, ritmul anual de creștere a acestuia accelerându-se față de semestrul anterior cu 7,4 puncte procentuale, până la 13,7 la sută. Influența acestei evoluții asupra prețurilor interne facturate consumatorilor rezidențiali a fost însă estompată de caracterul administrativ al mecanismului de stabilire a acestor prețuri, dimensiunea corecțiilor trimestriale operate în perioada analizată fiind menținută la 5 la sută, similar semestrului I 2004.

Continuând tendința observată încă de la finele semestrului I, prețul extern al cerealelor, în special al grâului, nu a mai constituit un factor de presiune asupra prețurilor interne, recoltele peste așteptări obținute atât pe plan intern, cât și pe plan internațional conducând la diminuarea importurilor de completare de acest tip și respectiv la reducerea considerabilă a prețurilor de achiziție de pe piețele externe (ritmul anual de creștere a prețului de import al grâului pentru panificație a scăzut de la +59,2 la sută în semestrul I la -24,3 la sută în perioada analizată).

În domeniul importurilor agricole, o influență semnificativă asupra prețurilor interne a exercitat accentuarea tensiunilor vizibile pe piața cărnii încă de la jumătatea trimestrului II. Astfel, prețul mediu de import pentru carnea de porc și pentru cea de vită s-a majorat în semestrul II 2004 cu 48,4 la sută și, respectiv, 36 la sută comparativ cu intervalul similar din anul

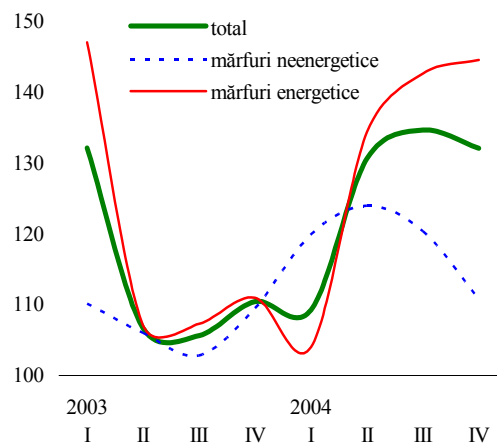
Prețurile petrolului brut pe piața internațională



*) medii ponderate cu volumul estimat al exportului
Sursa: EIA

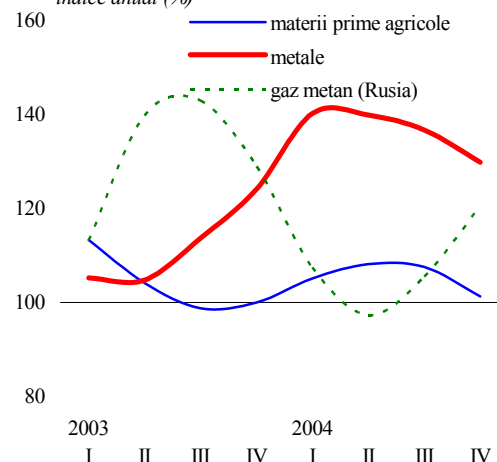
Evoluția prețurilor materiilor prime (a)

indice anual (%)



Evoluția prețurilor materiilor prime (b)

indice anual (%)



Sursa: FMI

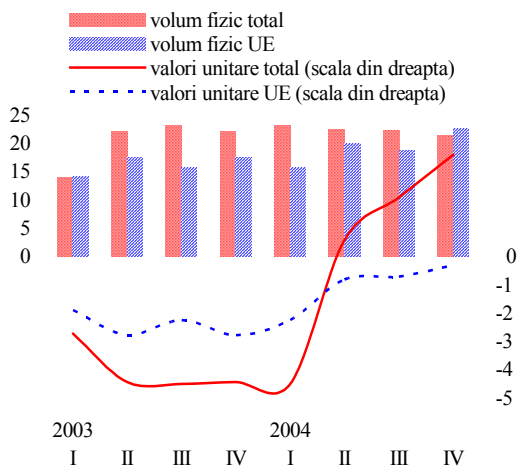
³⁷ în condițiile în care cele mai mari două companii românești de pe piața petrolului, SNP Petrom și Rompetrol, utilizează în procesul de rafinare țiței din import în proporție de 30 la sută și respectiv 100 la sută

³⁸ Prețul țițeiului Brent a înregistrat în perioada analizată un ritm anual de 48,6 la sută (de aproape 3 ori mai mare decât cel din semestrul I 2004), luna octombrie consemnând un maximum al cotațiilor din anul 2004 (în medie 49,67 USD/baril).

³⁹ Ritmul anual al prețului combustibililor s-a accelerat de la 14,2 la sută în luna iunie la 20,7 la sută în luna decembrie 2004.

Evoluția valorii unitare și a volumului fizic aferente importurilor*

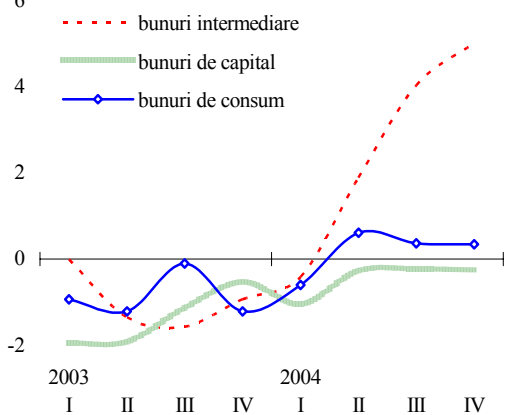
variație anuală (%)



* exprimate în euro

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

variație anuală (%)



Sursa: Eurostat

anterior, impactul acestei evoluții fiind amplificat de creșterea importurilor⁴⁰, impusă de restrângerea producției interne. Această influență negativă a fost atenuată de măsurile de modificare a regimului vamal adoptate de autorități: (i) prelungirea până la 31 decembrie 2004 a scutirilor de la plata taxelor vamale acordate importurilor de carne congelată de porc și extinderea acesteia, începând cu 1 iulie, și asupra importurilor de carne congelată de vită; (ii) reducerea de la 20 la sută la 10 la sută a taxelor vamale aferente importurilor de carcasă și semicarcasă de porc, începând cu data de 13 septembrie 2004.

Influențe pozitive au exercitat principalele materii prime utilizate în industria textilă (bumbacul și lâna), care au consemnat o scădere a prețului pe piața mondială de până la 22,2 la sută comparativ cu aceeași perioadă a anului 2003. De remarcat, de asemenea, continuarea tendinței de atenuare a presiunilor exercitate asupra prețului internațional al metalelor de cererea puternică a Chinei, ritmul anual al acestuia reducându-se constant de la 40,3 la sută în trimestrul I la 29,9 la sută în trimestrul IV.

În ceea ce privește evoluția prețurilor aferente importurilor de bunuri industriale de pe piața Uniunii Europene (majoritare pe relația cu UE25), aceasta a continuat să sprijine procesul de dezinflație în semestrul II 2004, deși într-o măsură mai mică decât în perioada anterioară. Astfel, indicele anual al valorii unitare a importurilor provenind din acest bloc comercial s-a menținut subunitar (99,3 la sută în trimestrul III și 99,7 la sută în trimestrul IV), plasându-se totuși pe traiectoria ascendentă imprimată, începând cu trimestrul II, de accelerarea ritmului anual de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața externă ale UE25 (în principal pe seama bunurilor intermediare⁴¹; prețurile bunurilor de capital au continuat să scadă, iar în cazul bunurilor de consum inflația a rămas ne semnificativă⁴²).

2.5.4. Cursul de schimb

Evoluția cursului de schimb al monedei naționale în semestrul II 2004 a fost marcată de majorarea substanțială a surplusului existent pe piața valutară, ca urmare a dinamicii puternic ascendente înregistrate atât de fluxurile nete de capital⁴³ (+68,3 la sută față de semestrul II 2003), cât și de intrările nete din

⁴⁰ Cantitatea de carne de porc și de vită importată în semestrul II 2004 s-a majorat cu 44 la sută față de perioada similară a anului anterior (cu 24,6 puncte procentuale peste ritmul anual din prima parte a anului).

⁴¹ accelerare a ratei anuale de creștere de la 0,7 la sută în semestrul I la 4,4 la sută în semestrul II 2004

⁴² rate anuale de creștere a prețurilor de -0,2 la sută și, respectiv, 0,3 la sută

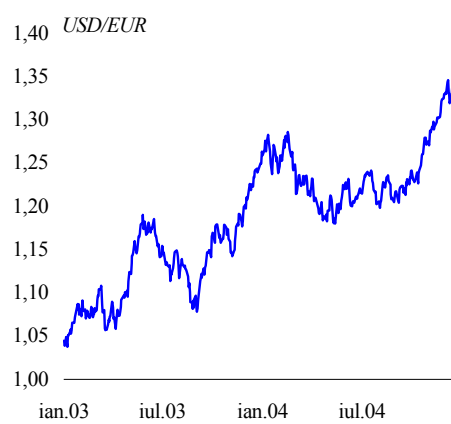
⁴³ investiții directe, investiții de portofoliu și alte investiții de capital

transferuri curente private rezidenți-nerezidenți (+25 la sută față de semestrul II 2003).

Acest context a determinat prezența BNR pe piața valutară exclusiv în calitate de cumpărător. Realizând cel mai ridicat nivel semestrial al achizițiilor nete (1 940 milioane euro), banca centrală a limitat aprecierea cursului de schimb, mai ales în primele patru luni ale intervalului, când volumul și frecvența intervențiilor sale au fost mai ridicate. În scopul descurajării intrărilor de capital potențial reversibile, în luna noiembrie a avut loc o schimbare importantă în politica de curs de schimb: BNR și-a rărit considerabil frecvența intervențiilor pe piața valutară, favorizând astfel creșterea flexibilității și a impredictibilității cursului de schimb.

În aceste condiții, aprecierea în termeni reali a monedei naționale a fost de 5,8 la sută⁴⁴ față de euro, ceea ce a determinat o atenuare a presiunilor exercitate asupra prețurilor interne de costul importurilor decontate în această valută, de accize și de prețurile administrate ancorate la euro. Pe fondul deprecierei accelerate înregistrate de dolar față de euro – ca urmare a reacției piețelor internaționale la evoluția nefavorabilă a deficitelor gemene ale SUA –, leul a înregistrat o apreciere reală substanțială față de moneda SUA (14,9 față de aceeași perioadă a anului precedent), cu impact moderator asupra costului importurilor energetice și de materii prime. Față de coșul valutar implicit (75 la sută euro, 25 la sută dolar) cursul de schimb s-a apreciat comparativ cu semestrul II 2003 cu 7,7 la sută în termeni reali.

Evoluția cursului de schimb al euro în raport cu dolarul american



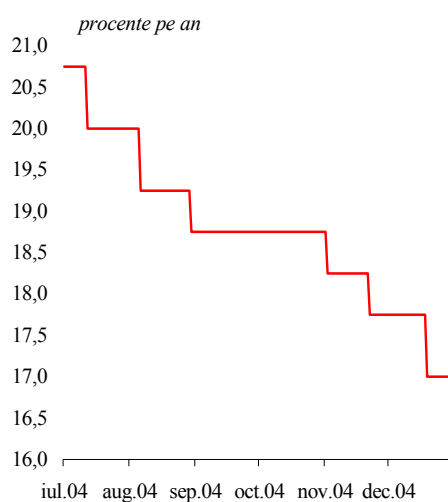
⁴⁴ valoare medie față de semestrul II 2003

3. Politica monetară

3.1. Caracteristici generale ale politicii monetare

În semestrul al doilea al anului 2004, politica monetară și-a păstrat caracterul restrictiv, BNR recurgând, însă, la recalibrarea politicii ratei dobânzii și a celei a cursului de schimb. Reconfigurarea în acest semestru a *mix*-ului pârgiilor politicii monetare a fost impusă de contextul macroeconomic, care s-a caracterizat prin continuarea derulării simultane a procesului de consolidare a dezinflației și a celui de accelerare a creșterii economice, și prin corolarul lor, constând în accentuarea tendinței de adâncire a dezechilibrului extern.

Rata dobânzii de politică monetară*



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

Dinamizarea în al doilea semestru a absorbției interne – ca efect al majorării cheltuielilor bugetare și al unei relative relaxări a politicii veniturilor, dar și amplificarea fără precedent a producției de cereale au determinat devansarea substanțială a proiecției inițiale de creștere economică, PIB majorându-se pe ansamblul anului cu 8,3 la sută. În același timp, în pofida intensificării presiunilor cererii interne și a manifestării multiplelor șocuri ale ofertei – cele din urmă întrerupând, de altfel, pe durata a două luni ale semestrului, dezinflația –, dinamica anuală a prețurilor de consum și-a continuat declinul, marja de depășire a țintei stabilite pentru decembrie 2004 fiind restrânsă la doar 0,3 puncte procentuale. Reversul negativ al acestor performanțe l-a constituit extinderea la 7,5 la sută din PIB a deficitului de cont curent. Caracterul conflictual al acestui cadru economic a fost accentuat de creșterea consistentă a excedentului de ofertă pe piața valutară, ca efect al sporirii intrărilor de capital străin, din care o mare parte a avut caracter speculativ.

Banca centrală a reacționat cu prudență la evoluțiile indicatorilor macroeconomici și ai piețelor financiare din această perioadă, evaluând permanent atât riscurile inflaționiste asociate accelerării dinamicii absorbției interne și creșterii presiunilor pe partea costurilor – ca urmare, mai ales, a majorării prețurilor administrate și ajustării treptate a prețului intern al combustibililor –, cât și pericolele induse de fluxul masiv de capital. În consecință, prin deciziile adoptate, BNR a urmărit, pe de o parte, să imprime condițiilor monetare gradul de restrictivitate necesar continuării dezinflației pe termen scurt și asigurării sustenabilității ei pe un orizont mai îndepărtat de timp și, pe de altă parte, să reconfigureze structura acestor condiții din perspectiva provocărilor cărora va trebui să le facă față politica monetară în anul 2005 (adoptarea strategiei de țintire directă a

inflației și liberalizarea accesului nerezidenților la depozitele la termen în monedă națională).

În acest context, politica ratei dobânzii a devenit foarte activă, banca centrală reducând frecvent, dar lent, rata dobânzii de politică monetară; după șase etape în care a fost ajustat descrescător⁴⁵, plafonul randamentelor acceptate la atragerea de depozite pe scadența de o lună a atins la sfârșitul lunii decembrie nivelul de 17,0 la sută, plasându-se cu 3,75 puncte procentuale sub valoarea sa de la finele lunii iunie 2004. Reducerea componentei reale a ratei dobânzii BNR⁴⁶ a avut însă o amplitudine mult inferioară, condițiile monetare cunoscând chiar o relativă înăsprire în acest interval, sub impactul creșterii austerității politicii de curs de schimb. Presiunile de întărire continuă a leului au avut ca principali determinanți intrările de capital atrase de diferențialul relativ înalt dintre ratele dobânzilor interne și cele de pe piețele internaționale și de reducerea primei de risc⁴⁷, precum și îmbunătățirea așteptărilor privind evoluția în perspectivă a cursului de schimb al monedei naționale.

Începând cu luna noiembrie, o contribuție esențială la creșterea aprecierii în termeni reali a leului a avut-o schimbarea politicii de curs a BNR. Astfel, pentru a descuraja intrările de capital volatil, banca centrală a decis să aplice în ultimele două luni ale anului o politică menită să crească flexibilitatea și impredictibilitatea cursului de schimb al monedei naționale, trecerea de la o flotare puternic controlată (*hard managed floating*) la o flotare mai puțin controlată (*soft managed floating*) presupunând răirea substanțială a intervențiilor autorității monetare pe piața valutară⁴⁸. Chiar și în aceste condiții, cumpărările de valută efectuate de BNR au totalizat în semestrul al doilea un volum record de 1 940,5 milioane euro (de circa patru ori mai mult decât în perioada similară a anului precedent). Cu toate acestea, leul s-a apreciat cu 5,8⁴⁹ la sută în termeni reali față de euro și cu 14,9 la sută față de dolar.

Unul din efectele adverse ale aprecierii leului l-a constituit creșterea atractivității împrumuturilor în valută; pe lângă influența stimulative directă asupra cererii interne, această tendință a amplificat și impactul majorării fluxurilor de capital asupra prețurilor unor active, crescând astfel riscurile asociate

⁴⁵ Reducerile individuale au avut valori de 0,75 (12 iulie, 6 august și 19 decembrie) și respectiv 0,5 puncte procentuale (30 august, 2 și 22 noiembrie).

⁴⁶ calculată *ex-post*, pe baza ratei medii anuale a inflației în semestrul analizat.

⁴⁷ prin îmbunătățirea *rating*-ului și finalizarea primei analize a acordului cu FMI

⁴⁸ În luna noiembrie, BNR nu a derulat nici o operațiune pe piața valutară, iar în luna decembrie banca centrală a fost prezentă pe piață într-o singură zi.

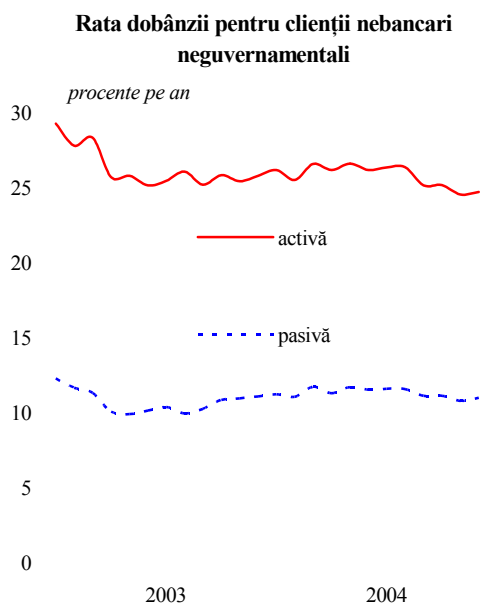
⁴⁹ față de semestrul II 2003

aparitiei unei bule speculative pe piața imobiliară. Pentru a frâna dinamica ascendentă a creditelor în valută și pentru a reduce riscurile potențiale induse asupra băncilor de creșterea sistematică a ponderii în total a împrumuturilor în devize acordate de acestea, BNR a decis majorarea de la 25 la 30 la sută a ratei RMO aferente depozitelor în valută (începând cu perioada de constituire 24 august-23 septembrie).

3.2. Contextul implementării politicii monetare

Contextul de implementare a deciziilor de scădere a ratei dobânzii de politică monetară în semestrul al doilea a fost dominat, în principal, de relativul conflict dintre tendința de decelerare a inflației și temperarea graduală a anticipațiilor inflaționiste, pe de o parte, și persistența incertitudinilor și riscurilor asociate accelerării creșterii cererii agregate, precum și potențialele presiuni inflaționiste exercitate de aceasta, pe de altă parte.

Declinul ritmului anual al inflației și conturarea sustenabilității acestui trend au fost principalele argumente favorabile succesivelor ajustări descendente ale ratei dobânzii de politică monetară. Deși a depășit așteptările, șocul inflaționist al ajustării prețurilor administrate în prima parte a semestrului a fost considerat de autoritatea monetară a fi temporar și de natură a nu compromite fundamental atingerea țintei de inflație. În plus, impactul acestor corecții asupra indicelui general al prețurilor a fost parțial compensat de amplificarea scăderii sezoniere a prețurilor unor produse agricole și de accentuarea aprecierii în termeni reali sau chiar de aprecierea în termeni nominali a leului față de euro și mai ales față de dolar.



Operarea de reduceri asupra ratei dobânzii de politică monetară a fost susținută și de consolidarea trendurilor favorabile ale unor variabile monetare. Astfel, ca urmare a majorării ratelor reale ale dobânzilor practicate de bănci în relațiile cu clienții nebancari, dinamica cererii de credite în lei s-a temperat, fiind stimulat, în același timp, procesul de economisire în monedă națională. Ca urmare, creșterea reală anuală a componentei în lei a creditului neguvernamental s-a încetinit substanțial⁵⁰ (reducându-se de la 37,2 la sută în iunie la 11,5 la sută în decembrie), iar economisirea în moneda națională a continuat să se revigoreze; în perioada iulie-decembrie, rata medie lunară reală de creștere a economiilor populației a fost de 1,7 la sută (o încetinire sezonieră de 0,3 puncte procentuale comparativ cu semestrul precedent), față de o rată negativă de 0,3 la sută în perioada similară a anului 2003.

⁵⁰ La creșterea restrictivității condițiilor de creditare au contribuit și noile norme prudențiale introduse de BNR începând cu luna februarie 2004.

Deciziile de coborâre a ratei dobânzii din această perioadă au fost puternic influențate și de preocuparea BNR de a descuraja intrările de capital cu potențial volatil și de a diminua riscul atragerii acestuia, în contextul anunțării și pregătirii liberalizării, la începutul trimestrului II 2005, a constituirii de depozite la termen în lei de către nerezidenți.

Prudența politicii ratei dobânzii BNR, reflectată de tactica pașilor mărunți ai reducerilor operate, a fost justificată, în primul rând, de creșterea potențialului inflaționist al cererii agregate, a cărei dinamică a depășit cele mai optimiste proiecții. Această dinamică a fost susținută în principal de amplificarea tot mai rapidă a cererii de consum a populației⁵¹, alimentată de creșterea mai alertă a câștigului salarial mediu real net comparativ cu semestrele precedente, precum și de sporirea substanțială a transferurilor bănești de la nerezidenți⁵².

La rândul său, cererea de investiții s-a caracterizat printr-un ritm înalt de creștere; acesta s-a încetinit însă ușor comparativ cu prima jumătate a anului, exclusiv datorită evoluției sale mult temperate din trimestrul IV (a se vedea subsecțiunea 2.1.2. *Cererea de investiții*). La finanțarea investițiilor au contribuit majorarea cu 24,4 la sută în termeni reali a creditelor pe termen mediu și lung ale agenților economici (comparativ cu un spor real de 11,3 la sută în prima jumătate a anului) și dublarea volumului împrumuturilor externe pe termen mediu și lung ale sectorului nebancaar (față de o creștere de 16,3 la sută în prima jumătate a anului 2004), preponderent pe seama sporirii celor fără garanții guvernamentale⁵³.

Atitudinea prudentă a BNR a mai vizat și atenuarea impactului exercitat asupra prețurilor și anticipațiilor inflaționiste de ajustările prețurilor administrate, precum și de celelalte șocuri adverse ale ofertei (creșterea prețurilor internaționale ale petrolului și ale unor materii prime); din această perspectivă, banca centrală a considerat că o atitudine mai restrictivă previne încorporarea în așteptări a mișcărilor tranzitorii ale prețurilor, frânează ajustarea ulterioară a salariilor și astfel reduce amplitudinea rundelor consecutive ale creșterilor de prețuri și, implicit, persistența inflației.

⁵¹ de la 9,0 la sută în primul semestru (față de semestrul I 2003) la 10,8 la sută (nivel record) pe ansamblul anului

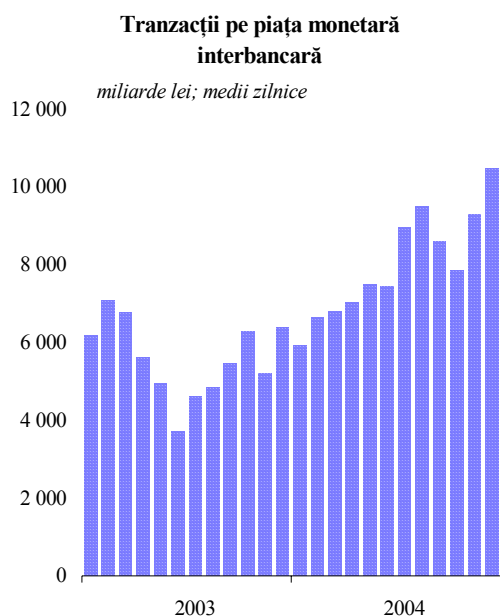
⁵² reflectate parțial la poziția „erori și omisiuni” din balanța de plăți

⁵³ Deși pe ansamblul anului a sporit de circa 2,2 ori, volumul împrumuturilor externe pe termen mediu și lung cu garanție publică a avut un comportament lipsit de uniformitate. Astfel, după ce a crescut de peste 4,4 ori în primele 9 luni ale anului, rulajul creditelor de acest tip s-a redus în ultimul trimestru cu 33,1 la sută (față de trimestrul IV 2003), fiind posibil ca el să fi contribuit la temperarea ritmului de creștere a investițiilor (ce a afectat îndeosebi achiziția de utilaje).

O sursă de incertitudine care a justificat precauția deciziilor de politică monetară a fost dificultatea evaluării durabilității și a anvergurii impactului unor factori care au frânat dinamica prețurilor cu amănuntul; printre aceștia s-au numărat: (i) evoluția favorabilă a producției de cereale; (ii) ecartul pozitiv dintre productivitatea muncii și cea a salariilor reale în industrie; (iii) incapacitatea companiilor de a transfera majorarea prețurilor de producție asupra consumatorilor (constrânsă până în prezent de extinderea lanțurilor de magazine și de creșterea gradului de substituție a produselor interne cu cele importate).

Un alt motiv de preocupare și care a justificat tactica ajustărilor lente, dar repetate ale ratei dobânzii de politică monetară, l-au constituit necunoscutele privind promptitudinea și amplitudinea reacției băncilor și a piețelor financiare la deciziile băncii centrale.

Natura așteptărilor privind scăderea pe termen scurt a ratei dobânzii de politică monetară pe care și le-au format băncile în acest context a catalizat activitatea segmentului interbancar al pieței monetare, care s-a caracterizat în semestrul II prin majorarea substanțială a volumului tranzacțiilor și reducerea volatilității ratelor dobânzilor.



În aceste condiții, piața monetară interbancară a înregistrat cea mai amplă extindere din ultimii 6 ani, volumul tranzacțiilor încheiate între bănci crescând cu circa 50 la sută față de prima jumătate a anului și dublându-se comparativ cu semestrul II 2003. Creșterea puternică a excedentului de lichiditate și distribuția inegală a acestuia, în condițiile manifestării trendului de reducere a randamentelor și ale anticipării continuării și accentuării acestuia, au stimulat procesul de arbitrajare a condițiilor pieței; ca urmare, cererea de resurse interbancare pe termen scurt s-a majorat, lichiditatea fiind destinată preponderent investiției ei în instrumente emise de BNR (depozite și certificate de depozit), care ofereau avantajul unui venit fix pe scadențe relativ îndelungate.

Deși aparent benefic, procesul de lărgire a pieței monetare interbancare s-a realizat în contextul unei relative creșteri a concentrării acesteia, sporul de cerere de resurse fiind localizat la nivelul a numai patru bănci. Totodată, amplificarea volumului depozitelor s-a realizat preponderent pe scadența minimă a pieței, ponderea tranzacțiilor ON ajungând la 87 la sută din totalul rulajului (față de 79,5 la sută în primul semestru).

Tendința de adâncire a pieței monetare interbancare a fost acompaniată de cea de sporire a eficienței sale; volatilitatea ratelor dobânzilor a continuat să se reducă în semestrul II 2004, cu toate că băncile și-au accentuat preferința pentru operațiunile pe termen scurt, ale căror rate de dobândă sunt mai sensibile la

variațiile condițiilor lichidității. În ipoteza excluderii coborârilor produse la finele perioadelor de constituire a RMO, variația ratelor medii zilnice ale dobânzilor la tranzacțiile dintre bănci s-ar fi încadrat într-un coridor de variație de numai 1,7 puncte procentuale.

Nivelurile medii lunare ale randamentelor au urmat însă relativ fidel traiectoria descendentă a ratei dobânzii la depozitele atrase de BNR, astfel încât ecartul dintre cele două variabile s-a redus la aproape 1 punct procentual (față de 1,4 puncte procentuale în primul semestru).

În opoziție, piața primară a titlurilor de stat s-a caracterizat printr-o tendință de îngustare, similară celei consemnate în a doua parte a anului precedent. Situația financiară confortabilă a contului general al Trezoreriei a determinat autoritatea publică să renunțe, cu începere din luna septembrie, la emiterea certificatelor de trezorerie cu scadențe de sub 1 an inclusiv (în favoarea obligațiunilor de stat) și, totodată, să restrângă semnificativ volumul emisiunilor (care au reprezentat doar 33 la sută din cel corespunzător primului semestru). Mișcarea descendentă a randamentelor de pe piața primară a titlurilor de stat, începută încă din luna aprilie 2004, s-a întezit; astfel, rata dobânzii înscrisurilor cu maturitatea de 1 an s-a diminuat cu 1,2 puncte procentuale în perioada iulie-august, iar cea a titlurilor de stat cu scadența de 2 ani s-a redus cu 2,5 puncte procentuale în intervalul septembrie-decembrie.

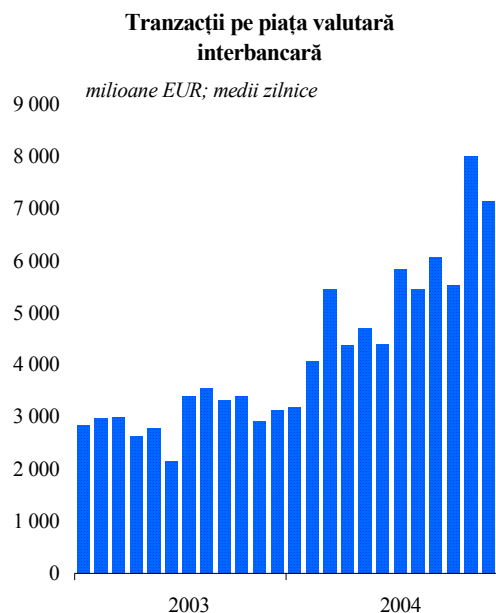
În schimb, volumul tranzacțiilor efectuate pe piața secundară a titlurilor de stat a crescut cu 44 la sută față de prima jumătate a anului, reflectând o relativă sporire a preocupării operatorilor pieței pentru optimizarea plasamentelor din perspectiva trendului descendent al randamentelor acestora. Operațiunile s-au derulat în cvasitotalitatea lor între bănci și clienți și au atins o valoare lunară maximă istorică în noiembrie (55 012 miliarde lei).

Spre deosebire de randamentele pieței interbancare, ratele dobânzilor practicate de bănci în relațiile cu clienții nebancari neguvernamentali au preluat doar parțial mișcarea descendentă repetitivă a ratei dobânzii de politică monetară, consemnând o scădere ușoară, dar aproape generalizată.

De-a lungul semestrului, rata medie a dobânzii creditelor noi s-a diminuat cu 2,4 puncte procentuale, în condițiile reducerii cu 2,6 puncte procentuale a ratei medii a dobânzii aplicate creditelor pe termen scurt și ale coborârii cu 2,3 puncte procentuale a randamentelor aferente creditelor pe termen mediu și lung; în cazul celor din urmă, declinul a fost mai semnificativ la categoria împrumuturilor acordate persoanelor fizice (-3,1 puncte procentuale).

Randamentul mediu al depozitelor la termen nou constituite a avut o evoluție descendentă mult mai lentă (-0,4 puncte procentuale), evoluțiile specifice diferențiindu-se, însă, în funcție de termen și de categoria depunătorilor. În cazul depozitelor persoanelor fizice, reducerea cu 0,3 puncte procentuale a ratei medii a dobânzii a fost rezultanta unor mișcări de sens opus pe principalele maturități, majorarea randamentului mediu la depozitele cu scadențe între 6-12 luni fiind contrabalansată de scăderea (-0,6 puncte procentuale) înregistrată în cazul plasamentelor cu scadențe de până la o lună. Inversarea ecartului dintre câștigul oferit de certificatele de trezorerie adresate populației și cel adus de depozitele la termen ale acestor investitori a conferit celor din urmă un plus de atractivitate, care a fost confirmat de majorarea cu peste 15 la sută a volumului depozitelor în cauză. În ceea ce privește remunerarea procentuală medie a depozitelor persoanelor juridice, aceasta a cunoscut o comprimare cu 0,5 puncte procentuale, provocată în special de evoluția randamentelor pe scadența principală (până la o lună).

Rata medie a dobânzii asociate depozitelor la vedere s-a diminuat în perioada analizată cu 1,1 puncte procentuale, câștigurile relative ale celor două categorii de deponenți bancari înregistrând însă trenduri contrare, și anume o majorare cu 3,1 puncte procentuale în cazul persoanelor fizice și o reducere cu 1,3 puncte procentuale în cel al agenților economici.



Ajustarea regimului cursului de schimb al leului inițiată de BNR în luna noiembrie, dar și accelerarea ritmului de creștere a volumului tranzacțiilor pe piața valutară⁵⁴ în acest semestru au reconfirmat importanța canalului cursului de schimb al mecanismului de transmisie a politicii monetare și a funcționării eficiente a acestui segment financiar. Intensificarea procesului de adâncire a pieței valutare din a doua parte a anului s-a produs pe ambele segmente ale acesteia, în condițiile amplificării consistente a componentei financiare a tranzacțiilor valutare interbancare, pe de-o parte, și ale sporirii substanțiale a remiterilor muncitorilor români din străinătate, pe de altă parte. Un factor suplimentar de antrenare a creșterii volumului de devize tranzacționat pe segmentul interbancar⁵⁵ l-a constituit abandonarea, începând cu luna noiembrie, a politicii de intervenție frecventă a BNR pe piața valutară în favoarea creșterii flexibilității cursului de schimb și a impredictibilității evoluției acestuia; această schimbare s-a dovedit a fi un stimulent al apetitului speculativ al instituțiilor de credit – operatori valutari. Sporirea volumului operațiunilor valutare

⁵⁴ Dinamica rulajului mediu zilnic în devize (45,3 la sută față de 33,2 la sută în primul semestru) a reprezentat un record al ultimilor patru ani.

⁵⁵ Sumele în devize tranzacționate în lunile noiembrie și decembrie au constituit recorduri absolute ale pieței valutare interbancare.

derulate de societățile bancare a mai avut ca resorturi în acest semestru oportunitățile de arbitrajare a randamentelor atractive ale instrumentelor pieței monetare, impredictibilitatea sporită a raportului euro-dolar⁵⁶ și intervențiile masive ale băncii centrale pe piața valutară interbancară (iulie-octombrie).

Deosebit de activ a fost în acest interval și segmentul clienților băncilor (rulaj majorat cu 43,3 la sută față de semestrul precedent), categoria persoanelor fizice continuând să-și întărească poziția pe piața valutară interbancară. În același timp, evoluțiile cantitative ale pieței caselor de schimb au cunoscut o dinamizare fără precedent.

Volumul ridicat al intrărilor de devize din perioada iulie-octombrie⁵⁷ a amplificat oferta excedentară a pieței valutare⁵⁸, care a conferit un caracter cvasipermanent presiunilor exercitate asupra cursului de schimb al monedei naționale; pentru a le contracara, pe parcursul acestor patru luni BNR și-a sporit substanțial achizițiile de devize (1 763 milioane euro).

Dacă în perioada iulie-octombrie volatilitatea cursului de schimb leu-euro s-a plasat în proximitatea valorilor din prima jumătate a anului, în ultimele două luni ale anului reducerea prezenței BNR pe piața valutară a fost însoțită de creșterea abruptă a variabilității cursului de schimb al leului față de euro⁵⁹ și, implicit, și a *spread*-ului relativ dintre cotațiile medii *bid* și *ask* ale băncilor.

3.3. Mix-ul de instrumente de politică monetară

Favorizată de intensificarea creșterii economice și de continuarea dezinflației, cererea de bani – mai ales cea de monedă națională – a continuat să se amelioreze; reflectând acest proces, baza monetară a sporit în termeni reali cu 13,2 la sută⁶⁰. Similar semestrului precedent, din perspectiva bilanțului băncii centrale, sursa de expansiune monetară a fost majorarea activelor externe nete ale BNR, al căror nivel mediu a sporit cu peste 2 miliarde euro (30,7 la sută).

Încercând să asigure menținerea ofertei de monedă la un nivel care să nu permită reinflamarea inflației, BNR a continuat să

⁵⁶ în principal în lunile noiembrie și decembrie

⁵⁷ împrumuturi și credite pe termen scurt și pe termen mediu și lung, transferuri curente private și intrări de capital cu caracter potențial volatil

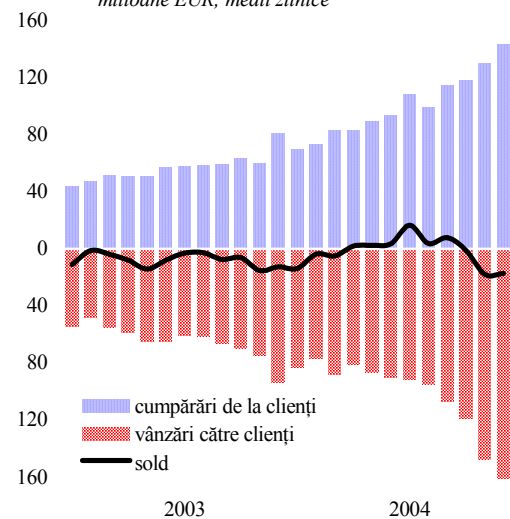
⁵⁸ Surplusul valutar din perioada iulie-octombrie (incluzând piața valutară interbancară și cea a caselor de schimb bancare) a atins nivelul record de 1 578 milioane euro.

⁵⁹ 0,0037 în noiembrie și 0,0043 în decembrie

⁶⁰ Variațiile indicatorilor sunt calculate ca nivel mediu în decembrie față de cel din luna iunie.

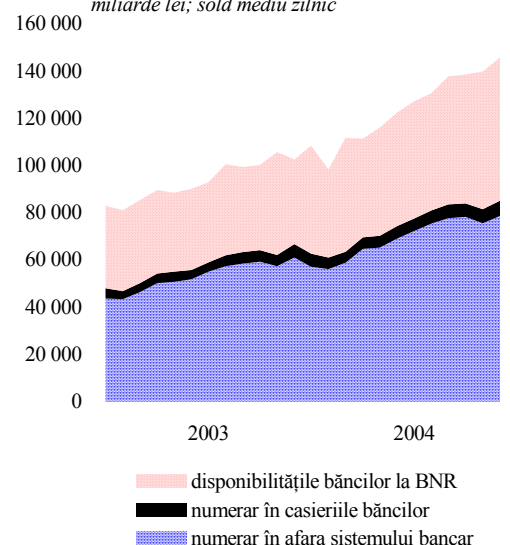
Cererea și oferta clienților pe piața valutară

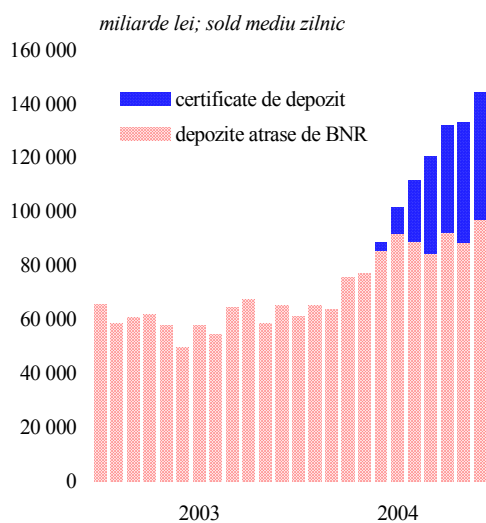
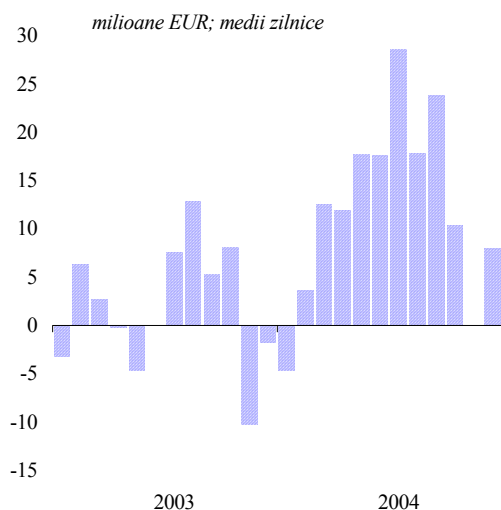
milioane EUR; medii zilnice



Baza monetară

miliarde lei; sold mediu zilnic



Volumul sterilizării**Intervenții nete* ale BNR pe piața valutară**

*) cumpărări (+), vânzări (-)

sterilizeze masiv intrările de capital. Pentru a atenua impactul direct al amplificării pasivelor externe ale băncilor asupra ofertei de credite, cât și pe cel al ajustării structurii acestora (prin creșterea mult mai rapidă a resurselor atrase pe termen de peste 2 ani), banca centrală a recurs atât la modificarea ratei RMO la depozitele în valută, cât și la majorarea volumului operațiunilor sale pe piața monetară.

Principalele categorii de operațiuni ale BNR care au exercitat un impact semnificativ asupra variabilelor monetare în acest interval au fost:

1. Intervențiile pe piața valutară. Spre deosebire de semestrul precedent, banca centrală a fost prezentă pe piața valutară interbancară exclusiv în calitate de cumpărător; pentru a absorbi supraoferta de devize, BNR a achiziționat cel mai ridicat volum semestrial de valută de până acum (1 940,5 milioane euro), a cărui decontare s-a soldat cu eliberarea în sistem a peste 79 000 miliarde lei.

2. Operațiunile open market având drept scop drenarea excesului de lichiditate. Pentru a neutraliza injecțiile monetare autonome și discreționare, BNR și-a intensificat prezența pe piața monetară, recurgând în acest scop atât la atragerea de depozite pe o lună – principalul instrument de politică monetară, cât și la emiterea de certificate de depozit pe scadența de trei luni. Rulajul mediu zilnic al operațiunilor de sterilizare a sporit comparativ cu semestrul precedent cu 40,7 la sută, iar soldul mediu al acestora s-a majorat cu 62,8 la sută; deși rolul principal a continuat să revină depozitelor, ponderea certificatelor de depozit în stocul mediu al acestor instrumente s-a majorat de la 0,6 la sută la 26,9 la sută. Ilustrând amplificarea constantă a volumului operațiunilor de sterilizare, raportul dintre soldul mediu al acestora și valoarea medie a contului curent al băncilor la BNR s-a majorat comparativ cu semestrul anterior de la 1,6 la 2,3. Trendul descendent al ratei dobânzii de politică monetară a continuat să crească atractivitatea depozitelor, raportul dintre sumele adjudecate la nivelul fiecărei luni și cele anunțate de BNR (care a variat între 0,9 și 1,6) consemnând, de regulă, valori supraunitare.

3. Scadențe ale unor linii de credit speciale. Procesul de sterilizare a beneficiat de achitarea către BNR a unor noi rate (totalizând 638 miliarde lei) în contul liniilor de credit acordate FGDSB și CreditBank.

4. Apelarea facilităților oferite de banca centrală. Instituțiile de credit au recurs mai frecvent la facilitatea de depozit, în timp ce facilitatea de credit nu a fost solicitată nici în acest semestru; comparativ cu prima parte a anului, numărul apelanților a

crescut de la 7 la 9, iar numărul apelărilor a sporit de la 12 la 18. Sumele depuse ON la BNR au variat între 20 și 1 600 miliarde lei, valoarea medie a unui plasament fiind de 315 miliarde lei (față de 118 miliarde lei în semestrul precedent).

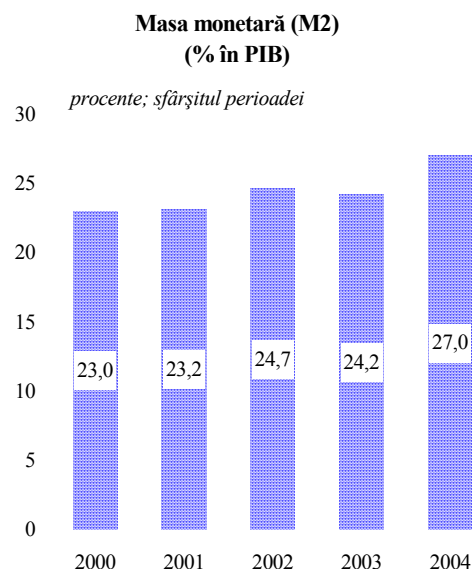
3.4. Principalele evoluții monetare

Raportul dintre masa monetară și PIB a atins la finele anului 2004 un vârf al ultimilor opt ani (27,0 la sută), creșterea sa confirmând consolidarea pe parcursul semestrului II 2004 a procesului de remonetizare a economiei românești. Totodată, deși dinamica creditului neguvernamental s-a încetinit, ponderea acestui credit în PIB a continuat să se plaseze pe o curbă ascendentă, înregistrând în decembrie 2004 valoarea maximă din ultimii opt ani (17,5 la sută).

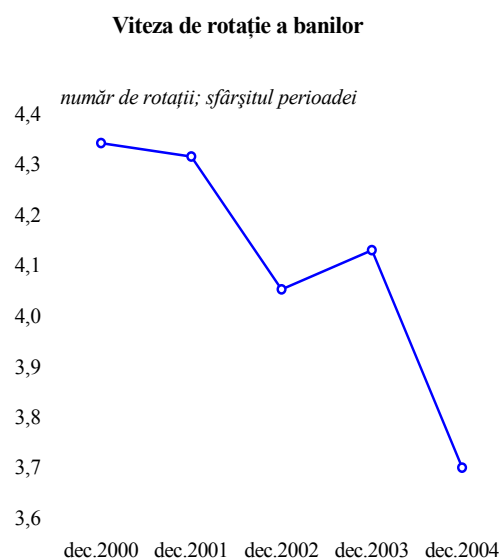
În anul 2004, masa monetară (M2) a înregistrat cea mai amplă expansiune din ultimii nouă ani ca dinamică a semestrului II (21,1 la sută, în termeni reali), aproape o treime din această creștere datorându-se, însă, majorării în luna decembrie a capitalului SNP Petrom⁶¹.

Partea cea mai lichidă a masei monetare (M1) a evoluat, în general, mai lent decât cvasibanii, ponderea sa în masa monetară inversându-și trendul crescător din semestrul I 2004. În ceea ce privește componentele agregatului monetar M1, depozitele la vedere s-au extins mai rapid decât numerarul în circulație, ritmul de creștere a acestuia din urmă manifestând o tendință de încetinire, în pofida numeroaselor plăți bugetare efectuate în această perioadă în contul persoanelor fizice. Printre cauzele acestei evoluții s-au numărat caracteristicile calendaristice ale unor luni⁶², desființarea plafonului de casă la agenții economici⁶³ și intensificarea tranzacțiilor în lei efectuate prin carduri, al căror volum total a crescut în termeni reali cu 19,5 la sută față de finele semestrului I 2004.

Din perspectiva structurii M2, *depozitele în lei* au consemnat la nivelul semestrului recordul vitezei de creștere din ultimii zece ani (24,1 la sută, în termeni reali). Pe lângă intensificarea activității economice, la susținerea acestei dinamici accelerate au contribuit și remunerarea atractivă a depozitelor la termen, tendința de apreciere a monedei naționale față de principalele valute și lansarea de noi obligațiuni interne de către băncile



Sursa: INS, BNR

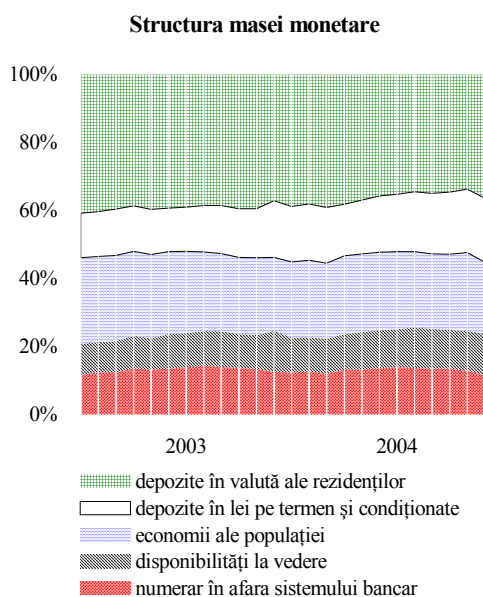


Sursa: INS, BNR

⁶¹ Chiar și în lipsa aportului de capital al SNP Petrom, sporul înregistrat de M2 în semestrul II 2004, precum și ritmul său mediu lunar de creștere din acest interval ar fi fost cele mai mari din ultimii doi ani (14,9 la sută și respectiv 2,3 la sută, în termeni reali).

⁶² îndeosebi lunile septembrie, noiembrie și decembrie 2004

⁶³ Legea nr. 507/2004, în vigoare din luna decembrie



comerciale⁶⁴. În sens opus a acționat în această perioadă alternativa de investiții financiare reprezentată de titlurile de stat în lei destinate clienților nebancari. Atât agenții economici, cât și populația au preferat, însă, activele bancare denumite în lei, astfel încât ponderea depozitelor respective în M2 a crescut progresiv, până la cea mai mare valoare medie lunară a semestrului II din ultimii șase ani (51,9 la sută). Spre deosebire de anul precedent, raportul dintre creditele acordate în moneda națională și depozitele în lei s-a redus în mod constant, ceea ce confirmă faptul că majorarea semnificativă a depozitelor în lei din acest interval s-a datorat și importanțelor influxuri de capital care au pătruns sub diferite forme în sistemul bancar românesc. Și *depozitele în valută* ale rezidenților au consemnat o creștere considerată a fi substanțială pentru a doua jumătate a anului (32,8 la sută – record absolut, iar în condițiile excluderii efectelor privatizării Petrom, 14,1 la sută – nivelul maxim din ultimii cinci ani, ambele exprimate în euro), aceasta reflectând sporirea intrărilor de devize, majorarea volumului creditelor în valută și restrângerea soldului titlurilor de stat în devize aflate în portofoliul clienților nebancari.

În ceea ce privește structura pe deținători ai stocului de monedă, atât agenții economici, cât și populația au înregistrat sporuri superioare ale depozitelor bancare comparativ cu aceeași perioadă din anii precedenți. Astfel, pe ansamblul semestrului, depozitele *agenților economici* au consemnat cea mai puternică ascensiune de până în prezent (41,4 la sută, în termeni reali), iar conturile bancare ale *populației* au înregistrat cel mai mare spor al semestrului II din ultimii trei ani (6,0 la sută, în termeni reali). Printre factorii care au alimentat creșterea depozitelor agenților economici s-au numărat intensificarea activității economice și efectuarea unor plăți consistente de la buget către unele societăți comerciale cu capital de stat⁶⁵. Sporirea plasamentelor bancare ale *populației* a avut la bază majorarea veniturilor persoanelor fizice⁶⁶ și creșterea remiterilor muncitorilor români din străinătate. Cu toate acestea, cererea de bani a agenților economici s-a manifestat în luna decembrie cu o intensitate mai scăzută decât în aceeași perioadă din ultimii trei ani, iar viteza de creștere în termeni reali a depozitelor populației a urmat în intervalul iulie-octombrie un trend descrescător.

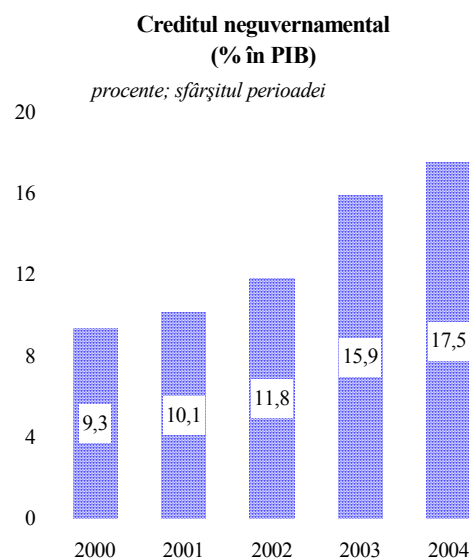
⁶⁴ Emisiuni de obligațiuni interne lansate de FinansBank în noiembrie (400 miliarde lei).

⁶⁵ În iulie societățile Distrigaz și Electrica au primit circa 4 065 miliarde lei de la MFP, în vederea privatizării, iar în septembrie, Compania Națională de Autostrăzi și Drumuri Naționale a primit din contul Trezoreriei statului un împrumut în valoare de 2 000 miliarde lei.

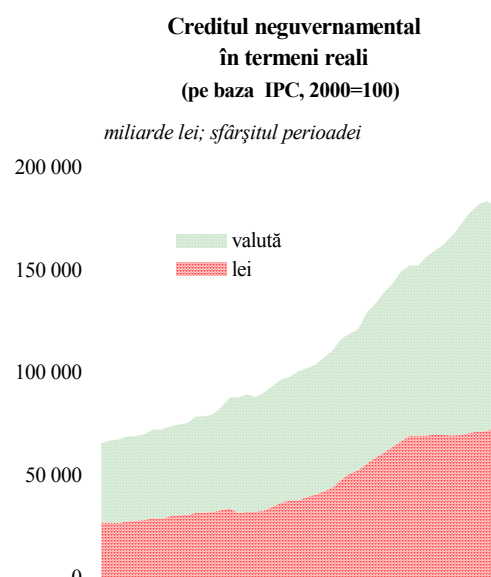
⁶⁶ Câștigul salarial real net a crescut în perioada iulie-decembrie 2004 cu 10,1 la sută față de semestrul II 2003.

În acest semestru, ponderea *creditului intern net* în totalul contrapartidelor masei monetare a avut o tendință descendentă. *Creditul neguvernamental* și-a înjumătățit în semestrul II ritmul de creștere comparativ cu aceeași perioadă din anul anterior (13,0 la sută în termeni reali ca spor al semestrului II și 2,1 la sută, ca ritm mediu lunar, în termeni reali). Această evoluție a reflectat, în special, temperarea majorării componenteii în lei, care a înregistrat cea mai scăzută viteză de creștere a intervalului iulie – decembrie din ultimii cinci ani, precum și un spor lunar mediu de peste patru ori mai mic decât cel din aceeași perioadă a anului precedent (6,7 la sută și respectiv 1,1 la sută, în termeni reali). Creditul denominat în valută a consemnat o dinamică lunară sensibil superioară (4,0 la sută ca medie lunară, cea mai mare valoare a semestrului din ultimii zece ani, exprimat în euro), care s-a plasat, însă, în perioada iulie-noiembrie pe un trend clar descrescător, influențat fiind și de majorarea ratei rezervei minime obligatorii corespunzătoare⁶⁷. Pe ansamblul semestrului, creditul în valută a consemnat un maxim al creșterii din această perioadă a anului (26,7 la sută, exprimat în euro). Atât populația, cât și agenții economici au optat în proporție considerabilă pentru finanțarea bancară în valută, considerată a fi mai ieftină decât cea în lei, astfel încât ponderea creditelor în devize în total credite s-a menținut în jurul valorii medii de 60,4 la sută. Pentru a-și asigura o parte din resursele necesare creditării în valută, băncile au continuat să apeleze la împrumuturile din străinătate, acestea ajungând să reprezinte, în medie, 24,0 la sută din soldul creditelor în devize (18,3 la sută în semestrul I 2004).

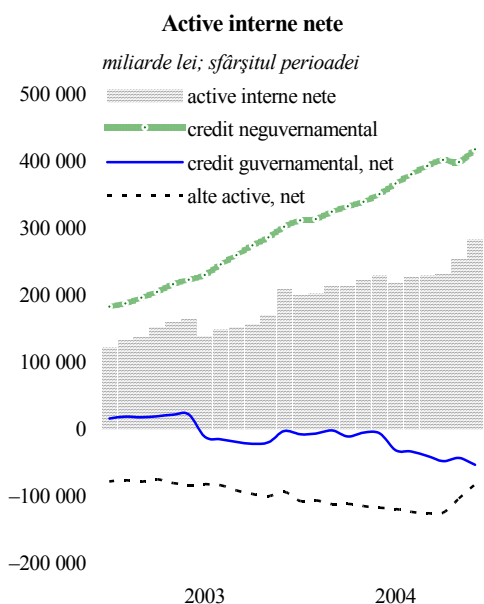
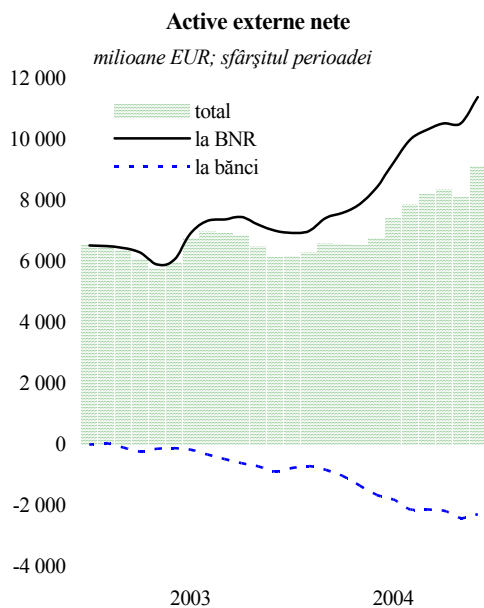
În ceea ce privește structura creditului pe categorii de beneficiari, atât împrumuturile companiilor, cât și cele care au revenit populației și-au redus dinamica în comparație cu anul precedent. Astfel, variația semestrială a creditelor contractate de *agenții economici* (9,8 la sută, în termeni reali) s-a restrâns cu o treime față de valoarea înregistrată în semestrul II 2003, iar ritmul de creștere a împrumuturilor de care a beneficiat *populația* (22,0 la sută în termeni reali) a scăzut cu 53,5 puncte procentuale față de cel din a doua jumătate a anului anterior. Cu toate acestea, în semestrul II 2004, majorarea lunară medie a creditelor populației a devansat-o clar pe cea a creditelor care au revenit agenților economici. Dintre împrumuturile solicitate de companii, cel mai rapid au crescut creditele în valută pe termen mediu și respectiv cele în lei pe termen lung, în timp ce în structura pe scadențe a creditelor pentru populație, cel mai mare spor semestrial real s-a localizat la împrumuturile în lei pe termen mediu și la cele în valută pe termen scurt.



Sursa: INS, BNR



⁶⁷ Rata rezervei minime obligatorii la resursele în valută s-a majorat la 30 la sută începând cu 24 august 2004.



Soldul creditelor restante a rămas foarte scăzut (1,3 la sută din totalul creditelor, ca medie lunară).

Creditul guvernamental net și-a majorat valoarea negativă de aproape 10 ori de la finele semestrului anterior, ca urmare în special a îmbunătățirii soldurilor conturilor în lei și în valută ale MFP⁶⁸. În același timp, împrumuturile acordate de sectorul bancar celui guvernamental s-au restrâns în această perioadă cu 39,1 la sută în termeni reali.

Activele externe nete ale sistemului bancar au crescut în a doua jumătate a anului cu 34,5 la sută (exprimat în euro), exclusiv pe seama sporirii acestui indicator monetar la BNR (35,1 la sută, exprimat în euro). Instituțiile de credit au continuat să înregistreze o valoare negativă a activelor externe nete deși, în ultima lună a anului, plasamentele lor externe s-au majorat într-un ritm care a reprezentat al doilea vârf de până în prezent (40,5 la sută, exprimat în euro). Expunerea externă a băncilor comerciale din această perioadă s-a diminuat ușor comparativ cu semestrul II 2003, dar a continuat să fie foarte înaltă (+42,1 la sută, exprimat în euro).

Elementele fără caracter monetar, reunite în indicatorul *alte active interne nete*, și-au redus în acest semestru valoarea negativă (cu 33,1 la sută, în termeni reali), acționând astfel ca un factor de expansiune monetară.

⁶⁸ În iulie au fost înregistrate sumele provenite din acordul PSAL II (169,9 milioane euro) și din programul PHARE (circa 149 milioane euro), iar în decembrie contravaloarea pachetului de acțiuni ale SNP Petrom.

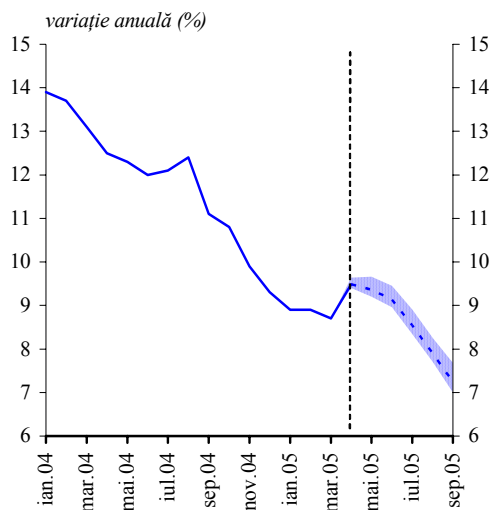
4. Perspective privind evoluția inflației

În trimestrul I 2005, trendul descendent al ratei anuale a inflației a continuat, deși prognoza pe termen scurt anterioară semnala o întrerupere temporară a acestuia, în condițiile în care informațiile disponibile în acel moment⁶⁹ indicau corecții majore ale prețurilor produselor energetice în luna ianuarie; amplitudinea estimată a acestora includea: (i) o creștere de 20 la sută a prețului gazelor naturale ca urmare a deciziei de restrângere a calendarului trimestrial de ajustare la o singură etapă, la începutul anului, și (ii) realizarea primei majorări a tarifului energiei termice, dintre cele două prevăzute în program (ianuarie și iulie). Ulterior, autoritățile au hotărât menținerea calendarului trimestrial referitor la evoluția gazelor naturale și amânarea măsurii referitoare la energia termică.

Prognoza privind rata inflației pentru perioada aprilie-septembrie 2005 a fost realizată pornind de la următoarele ipoteze:

- (i) Relaxarea fiscală realizată la începutul anului prin introducerea cotei unice de impozitare de 16 la sută va continua să stimuleze cererea de consum a populației; modificările regimului fiscal din luna aprilie (devansarea cu trei luni a majorării accizelor la combustibili, băuturi alcoolice, tutun și țigări, alte produse supuse accizării și introducerea accizelor la energie electrică și gaze utilizate drept combustibili pentru autovehicule) vor contribui totuși la încetinirea vitezei de creștere a acesteia. Totodată, prin rectificarea bugetară anunțată a avea loc în trimestrul II, autoritățile vizează reducerea cheltuielilor de consum al administrației publice, pentru încadrarea deficitului bugetar în ținta anuală de 0,7 la sută din PIB, cu 0,4 puncte procentuale mai scăzută decât nivelul înregistrat în anul anterior.
- (ii) Politica veniturilor nu va mai consemna modificări semnificative în trimestrele II și III, după măsurile adoptate la începutul anului (majorarea salariului minim brut pe țară la 3,1 milioane lei, creșteri salariale acordate personalului din sectorul bugetar, recalcularea pensiilor din sistemul public stabilite în baza legislației în vigoare anterior datei de 1 aprilie 2001). Prin urmare, deși față de perioada similară a anului anterior vor persista influențele relaxării din intervalul octombrie 2004-ianuarie 2005, comparativ cu trimestrul I 2005, nu

Previțiuni privind evoluția inflației în perioada aprilie - septembrie 2005



⁶⁹ furnizate de acordul de supraveghere preventivă semnat cu Fondul Monetar Internațional

va exista o presiune suplimentară din această direcție asupra prețurilor de consum.

- (iii) Piața internațională a petrolului nu va mai înregistra șocuri negative de amploare, creșterea prognozată a prețurilor combustibililor fiind determinată în esență de majorarea accizelor realizată în luna aprilie și de alinierea treptată la nivelul prețurilor existent în UE.
- (iv) Procesul de ajustare periodică a prețurilor administrate⁷⁰ va continua, rămânând un factor important de frânare a tendinței de reducere a inflației. Principalele presiuni vor fi exercitate de corecțiile tarifelor produselor energetice, stabilite prin acordul de supraveghere preventivă încheiat cu Fondul Monetar Internațional în luna iulie 2004. Tarifele la energia electrică și termică aplicabile consumatorilor casnici vor fi majorate în luna iulie (cu 6,8 la sută și respectiv 20 la sută), în vederea asigurării costurilor de producție, însă în cazul energiei termice impactul asupra prețurilor de consum se va concretiza doar în lunile octombrie și noiembrie, după începerea furnizării agentului termic. Cea mai consistentă ajustare va fi înregistrată de tariful gazelor naturale, în lunile aprilie și iulie (circa 30 la sută cumulată), ca urmare a aplicării unor noi măsuri prevăzute în calendarul de aliniere a prețului de producție intern la prețul de import până la începutul anului 2007.
- (v) Majorările de accize efectuate în luna aprilie se vor reflecta imediat în prețurile combustibililor și treptat în prețurile băuturilor alcoolice și ale țigărilor.
- (vi) Menținerea tendinței anuale de apreciere reală a monedei naționale față de principalele valute va contribui și în această perioadă la reducerea inflației, conduita băncii centrale, prin tactica de intervenție pe piața valutară, rămânând favorabilă unei flexibilități mai ridicate a cursului de schimb, în vederea limitării riscurilor induse de fluxurile de capital volatile.

Având în vedere modificările aduse calendarului de ajustare a prețurilor administrate și de majorare a accizelor, se anticipează întreruperea temporară a procesului dezinflaționist în trimestrul II, urmând ca din trimestrul III 2005 ritmul de creștere a prețurilor de consum să se înscrie pe o traiectorie compatibilă cu atingerea țintei anuale de inflație (7 la sută, decembrie față de decembrie).

⁷⁰ Ponderea bunurilor și serviciilor cu prețuri administrate în coșul de consum nu s-a modificat semnificativ în anul 2005 (22 la sută față de 23 la sută în 2004).