

BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației

august 2020

Anul XVI, nr. 61

Raport asupra inflației
August 2020

NOTE

Unele dintre datele statistice au caracter provizoriu, urmând a fi revizuite în publicațiile ulterioare.

Sursa datelor statistice utilizate la realizarea graficelor și a tabelelor a fost indicată numai atunci când acestea au fost furnizate de alte instituții.

Toate drepturile rezervate.

Reproducerea informațiilor este permisă numai în scopuri educative și necomerciale și numai cu indicarea sursei.

Banca Națională a României
Str. Lipscani nr. 25, cod 030031, București
tel.: 021/312 43 75; fax: 021/314 97 52

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Cuvânt înainte

Asigurarea și menținerea stabilității prețurilor constituie obiectivul fundamental al Băncii Naționale a României, politica monetară implementându-se, începând cu luna august 2005, în contextul strategiei de țintire directă a inflației. În cadrul acesteia, comunicarea activă a autorității monetare cu publicul deține un rol esențial, principalul instrument utilizat în acest scop de către Banca Națională a României fiind *Raportul asupra inflației*.

Pe lângă analiza celor mai recente evoluții economice, monetare și financiare și explicarea rațiunilor și manierei de implementare a politicii monetare în perioada precedentă, *Raportul* prezintă proiecția trimestrială a Băncii Naționale a României privind evoluția inflației pe un orizont de opt trimestre – inclusiv incertitudinile și riscurile asociate acesteia – și evaluează contextul macroeconomic recent și viitor din perspectiva deciziei de politică monetară.

Prin elaborarea și publicarea trimestrială – în concordanță cu frecvența ciclului de prognoză – a *Raportului asupra inflației*, Banca Națională a României își propune să ofere tuturor celor interesați posibilitatea de a înțelege cât mai bine cadrul său de analiză și implicit fundamentele deciziilor de politică monetară. Asigurarea transparenței și predictibilității politicii monetare sunt de natură a consolida credibilitatea politicii monetare și de a contribui astfel la ancorarea eficace a anticipațiilor privind inflația și la diminuarea costurilor asigurării și menținerii stabilității prețurilor.

Analiza prezentată în *Raportul asupra inflației* se bazează pe cele mai recente informații statistice disponibile la momentul redactării, astfel încât perioadele de referință ale indicatorilor utilizați sunt diferite.

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 5 august 2020, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 3 august 2020.

Toate edițiile acestei publicații sunt disponibile pe suport hârtie și pe *website*-ul BNR, <http://www.bnr.ro>.

WWW.LUMEABANILOR.RO

Cuprins

| | |
|--|----|
| Sinteză | 7 |
| 1. Evoluția inflației | 13 |
| 2. Evoluții ale activității economice | 18 |
| 1. Cererea și oferta | 18 |
| Caseta 1. Ajustări pe piața muncii. Unde se încadrează schemele de muncă cu program redus? | 28 |
| 2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă | 34 |
| 2.1. Prețurile de import | 34 |
| 2.2. Prețurile de producție pentru piața internă | 35 |
| 3. Politica monetară și evoluții financiare | 38 |
| 1. Politica monetară | 38 |
| 2. Piețe financiare și evoluții monetare | 41 |
| 2.1. Ratele dobânzilor | 42 |
| 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital | 45 |
| 2.3. Moneda și creditul | 47 |
| 4. Perspectivele inflației | 50 |
| Scenariul de bază | 50 |
| 4.1. Ipoteze externe | 50 |
| 4.2. Perspectivele inflației | 52 |
| 4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție | 55 |
| Caseta 2. Indicatori de monitorizare a activității economice în contextul pandemiei COVID-19 | 57 |
| 4.4. Riscuri asociate proiecției | 66 |
| Caseta 3. Scenariu de senzitivitate privind evoluția crizei de sănătate publică | 66 |
| Abrevieri | 72 |
| Lista tabelor din text | 73 |
| Lista graficelor din text | 73 |

WWW.LUMEABANILOR.RO

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC și-a continuat în trimestrul II 2020 parcursul descendent observat de la începutul acestui an, plasându-se în luna iunie în apropierea punctului central al benzii de variație asociate țintei staționare, respectiv la 2,58 la sută, comparativ cu 3,05 la sută în luna martie. Traectoria dezinflaționistă a fost imprimată în principal de ieftinirea amplă a combustibililor, pe fondul corecției puternice a cotației internaționale a petrolului, indusă de scăderea însemnată a cererii agregate provocată de criza sanitară și, respectiv, de incertitudinile privind traiectoria revenirii economiei globale. În același timp, însă, suprapunerea șocurilor pe partea cererii și a ofertei, asociate măsurilor adoptate în scopul aplatizării curbei epidemice, a imprimat o tendință de relativă stabilitate ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, aceasta înregistrând 3,7 la sută la finele trimestrului. Sub impactul acestor evoluții, în luna iunie dinamica anuală a IPC s-a plasat cu 0,1 puncte procentuale sub nivelul din cea mai recentă proiecție macroeconomică (*Raportul asupra inflației* din luna mai 2020). În același timp, pe parcursul trimestrului II, rata medie anuală a inflației IAPC a continuat să se mențină printre cele mai ridicate înregistrate în rândul statelor membre ale UE, recuperând însă parțial din decalajul față de media europeană.

Contrar previziunilor, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a menținut dinamica ridicată și pe parcursul trimestrului II 2020, plasându-se cu doar 0,1 puncte procentuale sub nivelul înregistrat în luna martie. Pe partea cererii, temperarea dinamicii salariale și adoptarea unui comportament mai prudent în rândul populației, date fiind incertitudinile privind situația economică viitoare, au favorizat intrarea *gap*-ului PIB în teritoriul profund negativ în trimestrul II. Influența condițiilor de cerere a fost contrabalansată de înregistrarea unor evoluții pe latura ofertei specifice crizei sanitare: închiderea unor puncte de vânzare, restrângerea activității (prin reducerea numărului de lucrători), alături de costuri suplimentare implicate de adoptarea măsurilor de protecție. În perspectivă, este dificil de anticipat gradul de persistență a fiecăreia dintre cele două categorii de șocuri, în timp ce pe termen scurt, la finele trimestrului abia încheiat, valoarea înregistrată pentru rata anuală a inflației de bază a fost semnificativ peste cea proiectată anterior (cu +0,3 puncte procentuale) ca urmare a subestimării amplitudinii șocului de ofertă resimțit de operatori.

Rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a situat în trimestrul I 2020 la 6,7 la sută, peste valoarea din intervalul precedent (5,8 la sută). În condițiile în care efectele pandemiei COVID-19 sunt evaluate a fi resimțite din plin abia în trimestrul II, este estimat un salt important al ULC în această perioadă, ca rezultat al unui declin al activității economice mult mai amplu comparativ cu ajustarea de pe piața muncii, comportament prevalent în recesiunea anterioară și care probabil va caracteriza și actuala criză, dată fiind

susținerea amplă din partea statului pentru menținerea relațiilor de muncă prin intermediul șomajului tehnic. În ceea ce privește sectorul industrial, datele disponibile relevă o amplificare de proporții a dinamicii anuale a costurilor salariale unitare pentru luna aprilie, în ușoară ameliorare în mai (45,3 la sută în aprilie, respectiv 33 la sută în luna mai, față de o medie de circa 13 la sută în ultimele patru trimestre). Exceptând impactul asociat recurgerii firmelor la șomajul tehnic, amplitudinea variației înregistrate de dinamica costurilor unitare se situează la valori similare celor din recesiunea anterioară.

Politica monetară în perioada parcursă de la data Raportului precedent

Economia globală și perspectiva acesteia au fost puternic afectate de impactul advers major și de incertitudinile fără precedent generate de pandemia de coronavirus, împreună cu măsurile restrictive aplicate de autorități în scopul limitării extinderii ei. La rândul său, Banca Națională a României a reacționat prompt în acest context, Consiliul de administrație al BNR adoptând în ședința de urgență convocată în data de 20 martie un pachet de măsuri menit să atenueze impactul economic al pandemiei, dar și să consolideze lichiditatea din sistemul bancar, în vederea funcționării fluente a pieței monetare și a altor segmente ale pieței financiare, precum și a finanțării în bune condiții a economiei reale și a sectorului bugetar.

Ulterior, datele statistice au confirmat manifestarea impactului economic sever al pandemiei de coronavirus. Astfel, rata anuală a inflației IPC a rămas constantă în luna martie, la 3,05 la sută, pentru ca în aprilie să coboare la 2,68 la sută (de la 4,0 la sută în luna decembrie 2019). Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a tins însă să crească ușor pe parcursul primelor patru luni ale acestui an, contrar previziunilor, ajungând în aprilie la 3,73 la sută, de la 3,66 la sută în luna decembrie 2019. Evoluția a fost atribuită unor schimbări în structura consumului survenite în contextul măsurilor de distanțare socială, asociate și cu probabilele sincope și creșteri de costuri apărute în lanțurile de producție și aprovizionare, suprapuse presiunilor inflaționiste persistente pe partea cererii și a costurilor salariale. Potrivit datelor preliminare, creșterea economică a decelerat vizibil în trimestrul I 2020 – la 2,4 la sută, de la 4,3 la sută în trimestrul anterior –, chiar dacă în primele două luni ale anului a rămas deosebit de robustă. În același timp, deficitul balanței comerciale și-a accelerat considerabil creșterea, pe fondul unui declin mai ridicat al exporturilor comparativ cu cel al importurilor de bunuri și servicii. Drept consecință, dinamica deficitului de cont curent s-a reamplificat¹, în pofida îmbunătățirii balanțelor veniturilor primare și secundare.

Totodată, condițiile de pe piața financiară s-au ameliorat ulterior adoptării deciziilor de politică monetară și după depășirea la finele lunii martie a vârfului tensiunilor generate de criza COVID-19. Principalele cotații ale pieței monetare interbancare au cunoscut o ajustare descendentă semnificativă în ultima decadă a lunii martie și au continuat apoi să coboare treptat, iar randamentele titlurilor de stat în lei s-au redus progresiv, în condițiile volumului sporit de lichiditate injectat de BNR prin intermediul operațiunilor *repo* efectuate pe baze bilaterale și prin cumpărări de titluri de stat în lei

¹ Ulterior acestui moment de timp, revizuirea de date statistice cu privire la Balanța de plăți nu au confirmat reamplificarea deficitului de cont curent.

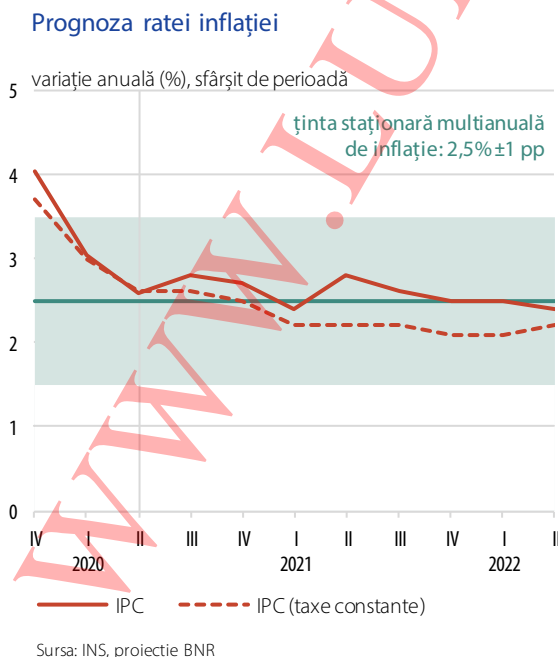
de pe piața secundară. Totodată, cursul de schimb leu/euro și-a atenuat fluctuațiile, oscilând într-un interval restrâns, inclusiv în condițiile unei ameliorări a sentimentului pieței financiare internaționale.

În ședința din 29 mai 2020, pe baza evaluărilor și a datelor disponibile, dar și a incertitudinilor extrem de ridicate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an, de la 2,0 la sută pe an, începând cu data de 2 iunie 2020; totodată, a decis reducerea la 1,25 la sută pe an, de la 1,50 la sută pe an, a ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit și la 2,25 la sută pe an, de la 2,50 la sută pe an, a ratei dobânzii aferente facilității de creditare (*Lombard*). De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a decis păstrarea nivelurilor ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit. În condițiile unui deficit de lichiditate pe piața monetară, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea efectuării de operațiuni *repo* și a cumpărării de titluri de stat în lei de pe piața secundară, cu păstrarea stabilității pe piața financiară. Concomitent, Consiliul de administrație a subliniat că va urmări menținerea rezervelor internaționale, inclusiv a celor valutare, la un nivel optim.

Totodată, având în vedere gradul ridicat de incertitudine ce caracterizează evoluțiile economice și financiare, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea suspendării calendarului ședințelor de politică monetară anunțat anterior, urmând ca acestea să aibă loc ori de câte ori va fi nevoie. De asemenea, Consiliul de administrație a subliniat că deciziile adoptate au ca scop asigurarea și menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile și în condițiile păstrării stabilității financiare.

Perspectivile inflației

Configurația actualului scenariu de bază este grevată de o multitudine de surse interconectate de riscuri și, mai ales, de incertitudini, ce decurg primordial din



evoluțiile în planul sănătății publice. Con tracția, fără precedent în perspectivă istorică recentă, indusă de propagarea noului coronavirus a condus la blocaje ample ale lanțurilor de valoare adăugată de la nivel global și la creșteri semnificative ale volatilității de pe piețele financiare internaționale. Pe acest fond, deciziile agenților economici au fost sever perturbate, fiind de așteptat ca până la normalizarea situației riscurile în sens descendent la adresa activității economice să fie dominante. Chiar și în absența materializării unor riscuri adverse, revenirea economiilor, implicit și a celei a României, este de așteptat să fie una lentă. În schimb, o agravare a situației epidemice, scenariu a cărui probabilitate de materializare a crescut, nu ar face decât să mărească provocările la adresa setului de măsuri adoptate de autorități, dată fiind epuizarea treptată a spațiului de acțiune aflat la dispoziția acestora. De aceea,

reconfigurări viitoare semnificative ale coordonatelor scenariului de bază sunt probabile, pe măsura clarificării treptate a surselor actuale de incertitudini.

Scenariul de bază al proiecției macroeconomice este fundamentat pe ipoteza menținerii sub control a situației epidemice interne, de natură a nu face necesară reintroducerea unor măsuri administrative generalizate de distanțare socială în perioadele viitoare. Cu toate acestea, resurgența recentă a numărului de cazuri de îmbolnăvire cu virusul SarsCov-2, implicit prelungirea recentă cu încă o lună a perioadei stării de alertă, amplifică incertitudinea privind gradualitatea normalizării activității economice. În aceste condiții, pe ansamblul anului, variația medie a PIB este prevăzută să înregistreze o valoare negativă semnificativă, apropiată de cele înregistrate la apogeul crizei economice din 2008-2009, iar pierderile de venit de la nivel agregat urmează a fi recuperate în totalitate pe o perioadă de cel puțin un an.

Similar ediției precedente a *Raportului*, cotele record de incertitudine atinse în perioada recentă, sunt de așteptat să greveze cu precădere asupra dinamicii investiționale, implementarea unei suite de programe guvernamentale de facilitare a finanțării companiilor, deși având în principiu un impact favorabil, nefiind însă de natură să producă clarificări cu privire la durata și deznodământul crizei, două variabile-cheie pentru deciziile de investiții ale firmelor. Comprimarea venitului disponibil al gospodăriilor populației și comportamentul extrem de prudent al acestora, vizibil într-o majorare a ratei de economisire cu scop de asigurare a protecției financiare în fața unor situații neprevăzute, precum și disponibilitatea redusă a unor categorii de bunuri și servicii vor avea ca efect probabil o întrerupere relativ abruptă a tendinței favorabile de evoluție a consumului din ultimii ani. În funcție de evoluția crizei medicale, nu este exclusă permanentizarea unui comportament de consum rezervat din partea acestora, în pofida susținerii financiare oferite de schemele de retenție a forței de muncă finanțate de autorități.

Perspectiva unei contracții mai ample a activității economice a partenerilor externi față de cea proiectată în cazul României este de așteptat a rezulta într-o ușoară deteriorare pe ansamblul anului curent a deficitului de cont curent, acesta urmând să înregistreze pentru al treilea an consecutiv o valoare superioară celei de 4 la sută din PIB. Această evoluție este anticipată și pe fondul unei ascensiuni a deficitului bugetar semnificativ peste limitele de prudență definite la nivel european, în condițiile majorării cheltuielilor publice destinate atenuării efectelor crizei de sănătate publică, în paralel cu pierderile semnificative de venituri bugetare, ocazionate de contracția amplă a activității economice. În aceste condiții, analiza determinantilor dinamicii deficitului bugetar evidențiază în paralel și o majorare a cheltuielilor bugetare, sub impactul declanșării stabilizatorilor automați implicați de conduita contracțională a politicii fiscale în contextul actual.

Data fiind natura în continuare presupus temporară a șocului pandemic, este reconfirmată ipoteza unei contracții a activității economice în anul curent care se va reflecta preponderent în dinamica componentei ciclice (deviația PIB), perspectivele unui impact restrâns și lipsit de persistență asupra PIB potențial devenind însă incerte în situația unei prelungiri a crizei medicale. Deficitul de cerere, prevăzut a se deschide la valori puternic negative încă din trimestrul II, va fi relativ persistent, resorbirea

completă a acestuia fiind prevăzută a avea loc abia în ultima parte a anului viitor. Această evaluare este strict condiționată de implementarea setului de măsuri stimulative adoptate recent de autorități, conduita politicii monetare și a celei fiscale exercitând un impact favorabil, de o amploare sporită pe parcursul anului curent.

Accumularea de presiuni dezinflaționiste semnificative sub impulsul contracției activității economice este de natură să configureze înscrierea ratei anuale a inflației IPC pe o tendință descendentă și menținerea acesteia în interiorul intervalului de variație al țintei staționare, atingând 2,7 la sută la finele anului curent și, respectiv, 2,5 la sută la sfârșitul celui viitor. Față de *Raportul* precedent, indicatorul a suferit noi corecții în jos, însă de amplitudine mai redusă, cu 0,1 puncte procentuale pentru decembrie 2020, în timp ce pentru sfârșitul anului viitor acesta este relativ similar.

Pe termen scurt, spre deosebire de indicele *headline*, rata anuală a inflației de bază a continuat să resimtă presiuni inflaționiste mai ample comparativ cu *Raportul* precedent, asociate preponderent influenței șocurilor de ofertă în contextul specific al evoluției situației medicale. Pe termen mediu, însă, proiecția reconfirmă inițierea unei corecții descendente mai semnificative a ratei anuale a indicatorului, presiunile dezinflaționiste ample și persistente din partea cererii agregate – acționând inclusiv prin intermediul deteriorării așteptate a situației de pe piața forței de muncă – fiind preconizate să redevină treptat dominante. Cu rol de a potența aceste influențe se remarcă și slăbirea ceva mai pronunțată, față de ediția anterioară a *Raportului*, a presiunilor inflaționiste asociate dinamicii prețurilor bunurilor din import, mai ales cele așteptate pe parcursul anului viitor. În aceste condiții, rata anuală prognozată a inflației CORE2 ajustat a fost ușor revizuită în sus pentru finele anului curent, cu 0,2 puncte procentuale, până la 3,3 la sută, și, respectiv, reconfirmată la nivelul de 2,2 la sută pentru finalul anului 2021.

Cu rol de condiționare a coordonatelor scenariului de bază al proiecției macroeconomice, conduita politicii monetare este configurată în vederea asigurării stabilității prețurilor și a situației macroeconomice, a bunei funcționări a sistemului bancar și a piețelor financiare în sprijinul populației și al companiilor românești.

Impactul economic al crizei de sănătate publică asupra configurației atât a mediului intern, cât și a celui extern va continua să contureze surse apreciable de riscuri și incertitudini în perioadele viitoare. Din această perspectivă, rămân dificil de evaluat atât viteza derulării acestui proces, cât și gradul de simetrie a revirimentului economic, în condițiile în care unele economii vor continua probabil să recupereze pierderile în manieră consecventă, în timp ce în cazul altora, în raport cu dezechilibrele economice preexistente la debutul crizei ori acumulate în timpul pandemiei, perioadele de progres vor alterna cu altele de stagnare sau chiar regres, cu un impact dificil de anticipat asupra configurației în perspectivă a acestor economii. În termeni probabilistici, sursele de risc provenind din partea mediului intern și, respectiv, a celui extern, par a fi aproximativ la fel de probabile la acest moment, iar balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată, cu precădere pe termen mediu, în sensul unor abateri în sus de la valorile așteptate în scenariul de bază.

Pe plan intern, politica fiscală și cea de venituri își mențin relevanța ca sursă de incertitudini. Riscuri specifice provin dintr-un volum mai amplu de cheltuieli bugetare,

ocasionate de o eventuală prelungire a crizei de sănătate publică, fie ca urmare a unei escaladări a situației medicale nefavorabile de pe plan local, înregistrată de altfel pe parcursul ultimelor săptămâni, fie asociate unei posibile amplificări a pandemiei la nivel global, cu potențial de a se configura în corelație cu debutul sezonului rece. De asemenea, la momentul elaborării scenariului de bază, au existat mai multe ipoteze de lucru cu privire la configurația viitoare a transferurilor sociale (pensii), lipsite însă de predictibilitate, în absența unor transpuneri legislative clar conturate. Impactul pe termen mediu al acestor majorări ale cheltuielilor bugetare permanente asupra cuantumului deficitului bugetar ar fi de sens opus celui implicat de necesitatea continuării, în cazul României, a ajustărilor fiscale implicate de derularea procedurii de deficit excesiv.

Data fiind și perspectiva de evoluție a deficitului de cont curent din scenariul de bază, absența unei corecții fiscale sau debutul cu întârziere al acesteia ar fi de natură să implice o continuare și în viitor a persistenței deficitelor gemene, cu potențial de vulnerabilizare a rezilienței economiei românești în cazul manifestării pe termen mediu a altor șocuri adverse, iar în perspectivă imediată, cu impact asupra asigurării în volume adecvate și la costuri rezonabile a fluxurilor necesare finanțării acestor deficite.

Specific contextului pandemic actual, este relevantă posibilitatea prevalenței pe o perioadă mai lungă de timp a șocurilor adverse de natura ofertei, cu impact preponderent asupra indicelui CORE2 ajustat, mai ales în ipoteza unei prelungiri sau accentuări a crizei de sănătate publică. Disiparea mai lentă a acestora ar conduce la presiuni inflaționiste suplimentare, cu impact imediat la nivelul prețurilor bunurilor și serviciilor de strictă necesitate, iar pe termen mediu, pe măsura soluționării crizei de sănătate, posibil a se manifesta în majoritatea sectoarelor afectate de închiderea sau restrângerea activității. În același timp, impactul net asupra ratei anuale a inflației IPC al altor categorii de factori de risc este marcat de ample incertitudini: generalizarea focarelor de pestă porcină africană, înregistrarea unor recolte mai slabe la anumite culturi agricole, în principal cerealiere, presiuni descendente asupra prețului gazelor naturale în contextul funcționării acestei piețe în condiții descentralizate începând cu 1 iulie 2020 ori perspectivele pe termen mediu ale prețului petrolului, ulterior înregistrării unor minime istorice în prima parte a anului curent.

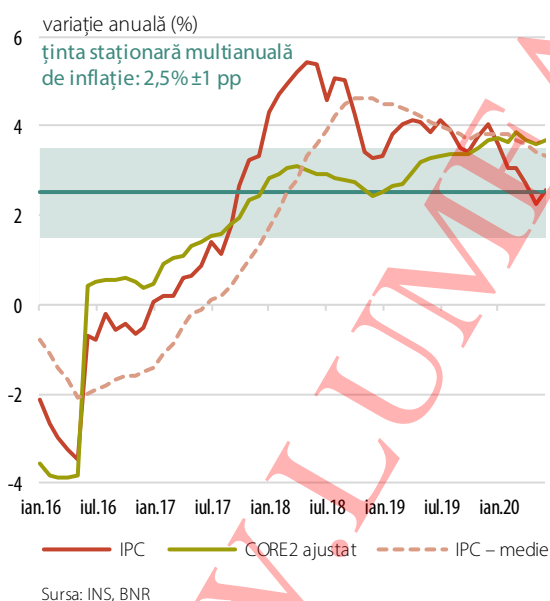
Decizia de politică monetară

Având în vedere caracteristicile noii prognoze macroeconomice, precum și incertitudinile extrem de mari asociate acesteia, de natură să inducă riscuri în dublu sens la adresa perspectivei inflației pe orizontul proiecției, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 5 august 2020 reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 1,50 la sută. În același timp, s-a decis reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit, până la 1,00 la sută și scăderea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (Lombard), până la 2,00 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit. În condițiile unui deficit de lichiditate pe piața monetară, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea efectuării de operațiuni *repo* și a cumpărării de titluri de stat în lei de pe piața secundară, cu păstrarea stabilității pe piața financiară.

1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC și-a continuat în trimestrul II 2020 parcursul pronunțat descendent observat de la începutul acestui an, plasându-se în luna iunie în apropierea punctului central al benzii de variație asociate țintei staționare (2,58 la sută, comparativ cu 3,05 la sută în luna martie). Principala influență dezinflaționistă în intervalul analizat a fost exercitată de corecția puternică a cotației internaționale a țițeiului, pe fondul scăderii ample a cererii agregate provocate de criza sanitară și al incertitudinilor cu privire la traiectoria revenirii economiei globale. Suprapunerea șocurilor pe partea cererii și a ofertei (determinate de măsurile adoptate în scopul aplatizării curbei epidemice) a imprimat în schimb o tendință de relativă stabilitate ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat, aceasta înregistrând la finele perioadei nivelul de 3,7 la sută, valoare în jurul căreia a oscilat de la începutul anului (Grafic 1.1).

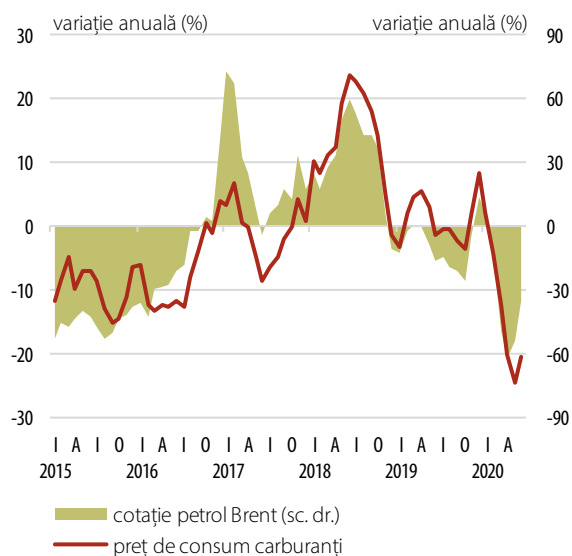
Grafic 1.1. Evoluția inflației



Una dintre primele și cele mai evidente repercusiuni ale crizei pandemice pe plan global a reprezentat-o prăbușirea prețului petrolului, odată cu restrângerea mobilității și cu declinul activității în cele mai multe ramuri ale economiei. De la debutul crizei, prognozele privind creșterea globală au fost permanent revizuite în sens descendent, informația oferită de publicarea unor noi indicatori economici conturând o imagine tot mai clară a dimensiunii reale a șocului. În consecință, cotația țițeiului Brent s-a redus abrupt, coborând la mijlocul lunii aprilie chiar sub pragul de 20 dolari SUA/baril, nivel echivalent unei contracții a prețului de circa 63 la sută față de aceeași lună a anului anterior. Aceasta a reintrat pe un trend ascendent în a doua parte a trimestrului, ulterior definitivării noului acord OPEC+ pentru limitarea producției, dar și semnalelor privind revenirea graduală a activității economice, pe măsura ridicării restricțiilor în tot mai multe state. Pe plan intern, contracția maximă a

prețului combustibililor a fost de -10,1 la sută (dinamică anuală) înregistrată în luna mai (față de -3,8 la sută în martie), pentru ca în luna iunie aceasta să se tempereze până la -7,8 la sută (Grafic 1.2). Pe ansamblul intervalului analizat, volatilitatea deosebit de ridicată a cotației Brent, alături de plafonarea prețurilor pe perioada stării de urgență au indus un comportament prudent în rândul comercianților de combustibili în ceea ce privește transmisia în prețurile finale, aceasta fiind realizată într-o manieră mai rigidă decât în mod uzual.

Grafic 1.2. Cotația țițeiului și prețul carburanților



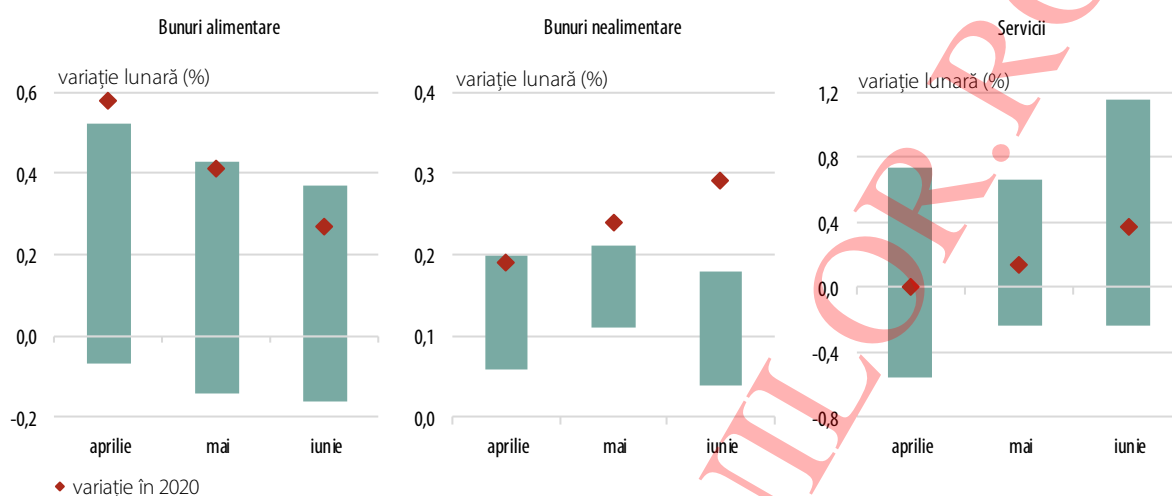
Sursa: INS, Bloomberg

Tot în sfera produselor cu prețuri volatile, rata anuală a inflației pe segmentul LFO a accelerat la începutul trimestrului II, în contextul temerilor privind eventuale perturbări de-a lungul lanțurilor de aprovizionare transfrontalieră (date fiind măsurile de securitate sanitară adoptate de către toți partenerii comerciali importanți ai României), dar și al prelungirii condițiilor meteo secetoase. Totodată, fricțiunile provenind din închiderea unor piețe agroalimentare și caracterul perisabil al acestor bunuri au făcut ca o parte din producția locală să nu mai poată ajunge în oferta disponibilă consumatorilor finali, fiind astfel irosită. Pe măsură ce parametrii meteorologici s-au ameliorat, iar restricțiile de circulație naționale și internaționale au cunoscut o relaxare graduală, dinamica prețurilor pe acest segment s-a temperat și a revenit la variații normale pentru această perioadă, încheind trimestrul la o valoare ușor

superioară celei consemnate cu trei luni în urmă (5,4 la sută, față de 4,5 la sută în luna martie).

Întrepătrunderea șocurilor negative de cerere cu impact dezinflaționist cu cele de ofertă care exercită presiuni inflaționiste a rezultat într-o relativă stabilitate a dinamicii CORE2 ajustat pe parcursul trimestrului II. Pe partea cererii, temperarea dinamicii salariale și adoptarea unui comportament mai prudent în rândul populației, date fiind incertitudinile privind situația economică viitoare, alături de restrângerea temporară a mobilității au favorizat intrarea *gap*-ului de PIB în teritoriu profund negativ în trimestrul II. Efectul său asupra traiectoriei prețurilor bunurilor și serviciilor este de așteptat să se manifeste însă gradual, pe măsură ce agenții își actualizează așteptările cu privire la parcursul activității economice, iar companiile operează ajustări la nivelul costurilor (de pildă, ajustarea contractelor de muncă se realizează de regulă cu o anumită întârziere) care vor greva la rândul lor asupra evoluției venitului disponibil al populației. În același timp, cele mai recente date publicate relevă un salt considerabil al costurilor salariale unitare în industrie în perioada aprilie-mai, în pofida preluării unei părți importante din povară de către stat prin plata indemnizației de șomaj tehnic. De asemenea, influența condițiilor de cerere este contrabalansată de manifestarea unor șocuri pe latura ofertei specifice acestei crize sanitare: închiderea unor puncte de vânzare, restrângerea activității (prin reducerea numărului de lucrători sau de clienți), alături de costuri suplimentare cu dezinfectanți și alte materiale de protecție, șocuri ale căror durată și intensitate vor depinde în continuare de evoluția crizei sanitare și de politicile adoptate în direcția aplatizării curbei de infectare.

Grafic 1.3. Componentele inflației de bază CORE2 ajustat

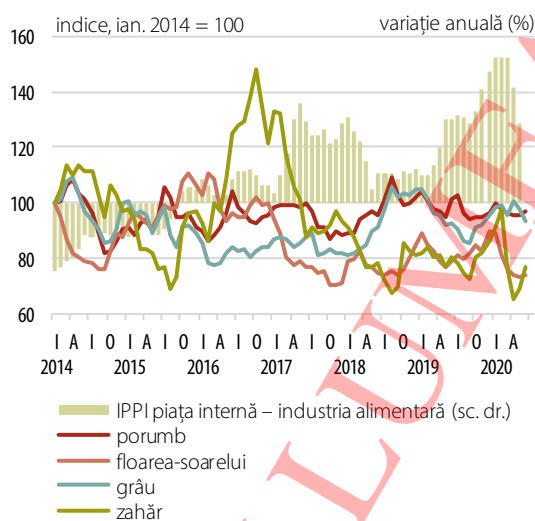


♦ variație în 2020

Notă: Coloanele marchează intervalul dintre variațiile minime și maxime din luna respectivă în perioada 2010-2019. Toate valorile exclud efectele de runda I ale modificărilor cotelor TVA.

Sursa: INS, calcule și estimări BNR

Grafic 1.4. Evoluția prețurilor internaționale ale principalelor materii prime agroalimentare



Sursa: Bloomberg, INS

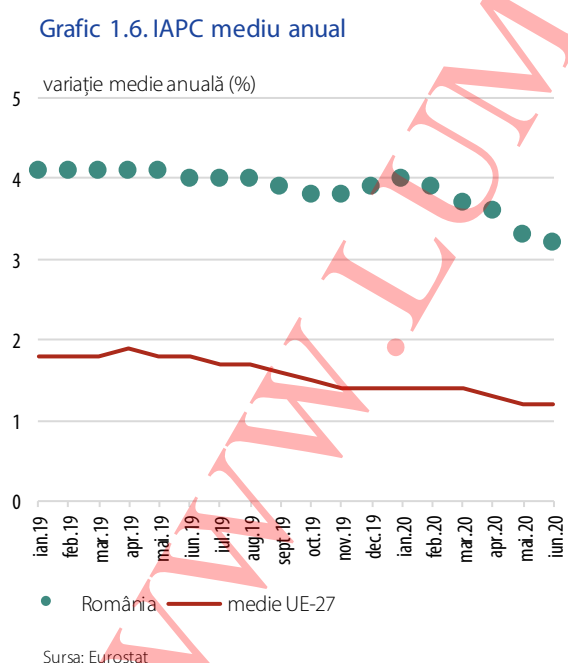
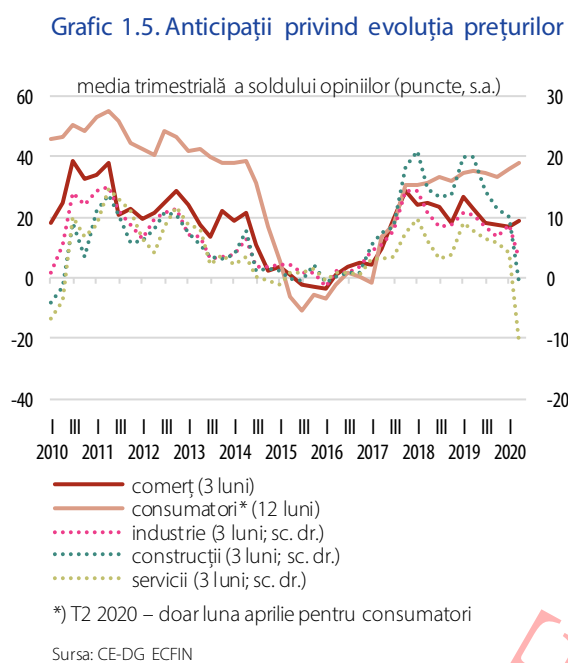
Deși au afectat toate componentele inflației de bază, aceste influențe s-au reflectat diferit în prețurile de consum, date fiind anumite particularități ale fiecărui sector (Grafic 1.3). Pe segmentul bunurilor alimentare, elasticitatea relativ redusă a cererii populației a facilitat transmiterea parțială în prețurile finale a noilor costuri încă de la declanșarea pandemiei. Presiunile menționate s-au adăugat unora preexistente pe anumite segmente, cum ar fi carnea de porc (ca urmare a efectelor pestei porcine), sau anticipate, cum sunt cele legate de recolta slabă de grâu previzionată pentru acest an, culturile de toamnă fiind afectate de perioada secetoasă din cursul iernii². În cel din urmă caz, este posibil ca presiunile să fie totuși limitate, având în vedere nivelul ridicat al stocurilor de materii prime și prognozele optimiste la nivel global pentru cele mai multe culturi, precum și tendința prețurilor interne de a se alinia celor externe (Grafic 1.4). Componenta

alimentară a inflației de bază rămâne în continuare responsabilă pentru persistența indicatorului agregat la un nivel relativ înalt, afișând o dinamică anuală de peste două ori mai mare față de cea înregistrată pe celelalte două segmente (5,5 la sută în luna iunie).

În ceea ce privește componenta bunurilor nealimentare și a serviciilor, pentru o parte dintre acestea prețurile nu au putut fi colectate, cel puțin în perioada stării de urgență (16 martie – 14 mai), tratamentul statistic utilizat pentru înlocuirea prețurilor lipsă implicând, de cele mai multe ori, menținerea neschimbată a ultimului preț observat

² Cele mai recente prognoze ale Comisiei Europene (iulie 2020) indică un declin al producției de grâu de circa 30 la sută comparativ cu anul anterior în cazul României.

(conform recomandărilor Eurostat)³. Ulterior însă, odată cu normalizarea treptată a situației și reluarea activității comerciale, se constată și în aceste cazuri tendința operatorilor de transmisie a presiunilor de cost amintite anterior în prețuri, în luna iunie remarcându-se dinamici lunare net superioare celor observate de regulă în această perioadă în cazul unor servicii precum cele de igienă și cosmetică sau îngrijire medicală, respectiv al unor bunuri nealimentare cum ar fi încălțăminte sau produsele de uz casnic și mobilă. Procesul de redeschidere rămâne însă gradual, marcat de



incertitudini și asimetrie la nivelul diverselor activități (de exemplu, la 1 iulie rămăneau închise unitățile de alimentație publică ce își desfășoară activitatea în interior, iar la evenimentele culturale și sociale numărul maxim de participanți era încă limitat). Pe acest fond, rata anuală a inflației pe segmentul bunurilor nealimentare incluse în coșul de bază a urcat la 2,6 la sută la finele trimestrului II (de la 2,3 la sută în martie). În ceea ce privește serviciile de piață, dinamica anuală a prețurilor a coborât la 2,5 la sută (de la 3,4 la sută în luna martie), un rol important revenind însă manifestării unui efect de bază favorabil pe segmentul serviciilor de telecomunicații.

În trimestrul II 2020, anticipațiile inflaționiste ale agenților au avut evoluții mixte, reflectând complexitatea șocurilor care au lovit economia. Astfel, în timp ce operatorii din construcții, servicii și industrie și-au ajustat în sens descendent așteptările privind evoluția prețurilor (pentru primele două categorii acestea ajungând chiar în teritoriul negativ), în cazul celor din comerț și al consumatorilor se remarcă o tendință ascendentă (Grafic 1.5). În același timp, analiștii bancari se așteaptă la rate anuale ale inflației peste un an și peste doi ani marginal inferioare celor anticipate la finele trimestrului trecut, plasate în continuare în apropierea punctului central al benzii de variație asociate țintei staționare.

Valoarea medie a ratei anuale a inflației a urmat și ea o traiectorie descendentă: determinată pe baza metodologiei naționale, inflația medie anuală s-a redus până la 3,3 la sută în luna iunie 2020, în timp ce rata medie calculată conform structurii armonizate a atins 3,2 la sută. Întrucât la nivel european scăderea a fost de mai mică amplitudine, România a reușit să recupereze din decalaj (Grafic 1.6), coborând pe

³ Potrivit Eurostat, în colectarea datelor pentru luna aprilie s-a recurs la metode de inferență statistică pentru un procent de 18 la sută din totalul cheltuielilor de consum încorporate în IAPC în România, acesta reducându-se în luna mai 2020 până la 9 la sută, respectiv în iunie până la 2 la sută (semnificativ sub media UE, de 29, 20, respectiv 10 la sută).

poziția a doua încă din luna mai 2020 în clasamentul țărilor europene cu cea mai ridicată inflație medie a prețurilor de consum (determinată pe baza IAPC).

Rata anuală a inflației IPC înregistrată în luna iunie 2020 s-a plasat cu 0,1 puncte procentuale sub nivelul anticipat în ediția din luna mai a *Raportului asupra inflației* (2,6 la sută, comparativ cu o prognoză de 2,7 la sută). Eroarea a fost cauzată de evoluția sub așteptări a prețului legumelor în perioada mai-iunie 2020, în contextul ameliorării sensibile a condițiilor meteorologice. În același timp însă, valoarea înregistrată la sfârșitul trimestrului II 2020 de rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat (3,7 la sută) a fost cu 0,3 puncte procentuale superioară prognozei, ca urmare a subestimării amplitudinii șocului de ofertă resimțit de operatori.

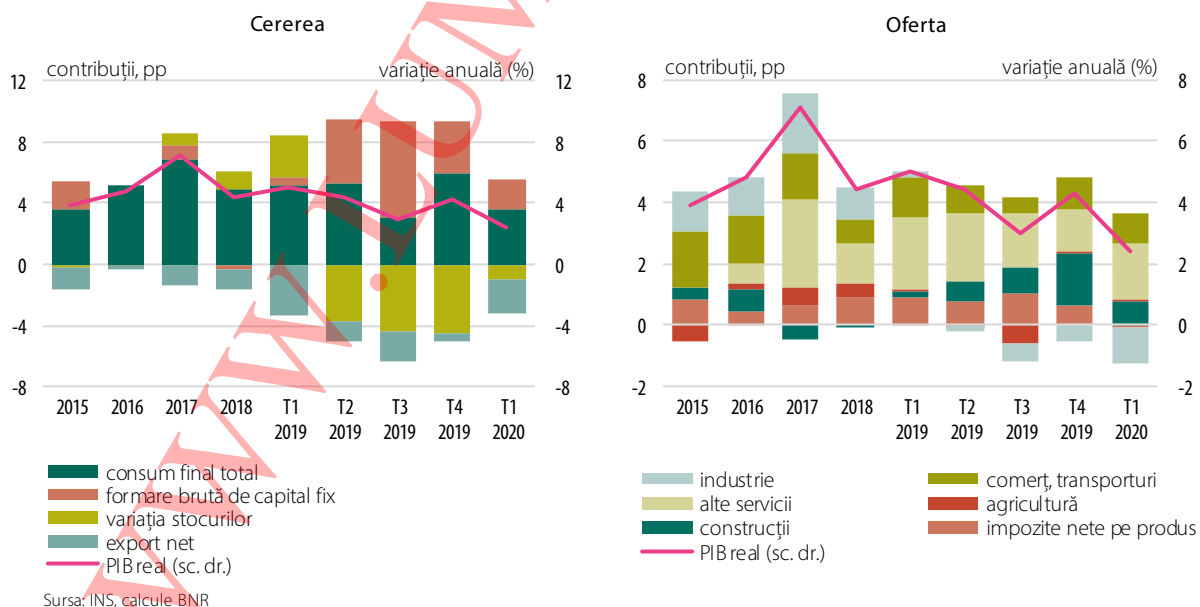
WWW.LUMEABANIL.RO

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

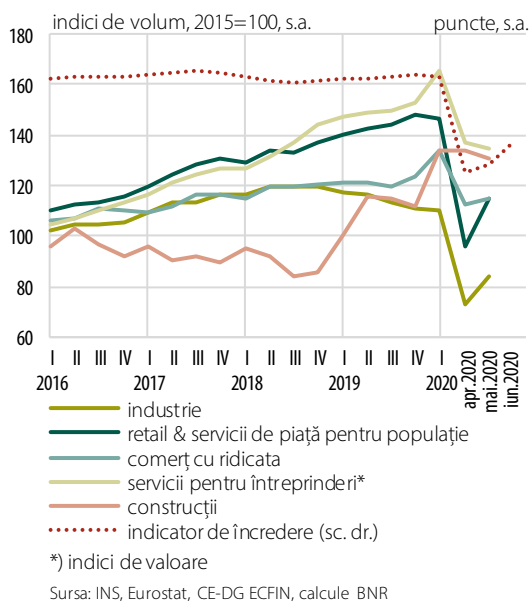
Unda de șoc imprimată de măsurile de atenuare a curbei epidemice, adoptate la scară internațională începând din februarie-martie 2020, s-a propagat și în economia românească prin trei canale – șoc de ofertă, șoc de cerere și, în strânsă legătură cu acesta din urmă, ajustare a încrederii. Evoluția este ilustrată de temperarea creșterii anuale a PIB în trimestrul I (cu 1,9 puncte procentuale, până la 2,4 la sută), urmată de înrăutățirea cvasigeneralizată a parcursului sectoarelor economice în luna aprilie (Grafic 2.1). În linie cu traiectoria înregistrată de celelalte state europene, economia locală a cunoscut ulterior o anumită revenire, pe fondul relaxării graduale a restricțiilor, evoluție surprinsă de indicatorii de activitate cu frecvență lunară și de încrederea operatorilor din economie (Grafic 2.2). Cu toate acestea, avansarea pe curba crescătoare a ciclului economic se prefigurează a fi un proces de durată și nu neapărat continuu, mai ales în contextul prelungirii crizei sanitare. Totodată, redresarea economiei locale depinde în bună măsură de evoluția partenerilor comerciali, a căror revenire va avea probabil un caracter asimetric, pe fondul diferențelor în planul modalităților sau momentelor de relaxare a măsurilor limitative, dar și în privința resurselor financiare mobilizate de către fiecare economie.

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



Din perspectiva cererii, încetinirea ritmului anual al PIB în trimestrul I a fost atribuită atât absorbției interne (decelerări mai ales în cazul consumului), cât și exportului net

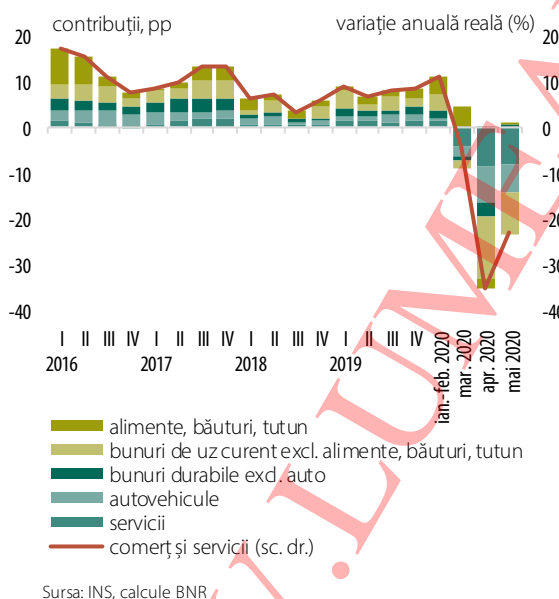
Grafic 2.2. Sectoare economice



de bunuri și servicii, a cărei contribuție negativă la creșterea economică s-a adâncit până la -2,3 puncte procentuale. Cererea de consum a înregistrat o temperare semnificativă a dinamicii anuale, până la 2,8 la sută (de la 7,5 la sută în perioada precedentă), evoluția reflectând în esență efectele primelor măsuri de limitare a mobilității în rândul populației. Astfel, dacă în perioada ianuarie-februarie 2020, sub impulsul unor evoluții favorabile la nivelul factorilor fundamentali (creștere robustă a venitului real disponibil al populației, oportunități ridicate de angajare, fluxuri consistente ale creditelor pentru consum, precum și un nivel ridicat al încrederii), cifra de afaceri din comerț și servicii s-a majorat cu aproximativ 11 la sută (variație anuală), luna martie a marcat inversarea tendinței, activitatea din sector înregistrând o scădere cu aproximativ 4 la sută.

Primele categorii de bunuri care au resimțit din plin efectele perspectivei negative aduse de răspândirea alertă a noului coronavirus au fost cele de folosință îndelungată (în special autovehicule), precum și serviciile HoReCa, unde activitatea a fost sistată de către autorități. O evoluție diferită a înregistrat comerțul cu alimente, unde posibilitatea apariției unor disfuncționalități la nivelul lanțurilor de aprovizionare, precum și a înăsprii măsurilor cu privire la mobilitatea populației a condus la accelerarea temporară a ritmului de creștere a volumului vânzărilor, până la 17,7 la sută în luna martie (ulterior, și comerțul cu acest tip de bunuri s-a redus – cu 4,7 la sută în aprilie), Grafic 2.3.

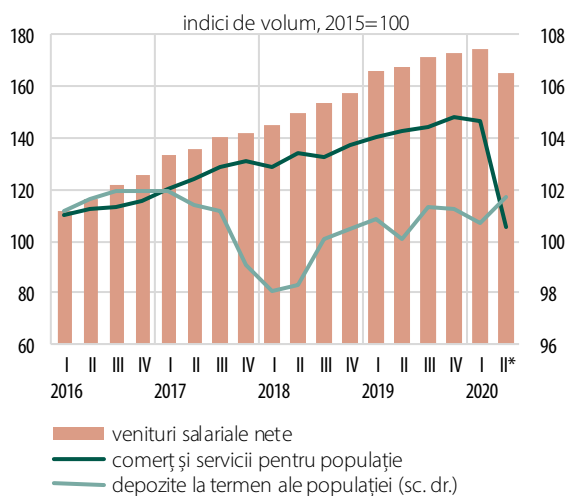
Grafic 2.3. Activitatea comercială



restricțiilor de mobilitate, va conduce la o contracție severă a cererii de consum în trimestrul II. Această perspectivă este confirmată și de evoluția cifrei de afaceri din comerț și servicii de piață pentru populație – contracție anuală de circa 35 la sută în aprilie (lună afectată integral de măsurile de limitare a răspândirii virusului), ușor mai temperată în mai, astfel încât în primele două luni ale trimestrului volumul a scăzut cu circa 29 la sută în termeni anuali.

Chiar dacă relaxarea graduală a restricțiilor va slăbi limitările de natura ofertei impuse sectorului „comerț și servicii”, activitatea acestuia va fi afectată de eroziunea produsă asupra cererii de consum de evoluțiile de pe piața muncii (pe fondul incidenței

Grafic 2.4. Veniturile, economisirea și consumul populației



Sursa: INS, BNR, calcule BNR

șomajului tehnic asupra veniturilor salariale și al întreruperii traiectoriei crescătoare a numărului de angajați). Acești din urmă factori contribuie la deteriorarea încrederii populației, de natură a accentua comportamente de tip preventiv ale consumatorilor, cum este creșterea economisirii în detrimentul cheltuielilor de consum, în special al celor pentru bunuri durabile și activități recreative (Grafic 2.4). Indicii în acest sens par să se contureze încă din trimestrul II, datele pentru perioada aprilie-mai relevând creșterea depozitelor constituite de populație, în timp ce comerțul cu autovehicule s-a redus cu aproape 40 la sută, iar achizițiile de bunuri pentru dotarea locuințelor cu peste 6 la sută (concomitent cu ajustarea cu 63 la sută a fluxului real al creditelor pentru consum). Cea mai severă reducere s-a înregistrat la nivelul serviciilor de piață prestate populației (-80,6 la sută, variație anuală), în acest caz fiind de așteptat o ameliorare a încasărilor abia

după 1 iunie, odată cu reluarea activităților de alimentație publică în spații deschise. Cu toate acestea, este puțin probabil ca până la rezolvarea crizei sanitare activitatea sectorului să se redreseze simțitor, în condițiile în care operatorii vor fi obligați să mențină unele măsuri de distanțare fizică, iar populația va manifesta o anumită reticență de a consuma astfel de servicii.

Execuția bugetului general consolidat din primul trimestru din 2020 a generat un deficit de 18,1 miliarde lei (echivalent cu 1,7 la sută din PIB), semnificativ mai mare decât cel din aceeași perioadă a anului precedent (5,5 miliarde lei, 0,5 la sută din PIB). Totodată, spre deosebire de *pattern*-ul uzual al execuției bugetare, acesta a fost doar ușor inferior celui din trimestrul IV 2019⁴, în condițiile în care, inclusiv ca efect al măsurilor fiscale adoptate în vederea combaterii efectelor crizei pandemice⁵, veniturile bugetare totale au înregistrat o scădere⁶ relativ pronunțată⁷ față de cele din precedentele trei luni, pe seama diminuării încasărilor din TVA⁸, impozit pe profit⁹, contribuții de asigurări, venituri nefiscale¹⁰ precum și din accize¹¹. Cheltuielile bugetare totale s-au comprimat la rândul lor¹², în principal pe fondul evoluției

⁴ În trimestrul IV 2019 s-a înregistrat un deficit bugetar de 21,3 miliarde lei (echivalent cu 2,0 la sută din PIB).

⁵ Constând în principal în acordarea posibilității amânării plății obligațiilor fiscale fără penalizări pe perioada stării de urgență.

⁶ Context în care dinamica anuală reală negativă a acestora s-a amplificat (la -6,3 la sută, de la -1,3 la sută în trimestrul anterior).

⁷ Dinamica anuală a veniturilor bugetare totale a fost afectată și de comprimarea în termeni anuali a încasărilor din impozitele și taxele pe proprietate, pe fondul amânării primului termen de plată a impozitului pe clădiri, teren și mijloace de transport.

⁸ Scăderea încasărilor nete a reflectat și impactul majorării semnificative a rambursărilor de TVA.

⁹ La scăderea veniturilor bugetare totale a contribuit și comprimarea sumelor primite de la UE, al cărui impact asupra deficitului bugetar a fost parțial compensat de o evoluție de același sens a cheltuielilor cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile.

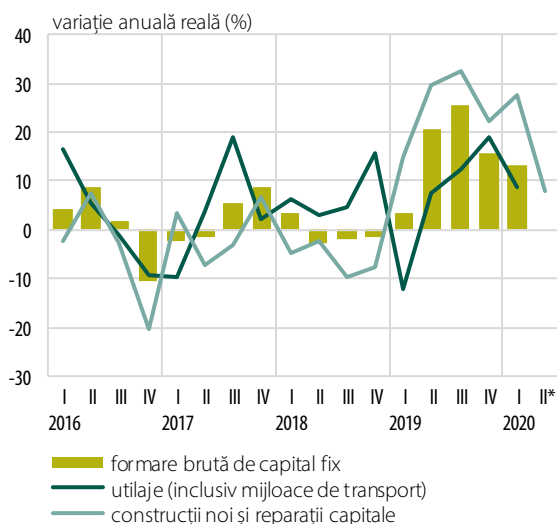
¹⁰ În termeni anuali reali, acestea au înregistrat însă o creștere.

¹¹ Inclusiv pe fondul reducerii nivelului accizei la carburanți la începutul anului; în termeni anuali însă, veniturile din accize au continuat să se majoreze.

¹² Dinamica anuală reală a acestora s-a menținut însă pozitivă, la un nivel similar celui din trimestrul precedent (9,1 la sută, față de 9,3 la sută).

cheltuielilor de capital și cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile¹³, o contribuție de sens opus și de mai mică amploare fiind adusă de majorarea cheltuielilor de asistență socială, cu subvențiile¹⁴ și cu dobânzile.

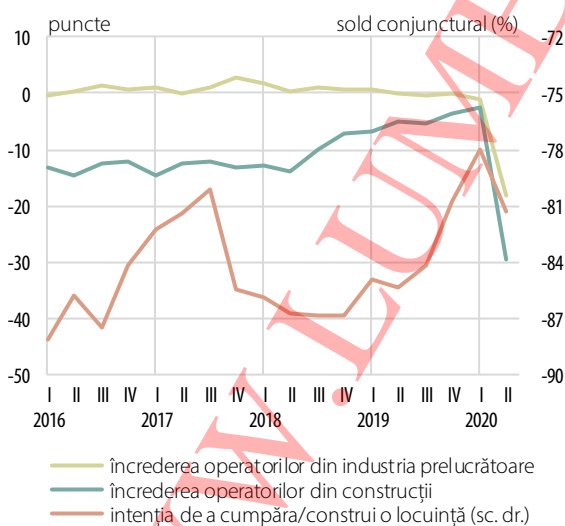
Grafic 2.5. Investiții



Formarea brută de capital fix și-a păstrat dinamica alertă (13,1 la sută în termeni anuali), ușoara încetinire față de ultimul trimestru al anului anterior fiind atribuită în principal achizițiilor de echipamente (care și-au înjumătățit avansul, până la 8,8 la sută). În schimb, lucrările de construcții rezidențiale și ingineresti s-au intensificat, beneficiind și de condiții meteo favorabile, astfel încât investițiile în construcții (obiective noi și reparații capitale) s-au extins cu 27,5 la sută (variație anuală), Grafic 2.5.

Perioada următoare va consemna o restrângere a acumulărilor de capital, scăderea resurselor financiare ale agenților din economie (companii, populație) și menținerea stării de incertitudine antrenând o creștere a aversiunii la risc, care va conduce la amânări/sistări ale planurilor de investiții atât de natura tehnologiilor, cât și în domeniul imobiliar (Grafic 2.6). În acest din urmă caz, merită remarcat faptul că sectorul construcțiilor a fost mai puțin afectat (deocamdată) de restricțiile impuse de autorități, întrucât specificul activității permite respectarea măsurilor de distanțare fizică (un efect negativ au produs totuși limitările asupra circulației mărfurilor și a forței de muncă). La nivelul sectorului corporativ local, indicii negative sunt evidențiate de rezultatele Sondajului AmCham România privind calitatea climatului investițional, publicate în luna iulie, potrivit cărora anul 2020 va marca o scădere a cifrei de afaceri și a investițiilor (în opinia a circa 70 la sută și, respectiv, 44 la sută din numărul respondenților). În privința resurselor împrumutate, așteptările pentru trimestrul II surprinse de *Sondajul BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației* relevă o reducere generalizată a cererii de împrumuturi, dar și o înăsprire a standardelor practice de băncile comerciale pentru toate tipurile de credite, în contextul percepției unui risc în creștere

Grafic 2.6. Semnale privind perspectiva investițiilor



asociat bonității clienților. Datele lunare disponibile până la luna mai privind evoluția pe anumite canale de finanțare confirmă aceste previziuni – intrarea în teritoriul

¹³ La rândul lor, cheltuielile cu bunuri și servicii au consemnat o scădere – limitată totuși de impactul plăților suplimentare efectuate pentru susținerea măsurilor de prevenire și combatere a efectelor pandemiei; în termeni anuali acestea au continuat însă să crească.

¹⁴ Inclusiv în contextul acordării în avans a ajutoarelor naționale tranzitorii în sectorul vegetal și cel zootehnic.

negativ a veniturilor reale salariale nete, temperări de ritm ale stocului de credite pentru echipamente și ale creditelor noi pentru locuințe, până la 4,8 la sută și, respectiv, 5,7 la sută, variații anuale reale. Totodată, fluxurile de investiții străine directe cumulate pe primele cinci luni ale anului curent s-au inversat (ieșiri nete de 341 milioane euro, față de intrări nete de 2 miliarde euro în perioada corespunzătoare a anului trecut), pe seama reducerii influxurilor de natura participațiilor la capital, dar și a trecerii pe pierdere a companiilor ISD și a rambursării unor credite în grup. Această evoluție este în linie cu coordonatele climatului investițional la nivel mondial¹⁵, fluxurile directe fiind anticipate a se restrânge cu circa 40 la sută în perioada 2020-2021 (conform UNCTAD), în condițiile în care sincopile în lanțurile de ofertă generate de închiderea unor mari furnizori, restricțiile privind circulația mărfurilor și a persoanelor, precum și ajustarea cererii afectează sectoare importante pentru circuitul internațional al investițiilor. Acestor factori li se adaugă măsurile de înăsprire a reglementărilor privind investițiile străine, adoptate de o serie de economii dezvoltate în prima jumătate a anului 2020.

Perspectiva sumbră conturată în privința investițiilor pe plan local este accentuată de spațiul fiscal limitat care caracteriza economia românească încă dinaintea izbucnirii COVID-19. În aceste condiții, devine cu atât mai necesară valorificarea avantajelor competitive locale, precum și a oportunităților apărute în contextul pandemiei. Astfel, în calitate de membru al UE, dincolo de o absorbție mai intensă de fonduri europene în cadrul actualului exercițiu financiar¹⁶, un sprijin consistent ar putea fi obținut, în următorii ani, prin utilizarea resurselor pe care Comisia Europeană intenționează să le mobilizeze pentru redresarea economică la nivel comunitar – un buget de 1 074 miliarde euro pentru Cadrul financiar multianual 2021-2027 și lansarea unui nou instrument „Next Generation EU”, în valoare de 750 miliarde euro. Accesarea acestor fonduri este însă condiționată de implementarea recomandărilor adresate țării noastre în cadrul Semestrului european, precum și de identificarea unor proiecte viabile, de natură a contribui la o relansare economică durabilă.

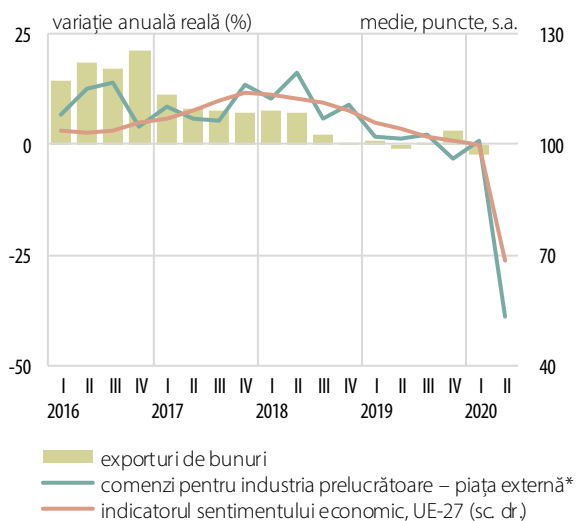
O altă contrapondere pentru tabloul nefavorabil privind acumulările interne de capital o poate genera, pe termen mai lung, tendința de reconfigurare a lanțurilor de aprovizionare la nivel global, în sensul repatrierii/regionalizării acestora. Această nouă abordare a luat naștere ca reacție la vulnerabilitatea reprezentată de concentrarea masivă a aprovizionării pe o singură zonă (continentul asiatic, în special China), opțiuni ale cărei dezavantaje au fost accentuate în contextul pandemiei. O asemenea reorientare, de natură a antrena deschiderea de noi capacități de producție și depozitare, aduce în prim-plan problema costurilor de producție, putând promova pe poziții relativ avantajoase, la nivel european, economiile emergente. Fructificarea de către România a acestei oportunități este însă o provocare, atractivitatea mediului local din perspectiva investițiilor, conturată de calitatea înaltă a infrastructurii digitale, de dimensiunea pieței autohtone sau de costul mai scăzut al forței de muncă, fiind estompată de calitatea și dimensiunea necorespunzătoare ale infrastructurii de

¹⁵ The Economist Intelligence Unit – „Down but not Out? Globalisation and the Threat of Covid-19”.

¹⁶ Gradul de absorbție este relativ scăzut comparativ cu țările UE; totuși, intrările de fonduri s-au intensificat în primul semestru al acestui an comparativ cu perioada similară a anului anterior, atât în cazul finanțării aferente politicii de coeziune, cât și în cel al sumelor destinate dezvoltării agriculturii.

transport, de gradul modest de digitalizare a economiei, mai ales în sectorul administrației publice, dar și de instabilitatea cadrului fiscal și de reglementare.

Grafic 2.7. Exporturi



*) apr.-mai 2020 pentru ultimul moment

Sursa: INS, CE-DG ECFIN, calcule BNR

Accentuarea efectului de erodare a cererii externe nete asupra dinamicii anuale a PIB a fost determinată în principal de inversarea puternică a traiectoriei exporturilor de bunuri și servicii (de la 6,4 la sută în trimestrul IV la -1,3 la sută în perioada analizată), dar o contribuție a revenit și accelerării importurilor de bunuri. După un început de an marcat de o îmbunătățire graduală a sentimentului economic la nivelul UE (inclusiv ca urmare a unei oarecare ameliorări a relațiilor comerciale dintre SUA și China), reflectată și într-o anumită revigorare a volumului comenzilor externe pentru companiile industriale locale, întreruperile bruște survenite în luna martie la nivelul lanțurilor de ofertă pe plan local și internațional, ca efect al măsurilor de limitare a răspândirii pandemiei COVID-19, au schimbat dramatic parcursul schimburilor comerciale externe. Traectoria exporturilor va rămâne, cel mai probabil, destul de fragilă, pe fondul unei reveniri posibil lente

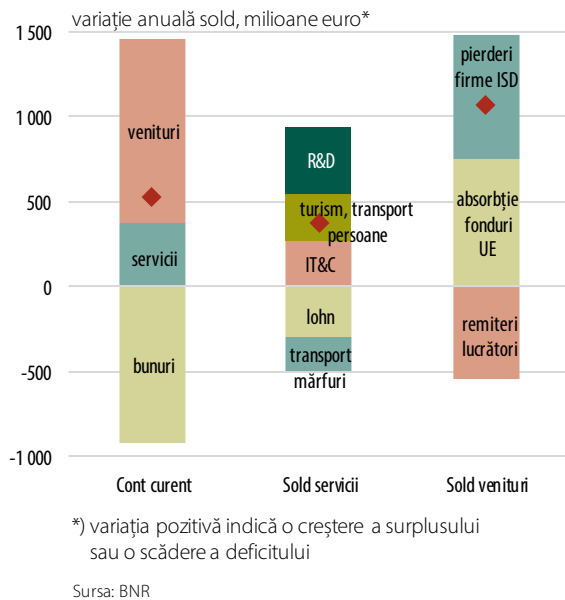
a activității economice la nivel global și în particular la nivel european (Grafic 2.7).

În cazul exporturilor de bunuri, în trimestrul I volumul s-a redus cu 2,2 la sută în termeni anuali, în contextul deciziei de închidere temporară a unor companii locale cu pondere ridicată în exporturile de produse finite (autovehicule, electrocasnice), dar și a unor firme integrate în lanțurile internaționale de producție, afectate fie de ajustări ale cererii externe (ca urmare a restrângerii/întreruperii activității unor parteneri europeni importanți), fie de probleme de aprovizionare cu materii prime, în condițiile restricționării activității de transport al mărfurilor. În structură, contribuțiile cele mai ridicate la restrângerea exporturilor au revenit unor categorii de produse precum: echipamente electrice, autovehicule și componente, mașini și echipamente, bunuri ale industriei ușoare, produse petroliere, mobilă. În ceea ce privește industria auto, redresarea livrărilor externe se va realiza în strânsă dependență de evoluția cererii la nivel european. Astfel, deși luna mai a marcat redeschiderea celor doi producători locali de autoturisme, concomitent cu reluarea activității multor companii producătoare de piese și componente, volumul producției auto nu va atinge probabil nivelul pre-pandemie în viitorul apropiat. Totodată, accentuarea la nivel global a tendinței de orientare către producția de autovehicule electrice va aduce o nouă provocare sectorului autohton, al cărui parcurs este determinat de politica de investiții a companiilor-mamă.

Importurile de bunuri și-au accelerat ritmul anual în trimestrul I (până la 4,9 la sută), o contribuție importantă revenind intensificării volumului achizițiilor în luna martie. Evoluția este parțial asociată propagării pandemiei COVID-19 pe continentul european (având în vedere dinamizarea importurilor de produse agroalimentare,

farmaceutice, de igienă, componente pentru calculatoare), dar accelerări de ritm au înregistrat și alte categorii de mărfuri (produse petroliere, fertilizanți, pesticide).

Grafic 2.8. Contul curent (5 luni 2020)



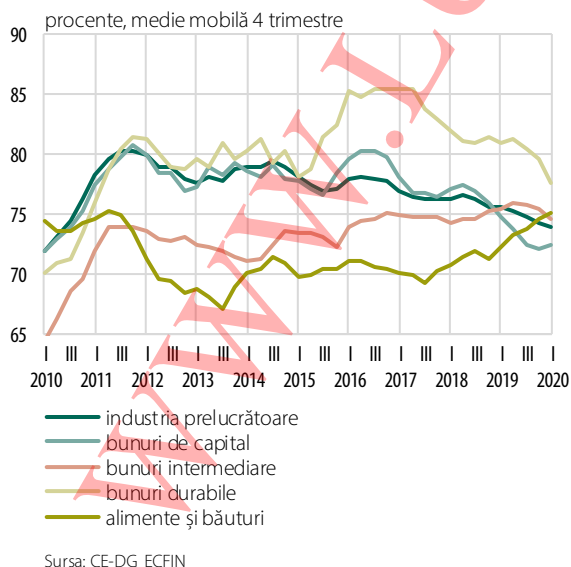
În consecință, soldul comercial a continuat să se deterioreze, tendință care s-a prelungit și ulterior, cumulând pe primele cinci luni un deficit cu 14,2 la sută mai mare față de cel din ianuarie-mai 2019. Cu toate acestea, la nivelul contului curent situația s-a îmbunătățit (reducere cu 15,6 la sută a deficitului), datorită surplusului în creștere al contului de servicii, dar și rezultatelor superioare la nivelul conturilor de venituri. În primul caz, perturbările pe segmentul transporturilor internaționale de mărfuri, dublate de ajustarea încasărilor din exportul produselor prelucrate în regim lohn, au fost anihilate de un dublu efect indus de măsurile de limitare a circulației persoanelor – pe de o parte, impulsivitatea cererii de servicii IT&C (inclusiv datorită adoptării pe scară largă a sistemului de telemuncă), iar pe de altă parte, restrângerea activității de turism și transport internațional (în scop de afaceri și personal). În privința conturilor veniturilor primare și secundare, trecerea

pe surplus a soldului cumulat s-a datorat unei mai bune absorbții de fonduri europene destinate agriculturii (FEADR, FEAGA), dar și intrării pe pierdere a companiilor ISD (Grafic 2.8).

Productivitatea muncii

Dinamica anuală a productivității muncii pe ansamblul economiei s-a redus simțitor în primul trimestru al anului, până la 2 la sută (comparativ cu 3,4 la sută în intervalul precedent), rămânând însă pozitivă în cazul tuturor

Grafic 2.9. Gradul de utilizare a capacităților de producție



sectoarelor importante, cu excepția celui industrial. Ritmuri robuste de creștere a indicatorului au fost consemnate de segmentul construcțiilor, care de altfel a traversat cel mai bun trimestru post-2008, lucrările de construcții menținându-și eferescența în condițiile unui început de an extrem de prielnic din punct de vedere meteorologic, respectiv de segmentul IT, stimulat de orientarea rapidă a companiilor către soluții de digitalizare, date fiind noile coordonate economico-sociale.

Deși activitatea industrială a înregistrat un debut de an promițător, dinamica productivității muncii reintrând în intervalul ianuarie-februarie în teritoriul pozitiv după o jumătate de an de scăderi, toți indicatorii aferenți sectorului s-au corectat puternic începând cu luna martie. Pe ansamblul trimestrului I, comenzile noi s-au redus, atât din piața externă, cât

mai ales din cea internă, exclusiv ca urmare a evoluției înregistrate în luna martie. Gradul de utilizare a capacităților de producție a consemnat însă o diminuare doar marginală, pe fondul unor evoluții mixte la nivelul principalelor grupe de bunuri (Grafic 2.9). În structură, se remarcă unele ramuri ale industriei prelucrătoare a căror activitate a fost mai puțin afectată de reducerea consumului agregat și de măsurile de distanțare socială, produsele acestora beneficiind de o cerere (relativ) robustă în noul context epidemiologic – industria alimentară, fabricarea produselor din tutun, industria farmaceutică, fabricarea de calculatoare și electronice sau fabricarea materialelor de construcții. În cazul industriei alimentare, vârful de consum din luna martie a ocazionat atingerea unui maxim al ultimilor zece ani al gradului de utilizare a capacităților de producție, generând totodată un interes crescut pentru noi investiții în domeniu. În ciuda deficiențelor structurale care încă erodează competitivitatea acestei industrii (tehnologizarea scăzută a capacităților de producție, fragmentarea furnizorilor de materie primă, deficiențele în planul forței de muncă), actuala criză poate reprezenta o oportunitate de reorganizare a activității pe fundamente mai solide, având la bază principiul unei producții locale integrate. În prezent, gradul de dependență de importuri al pieței locale este destul de ridicat, inclusiv în cazul unor produse pentru care există premise de dezvoltare și atragere de investiții pe toate verigile lanțului de producție (de exemplu, pe segmentul de lapte și produse derivate, circa 40 la sută din consumul pe plan intern, inclusiv consum intermediar, sunt acoperite de importuri; Grafic 2.10), în timp ce exporturile de produse agroalimentare sunt în continuare dominate de materii prime (responsabile pentru circa 70 la sută din totalul exporturilor agroalimentare la nivelul anului 2019).

Grafic 2.10. Dependența de importuri a sectorului alimentar



Notă: Aria unui dreptunghi este proporțională cu ponderea produsului reprezentat în IPC, iar intensitatea culorii cu gradul de dependență de importuri. Acesta din urmă este calculat folosind formula $(\text{importuri} * 100) / (\text{producție autohtonă} + \text{importuri} - \text{exporturi})$, pe baza cantităților corespunzătoare, și exprimat ca medie în perioada 2016-2018. Bunurile incluse reprezintă rezultatul procesării în industria alimentară și se referă la produse destinate deopotrivă consumului intermediar și final.

Sursa: Eurostat, IINS, calcule BNR

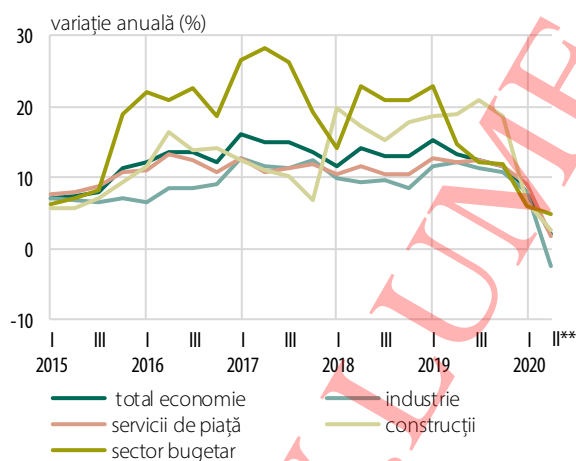
Pe de altă parte, sectorul auto și ramurile conexe, motoarele industriei românești în cel mai recent ciclu economic și care, prin dimensiunea lor, reprezintă unul dintre elementele-cheie în ceea ce privește viteza de revenire a activității industriale pe o pantă ascendentă, au resimțit puternic efectele pandemiei. Fabricile de autovehicule din România și din Europa și-au suspendat activitatea spre finalul lunii martie, decizie

luată în principal ca urmare a prăbușirii cererii globale, vânzările de automobile pe ansamblul acestui an fiind de așteptat să se contracte cu circa 25 la sută¹⁷. Complexitatea ridicată a unui autovehicul, în componența căruia intră în medie aproximativ 30 000 de piese individuale, a făcut ca închiderile uzinelor de asamblare să afecteze o multitudine de producători de componente, perturbând profund funcționarea lanțurilor globale de producție¹⁸. Mai mult, comparativ cu evoluțiile observate în timpul Marii Recesiuni, industria autohtonă a mijloacelor de transport rutier se află astăzi într-o situație mai delicată din punct de vedere al competitivității, îndeosebi prin prisma întârzierii integrării acesteia în procesele de fabricație a mașinilor electrice, orientare care câștigă în prezent tot mai mult teren la nivel global.

Evoluții pe piața muncii

Măsurile luate de autorități pentru a împiedica răspândirea pandemiei COVID-19, începând cu a doua jumătate a lunii martie, nu au rămas fără ecou la nivelul pieței muncii, generând o temperare semnificativă a ritmului de creștere a salariilor, restrângerea oportunităților de angajare și disponibilizări. Însă trebuie ținut cont de faptul că suportul financiar oferit de stat celor mai afectate companii din economie a avut o contribuție importantă în limitarea efectelor nefaste. Măsura șomajului tehnic are menirea de a susține piața muncii în perioadele de criză, împiedicând creșterea abruptă a șomajului și sprijinind astfel o depășire a fluctuațiilor ciclului economic într-o manieră mai lină (Casetă 1).

Grafic 2.11. Câștigul salarial nominal brut*



*) exclusiv efectul transferului contribuțiilor sociale începând cu anul 2018

**) apr.-mai 2020

Sursa: INS, calcule BNR

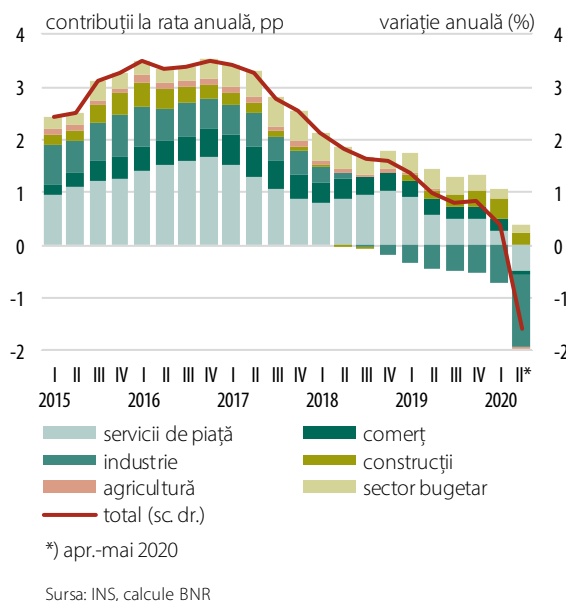
După o creștere anuală de peste 8 la sută în primele două luni ale anului 2020, câștigul salarial mediu brut a înregistrat o decelerare semnificativă, până la 6,7 la sută în martie, respectiv 2 la sută în medie în intervalul aprilie-mai (Grafic 2.11). Cu excepția unei accelerări în sectorul sanitar, unde personalul medical implicat în tratarea pacienților infectați cu noul tip de coronavirus a beneficiat de un stimulent de risc, temperarea a caracterizat toate sectoarele economice, reflectând în bună măsură apelul firmelor la șomaj tehnic, începând cu jumătatea lunii martie. În absența acestei practici, dinamica salarială s-ar fi păstrat probabil mai ridicată, dat fiind comportamentul agenților din mediul privat în recesiunea anterioară de a-și reduce costurile mai

degrabă prin ajustarea factorului muncă decât prin diminuarea salariilor. Companiile care au recurs în proporție semnificativă la șomaj tehnic aparțin sectoarelor economice cele mai afectate de

¹⁷ Potrivit Asociației Europene a Producătorilor de Automobile (ACEA).

¹⁸ Pe plan intern, luna aprilie a marcat o contracție în termeni anuali cu 81,6 la sută a activității în industria producătoare de automobile, respectiv corecții de peste 40 la sută pe segmentul produselor din cauciuc și mase plastice, al echipamentelor electrice și al mașinilor și echipamentelor.

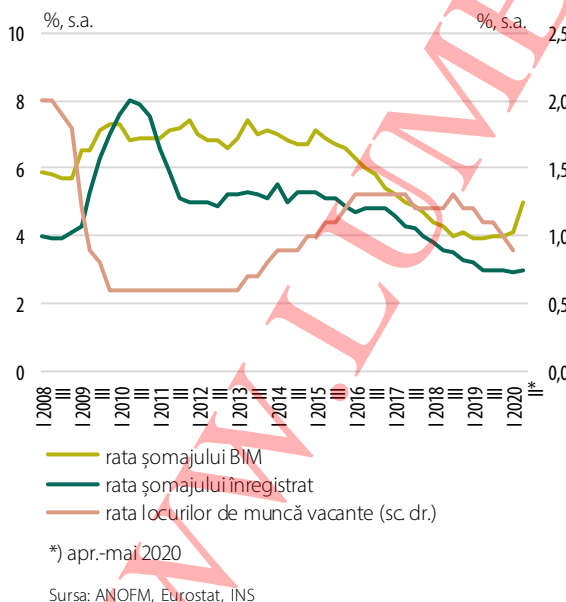
Grafic 2.12. Efectivul salariaților din economie



În același timp, programele autorităților de sprijinire a ocupării au încurajat păstrarea relațiilor de muncă. Astfel, numărul de salariați s-a diminuat în termeni anuali în intervalul martie-mai numai cu 1,1 la sută (coborând de la +0,7 la sută în perioada octombrie 2019 – februarie 2020), marcând totodată sfârșitul celor opt ani de creșteri neîntrerupte (Grafic 2.12). Restrângeri ale schemelor de personal au avut loc în special în industria prelucrătoare și în servicii de piață (cu precădere în sectorul HoReCa și activități de transport și depozitare). Evoluția s-a regăsit într-o ascensiune relativ lină a ratei șomajului (comparativ cu reculul activității economice), astfel că în luna mai rata BIM s-a situat la 5,2 la sută (urcând de la circa 4,0 la sută în decembrie 2019, date ajustate sezonier). În același timp, rata șomajului înregistrat s-a menținut în jurul valorii de 2,9 la sută observate în ultimele 12 luni (Grafic 2.13). Evoluția divergentă a celor doi indicatori are la bază și cauze de natură metodologică:

rata ANOFM se calculează pe baza cererilor depuse de persoanele care se înscriu la agențiile pentru ocuparea forței de muncă pentru a obține indemnizația de șomaj (eveniment care probabil se produce cu o anumită întârziere), în timp ce rata BIM este calculată pe baza unui sondaj trimestrial realizat de INS.

Grafic 2.13. Șomajul și locurile de muncă vacante



În ceea ce privește rata locurilor de muncă vacante, aceasta și-a continuat în trimestrul I traiectoria gradual descendentă pe care s-a înscris de la jumătatea anului 2018, accentuându-se astfel tendința de diminuare a gradului de tensionare a condițiilor pe piața muncii.

Pentru perioada următoare, perspectivele de pe piața muncii sunt mixte, situație care reflectă gradul ridicat de incertitudine ce planează asupra evoluției viitoare a activității economice. Rezultatele Sondajului CE DG-ECFIN sugerează o oarecare îmbunătățire a oportunităților de angajare pentru perioada iunie-august 2020, față de așteptările sumbre ale operatorilor economici pentru intervalul aprilie-iunie, relevând o ameliorare a încrederii odată cu relaxarea graduală a restricțiilor, dar și în contextul suportului guvernamental primit. În schimb, studiul Manpower evidențiază pentru trimestrul III 2020 cele mai reduse

intenții de angajare din ultimii 12 ani, 63 la sută dintre angajatori estimând revenirea la nivelul de angajare pre-COVID-19 abia în aprilie anul următor.

Caseta 1. Ajustări pe piața muncii. Unde se încadrează schemele de muncă cu program redus?

Criza sanitară indusă de pandemia COVID-19 și măsurile luate de autorități pentru a limita răspândirea sa au generat contracții semnificative ale PIB, de natură să atragă, mai devreme sau mai târziu, ajustări corespunzătoare ale pieței muncii. Implementarea unor scheme de susținere a agenților din economie (deopotrivă firme și angajați) afectați de noua realitate economică a constituit una dintre prioritățile politicilor publice adoptate în perioada de vârf a crizei, însă oportunitatea și sustenabilitatea acestora pe termen lung devin o temă de preocupare, mai ales în contextul în care gradul de incertitudine cu privire la traiectoria de revenire a activității la nivel pre-pandemic rămâne extrem de ridicat, existând riscul unei alocări ineficiente a resurselor.

În România, autoritățile au optat pentru măsuri de încurajare a păstrării relațiilor de muncă, oferind sprijin financiar firmelor din economie. Abordarea se încadrează în tendința generală observată pe plan european, de recurgere la scheme de muncă cu program redus, care reprezintă în esență un sistem de asigurări sociale în cadrul căruia angajatorilor le este permis pentru o perioadă limitată de timp să își ajusteze forța de muncă în caz de recesiune de-a lungul marjei intensive. Acest lucru implică o reducere parțială a numărului de ore lucrate sau una totală (suspendarea contractului de muncă, respectiv șomajul tehnic), în ambele cazuri promovându-se menținerea schemei de personal până la depășirea șocului. Indemnizațiile lucrătorilor acoperiți prin aceste programe sunt stabilite în general ca procent din salariul de încadrare și sunt suportate de către stat. Scopul lor este de a evita pe cât posibil disponibilizările (ajustare prin marja extensivă) și de a atenua pierderile de venituri ale angajaților, concomitent cu adaptarea programului de lucru la condițiile nefavorabile de cerere, cu beneficiul păstrării forței de muncă deja calificate și familiarizate cu operațiunile din cadrul firmei. Astfel, companiile au posibilitatea de a reține capitalul uman, fiind evitat procesul costisitor de disponibilizare în perioada de recesiune, urmat de reangajare și instruire în faza de revenire.

Caseta de față își propune să ofere o scurtă prezentare a schemelor de lucru cu program redus implementate în Europa în context pandemic, a fundamentelor teoretice și motivelor care au determinat firmele să apeleze la această strategie de ajustare a forței de muncă, precum și a avantajelor și dezavantajelor pe care le implică.

Ajustări pe piața muncii

Inițial, teoriile economice presupuneau o preferință a agenților economici de a-și adapta procesul de producție la fluctuațiile pe termen scurt ale cererii prin intermediul cantității factorului muncă, în condițiile în care capitalul este fix și mai dificil de ajustat. În timp, s-a dovedit că la manifestarea unui șoc operatorii economici sunt înclinați să apeleze într-o primă fază la marja intensivă, și anume la scăderea gradului de utilizare a forței de muncă. Recurgerea la marja extensivă, respectiv ajustarea forței muncă prin distrugerea de locuri de muncă, are loc doar după un anumit interval de timp, atunci când firmele percep că modificările înregistrate la nivelul activității sunt permanente, întrucât această strategie se poate dovedi mai costisitoare (cheltuieli ocazionate de procesul de concediere, urmat de căutarea, angajarea și instruirea unor noi angajați). O implicație a acestei

realității este că strategia companiilor de a-și ajusta factorul muncă de-a lungul marjei intensive sau extensive depinde de gradul de flexibilitate a pieței muncii, care, la rândul său este influențat de arhitectura instituțională și de structura fiecărei economii. A treia strategie importantă aflată la dispoziția firmelor, respectiv ajustarea salarială, este mai dificil de pus în practică, în condițiile unei rigidități la scădere a acestor venituri, cauzată atât de factori instituționali, precum politica salariului minim sau gradul de acoperire prin contracte colective, cât și economici, care vizează impactul negativ al ajustărilor salariale asupra productivității muncii.

Deși flexibilitatea pieței muncii este un subiect foarte discutat, rămâne în continuare un concept mai degrabă vag. Definiția propusă de Pissarides (1997) aduce în prim-plan capacitatea și viteza cu care piața muncii absoarbe șocurile, aspecte cel mai des evaluate pe baza evoluției ocupării forței de muncă. De pildă, flexibilizarea graduală a pieței muncii din SUA (reglementări mai laxe legate de procesul de concediere și angajare) a indus o schimbare de comportament ale agenților economici de-a lungul ultimelor decenii, ajustarea factorului muncă la șocuri prin intermediul marjei extensive (disponibilizări) devenind prevalentă și destul de rapidă (Fernald, 2015). Coordonatele sunt diferite din acest punct de vedere pe piața muncii la nivel european, unde accentul este pus pe măsuri de „flexicurate”, prin care se urmărește îmbinarea nevoii de flexibilitate a angajatorilor cu cea de securitate a locului de muncă, importantă pentru salariați. Astfel, cel puțin pe termen scurt, firmele europene recurg într-o proporție semnificativă la o strategie de reducere a costurilor cu forța de muncă prin intermediul marjei intensive (diminuarea programului de lucru).

Modul de ajustare a pieței muncii la șocuri poate avea implicații asupra amplitudinii și duratei ciclului economic, dar și asupra nivelului producției potențiale¹⁹, cea din urmă influențată motivând, de altfel, utilizarea schemelor de muncă cu program redus, în ipoteza că ar atenua efectele de histerzis²⁰. Totuși, calibrarea lor eronată poate împiedica alocarea eficientă a resurselor în economie, limitând transferul forței de muncă dinspre firmele mai puțin productive către cele mai performante, respectiv dinspre sectoarele a căror comprimare s-ar impune în virtutea fundamentelor economice, către cele care, din rațiuni similare, ar trebui să înregistreze expansiuni.

Schemele de lucru cu program redus la nivel european

Utilizarea schemelor de lucru cu program redus era deja o tradiție în unele țări precum Germania, Austria, Belgia sau Elveția, însă extinderea rapidă a pandemiei COVID-19 și conștientizarea potențialelor efecte nefaste asupra economiilor au condus la adoptarea lor pe scară largă la nivel european, extrem de relevantă pentru această decizie fiind perspectiva sprijinului financiar oferit de Comisia Europeană în cadrul programului „SURE” (*Temporary Support to Mitigate Unemployment Risks in an Emergency*). Acest instrument temporar va dispune de aproape 100 de miliarde euro, va rămâne operațional până la data de

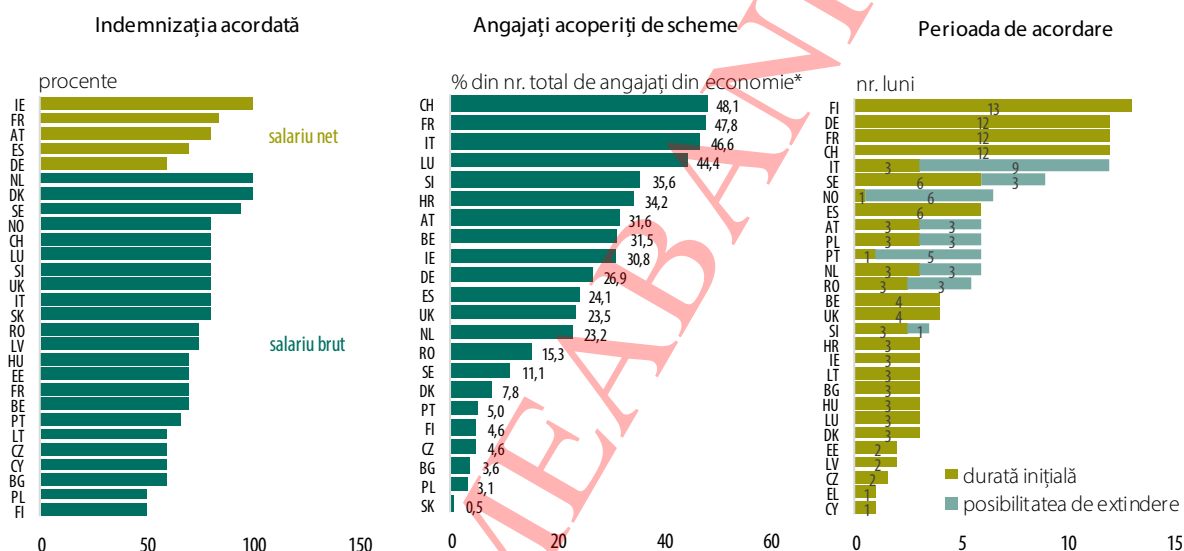
¹⁹ Discuția din casetă vizează cu precădere comportamente economice specifice sectorului privat, dar nu trebuie pierdut din vedere că, din perspectiva întregii economii, este important și răspunsul sectorului public. De regulă, acesta este mai rigid în ajustarea costurilor cu forța de muncă în situația unor șocuri negative la nivel agregat (cu toate că și veniturile publice sunt afectate), comportament care poate conduce la efecte de demonstrație asupra sectorului privat și posibil la îngreunarea procesului de revenire a economiei.

²⁰ Prelungirea perioadei în care o persoană își caută un loc de muncă scade șansele de reușită, ca urmare atât a deteriorării abilităților persoanelor respective și a pierderii contactului cu piața muncii, cât și a schimbării cerințelor companiilor.

31 decembrie 2022 (cu posibilitate de prelungire în caz de nevoie), iar prin intermediul lui vor fi creditate, în condiții de cost favorabile, sistemele naționale de muncă cu program redus.

Drept urmare, în Europa²¹, numărul de angajați pentru care au fost depuse cereri în vederea încadrării în sistemele de lucru cu program redus a depășit 50 de milioane, cu peste 42 de milioane în UE-27 (2020), atingând astfel un record istoric. Deși obiectivul schemelor este același în toate țările, există diferențe cu privire la modul de implementare, acestea vizând, în principal, indemnizația acordată (nivelul minim și maxim al sumei, procentul din salariul net sau brut, care diferă în funcție de țară sau durată), perioada pentru care se aplică, precum și eligibilitatea (circumstanțele care permit accesul firmelor la astfel de scheme)²² (Grafic A).

Grafic A. Caracteristici ale schemelor de muncă cu program redus în Europa în perioada crizei COVID-19



*) potrivit anchetei UE asupra forței de muncă (EU LFS)

Sursa: ETUI Policy Brief No 7/2020, prelucrări BNR

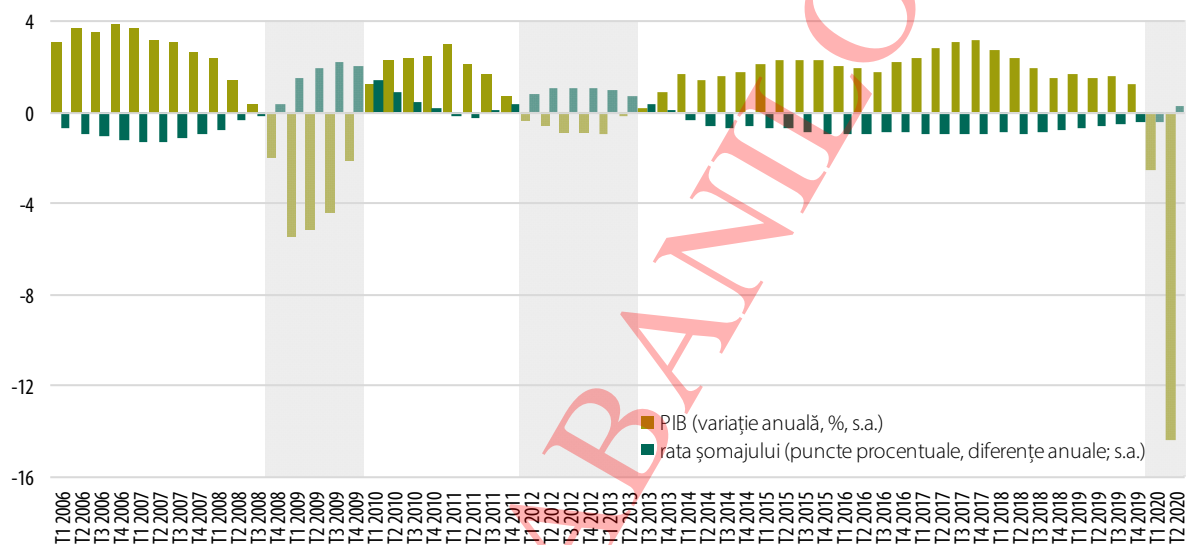
Implementarea unor astfel de scheme la nivelul Uniunii Europene a împiedicat creșterea ratei șomajului în perioada critică a crizei, spre deosebire de începutul recesiunii anterioare, când aceste programe nu erau la fel de intens folosite, respectiv față de alte țări, unde astfel de practici sunt mai rar întâlnite (Graficele B și C). Relevant în ultimul caz este răspunsul SUA, care s-au bazat în această perioadă în mare măsură pe sistemul asigurărilor de șomaj, a căror acoperire și quantum au fost recent suplimentate, chiar până acolo încât unii șomeri au primit venituri superioare celor corespunzătoare perioadei în care erau angajați, ceea ce poate afecta motivația lor de a-și căuta un loc de muncă. Strategia diferită a companiilor în ceea ce privește ajustarea factorului muncă reflectă, în esență, adaptarea la caracteristicile pieței în care activează (arhitectura instituțională, cadrul legislativ, structura economică), iar eficacitatea fiecărei abordări în parte (va) depinde în mare măsură de natura șocului: tranzitoriu sau persistent. Recesiunile economice declanșate de șocuri exogene temporare necesită, de obicei, o realocare limitată a resurselor, situație

²¹ UE-27 (2020), Marea Britanie și Elveția.

²² Pentru mai multe detalii se poate consulta ETUI Policy Brief No 7/2020.

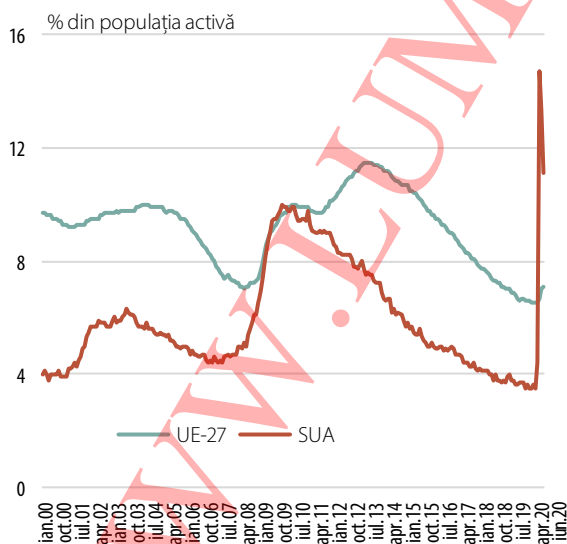
în care politicile de păstrare a locurilor de muncă pot reprezenta o modalitate mai potrivită de acțiune, atât pentru protejarea angajaților, cât și pentru a asigura o reluare rapidă a activității companiilor odată cu dispărarea șocului. În schimb, în cazul șocurilor care impun o realocare considerabilă a factorilor de producție, implementarea unei astfel de strategii se poate dovedi neviabilă pe termen lung, fiind de preferat recurgerea la sistemul de asigurări pentru șomaj, care facilitează procesul de optimizare a resurselor.

Grafic B. Evoluția PIB și a ratei șomajului în UE-27



Sursa: Eurostat, calcule BNR

Grafic C. Rata șomajului: UE vs. SUA



Sursa: Eurostat, OCDE

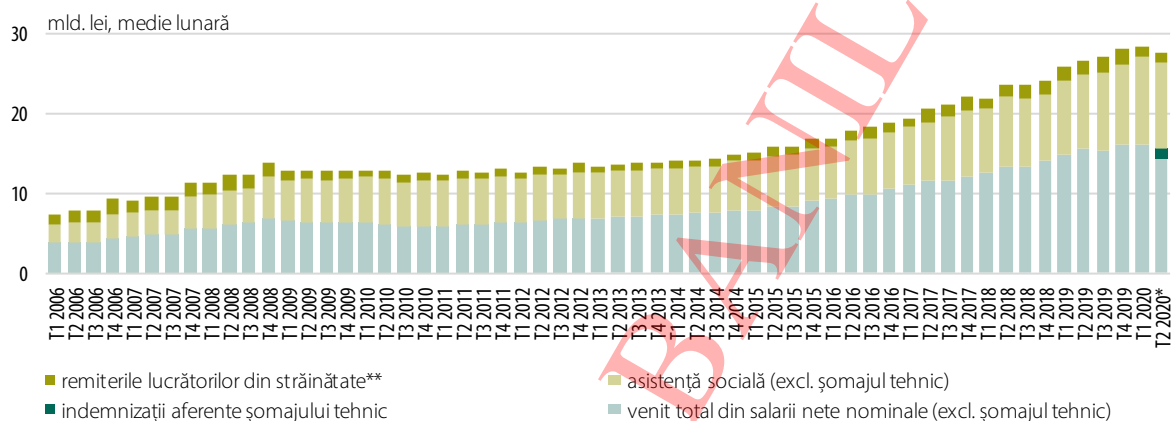
În România, peste 1 milion de salariați (aproximativ 15 la sută din angajații din economie²³) au avut contractele de muncă suspendate în perioada 16 martie – 1 iunie 2020, beneficiind de această schemă de sprijin, în cadrul căreia au primit 75 la sută din salariul brut, fără a depăși însă 75 la sută din salariul mediu brut pe economie (indemnizația este supusă contribuțiilor sociale de asigurări și de sănătate obligatorii și impozitării). Astfel, salariile au înregistrat o ajustare descendentă, însă suportul oferit din partea statului pentru susținerea venitului disponibil, prin conservarea pe cât posibil a veniturilor și a schemelor de personal, nu poate fi neglijat, datele publicate de Ministerul Finanțelor Publice arătând că în perioada aprilie-mai au fost acordate aproximativ 2,3 miliarde lei pentru plata beneficiilor angajaților și alte 400 de milioane lei pentru alți profesioniști și pentru persoanele cu convenții individuale de muncă care și-au întrerupt

activitatea în perioada critică a crizei (Grafic D). Schemele de muncă cu program redus pot juca un rol de stabilizator fiscal, acționând în sensul atenuării șocului

²³ Potrivit anchetei UE asupra forței de muncă (EU LFS).

asupra consumului prin resursele financiare eliberate în economie de către stat. În teorie, sunt recomandate astfel de politici contraciclice în perioadele de recesiune, însă trebuie ținut cont că intervenția guvernului este condiționată de existența spațiului fiscal, iar conduita fiscal-bugetară prociclică din ultimii ani practică în România poate readuce în prim-plan implicațiile pe care acest efort bugetar îl poate avea asupra sustenabilității datoriei publice. Totodată, reducerea incertitudinii privind veniturile poate reprezenta un mecanism suplimentar prin care această măsură contribuie la ameliorarea efectelor adverse ale pandemiei COVID-19 asupra cheltuielilor gospodăriilor și, implicit, asupra cererii agregate.

Grafic D. Evoluția venitului populației în România



*) aprilie-mai

**) valori nete începând din T1 2013

Notă: Venitul populației reprezintă o estimare BNR a resurselor bănești proprii ale populației, pe baza seriilor lunare privind câștigul salarial mediu net și efectivul de salariați din economie, cheltuielile cu asistență socială și remiterile lucrătorilor din străinătate.

Sursa: INS, MFP, BNR, calcule BNR

În perspectivă, autoritățile române au extins măsurile de sprijin după data de 1 iunie, urmând să deconteze 41,5 la sută din salariu pentru o perioadă de trei luni pentru salariații cărora li se reactivează contractele de muncă suspendate la debutul crizei. De asemenea, a fost decisă acordarea unui stimulent lunar pe o perioadă de un an, reprezentând 50 la sută din salariul angajatului, dar nu mai mult de 2 500 de lei, pentru angajarea persoanelor de peste 50 de ani care și-au pierdut locul de muncă pe perioada stării de urgență/alertă, precum și a tinerilor cu vârste între 16 și 29 de ani înregistrați ca șomeri, dar și a cetățenilor români reveniți în țară după pierderea locurilor de muncă din străinătate. Ulterior, au fost făcute demersuri pentru implementarea unui program flexibil de muncă pentru o perioadă limitată, în cadrul căruia statul să plătească o bună parte din diferența de salariu rezultată din diminuarea orelor de lucru, cu finanțare prin programul „SURE”. Trebuie făcută precizarea că aceste facilități (atât cele deja în vigoare, cât și cele aflate în discuții) nu pot fi cumulate în cazul aceluiași angajat.

O serie de studii întâlnite în literatura de specialitate arată că schemele de lucru cu program redus implementate în Germania în recesiunea anterioară au avut efecte benefice la nivelul ocupării forței de muncă. Ilustrative în acest sens sunt rezultatele obținute de Balleer *et al.* (2013) sau Hijzen și Martin (2013), care evaluează că schemele au salvat între 466 000 și 580 000 de locuri de muncă, adică în jur de 1,3 puncte procentuale din rata șomajului, respectiv un nivel de ocupare

mai ridicat cu circa 2 la sută față de situația în care nu s-ar fi recurs la acest instrument. În schimb, Cooper *et al.* (2017) arată că au existat și consecințe nefavorabile în planul alocării eficiente a salariaților pe piața muncii din Germania, pierderile de producție fiind estimate la aproximativ 1,5 puncte procentuale din PIB. Prin urmare, pentru a limita efectele negative, ar fi de preferat crearea unui mecanism în care firmele să suporte o parte tot mai consistentă din costuri, în funcție de durata participării la program, pe măsură ce economia avansează pe panta ascendentă a ciclului economic (Hijzen și Martin, 2013; Cahuc și Carcillo, 2011).

Dacă inițial șocul generat de pandemie a fost perceput drept unul temporar, cele mai recente date sugerează o prelungire a crizei sanitare (dincolo de orizontul scurt), cu un potențial ridicat de a produce/acclera modificări structurale ale activității economice la nivel global. Așadar, este posibil ca apelul la aceste scheme de sprijin să nu aibă în totalitate efectul scontat, fiind nu doar costisitor de menținut pe un orizont mai îndelungat, dar probabil și contraproductiv, întrucât este de natură a afecta alocarea eficientă a resurselor în economie, care presupune migrarea forței de muncă spre firme și industrii cu perspective mai favorabile de creștere. De pildă, este posibil ca restricțiile aplicate în anumite domenii – precum turism, transport internațional al persoanelor, alimentație publică – să persiste mai mult timp, iar cererea consumatorilor pentru astfel de produse să nu-și revină curând. În același timp, sectoarele/companiile cu modele de afaceri compatibile cu distanțarea socială, cum sunt comerțul *online*, serviciile de curierat, activitățile care pot fi efectuate de la distanță prin intermediul tehnologiei sau sectorul sanitar au un potențial ridicat de dezvoltare. Prin urmare, pe lângă măsurile deja implementate de conservare a forței de muncă pe termen scurt, sunt dezirabile și politici active de natură să favorizeze o tranziție mai lină spre noua realitate economică, acestea putând lua forma programelor de reconversie profesională, a instruirilor sau a facilitării realocării/optimizării resurselor prin dezvoltarea unor platforme *online* menite să reducă fricțiunile de pe piața muncii și să înlesnească procesul de căutare a candidaților și potrivire a acestora cu pozițiile vacante.

Referințe

Balleer, A., Gehrke, B., Lechthaler, W. și Merkl, C. – „Does Short-Time Work Save Jobs? A Business Cycle Analysis”, *European Economic Review*, Vol. 84, 2016, pp. 99-122

Cahuc, P. și Carcillo, S. – „Is Short-Time Work a Good Method to Keep Unemployment Down?”, *Nordic Economic Policy Review*, Vol. 1(1), 2011, pp. 133-165

Cooper, R., Meyer, M. și Schott, I. – „The Employment Output Effects of Short-time Work in Germany”, NBER Working Paper No. 23688, 2017

ETUI Policy Brief No 7/2020

Fernald, J. G. și Wang, J. C. – „Why Has the Cyclicalitv of Productivity Changed? What Does It Mean?”, *Annual Review of Economics*, Vol. 8, 2016, pp. 465-496

Hijzen, A. și Martin, S. – „The Role of Short-Time Work Schemes during the Global Financial Crisis and Early Recovery: A Cross-Country Analysis”, *IZA Journal of Labor Policy*, Vol. 2(1), 2013

Pissarides, C. – „The Need for Labor-market Flexibility in a European Economic and Monetary Union”, *Swedish Economic Policy Review*, 4 (2), 1997, pp. 513-546

2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă

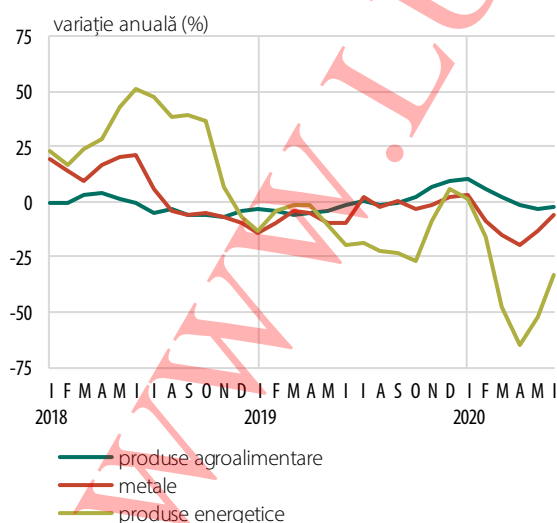
Criza generată de extinderea rapidă a pandemiei COVID-19 la începutul anului 2020 a avut un impact substanțial asupra pieței internaționale a materiilor prime, produsele energetice și metalele înregistrând scăderi ample ale cotațiilor în prima jumătate a anului, dată fiind sensibilitatea mai ridicată a acestora la evoluția activității economice. Aceste tendințe au imprimat dinamici anuale negative ale prețurilor de import și ale celor de producție de pe piața internă. Presiuni de creștere se înregistrează însă la nivelul costurilor salariale unitare, în condițiile contracției puternice a activității economice și ale efortului de menținere a schemelor de personal, o parte importantă din povară fiind însă preluată de stat, prin plata indemnizației de șomaj tehnic.

2.1. Prețurile de import

Cotațiile materiilor prime energetice s-au diminuat semnificativ în contextul pandemiei COVID-19, pe fondul scăderii cererii (sectorul transporturi s-a numărat printre cele mai afectate) și al unor diferențe în cadrul OPEC+, rezolvate ulterior, cu privire la modul de ajustare a ofertei. Astfel, dinamica anuală a indicelui corespunzător calculat de Banca Mondială a intrat în teritoriul negativ în luna februarie, situația înrăutățindu-se spre mijlocul trimestrului II (contracție în termeni anuali de 65,1 la sută în aprilie). Începând cu luna mai, scăderile s-au mai atenuat (până la -34 la sută în iunie), sub acțiunea conjugată a unei revigorări a cererii, determinată de relaxarea graduală a măsurilor de restricționare a mobilității, și a ajustării ofertei, în urma deciziei OPEC+ de limitare a producției, dar și a scăderii activității de extracție prin tehnici neconvenționale în SUA. O traiectorie similară a urmat și dinamica anuală a cotației metalelor (inclusiv produse minerale), dar cu o volatilitate mai moderată: scăderea anuală s-a amplificat de la

-8,9 la sută în luna februarie la -19,7 la sută în aprilie, ulterior temperându-se până la -6,2 la sută în iunie, pe fondul reluării activității industriale în China.

Grafic 2.14. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, calcule BNR

Prețurile materiilor prime agroalimentare au evoluat la rândul lor ușor descendent în ansamblu, volatilitatea fiind de asemenea mai restrânsă – dinamica anuală a indicelui agregat calculat de FAO se plasa la 10 la sută la începutul anului 2020, diminuându-se gradual până la -2 la sută în luna iunie (Grafic 2.14). În pofida unor restricții temporare ale exporturilor de materii prime agricole, lanțurile de aprovizionare pe segmentul alimentar și-au dovedit reziliența până în prezent, raportul între cerere și ofertă fiind semnificativ diferit față de situația de la începutul crizei alimentare globale din 2007-2008, potrivit celui mai recent Raport FAO (iunie 2020) – stocuri ample și prognoze favorabile

privind următoarea recoltă la nivel global, alături de o cerere în scădere. Unele blocaje logistice s-au manifestat totuși punctual, așa cum a fost cazul produselor cu un grad mai ridicat de perisabilitate (fructe, legume, lapte).

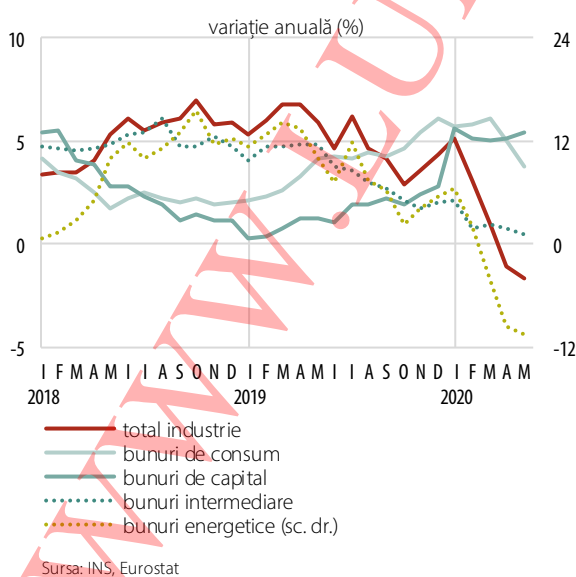
În acest context, prețurile externe au exercitat presiuni dezinflaționiste asupra prețurilor interne mai accentuate în trimestrul I, indicele valorii unitare a importurilor²⁴ diminuându-se până la 97,3 la sută (față de 98,5 la sută în trimestrul IV 2019). La această influență s-a adăugat o ușoară atenuare a ritmului anual de depreciere a leului în raport cu principalele valute. Contribuții importante la evoluția IVU la nivel agregat au avut bunurile energetice și cele intermediare (precum produsele minerale, chimice, plastice și metalele comune), în asociere cu mișcarea cotațiilor internaționale ale materiilor prime, care este de așteptat să-și accentueze influența dezinflaționistă pe parcursul trimestrului II 2020.

În ceea ce privește bunurile relevante pentru coșul de consum, au fost observate IVU în creștere în cazul majorității mărfurilor. Pe segmentul agroalimentar, determinante au fost evoluțiile înregistrate de produsele din carne (în contextul problemelor asociate peștei porcine) și fructele, IVU atingând valori de 137, respectiv de 122 la sută. În perioada următoare, este posibil ca aceste tendințe să se tempereze, date fiind cele mai recente evoluții ale cotațiilor agroalimentare pe piețele internaționale. Pe segmentul nealimentar, majorări sau valori ridicate ale IVU au continuat să înregistreze produsele semidurabile (îmbrăcăminte și încălțăminte).

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

În perioada aprilie-mai 2020, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a coborât în teritoriul negativ, până la -1,4 la sută (-4,4 puncte

Grafic 2.15. Prețurile producției industriale pentru piața internă

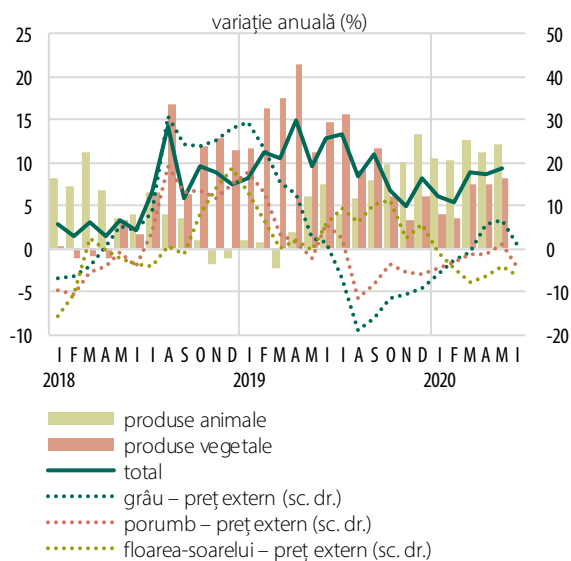


procentuale față de trimestrul I), contribuția dominantă revenind segmentului energetic, în linie cu evoluția cotației Brent pe piețele internaționale (Grafic 2.15). Prețurile bunurilor intermediare și de capital s-au dovedit mai puțin receptive la influența externă, estimările interne indicând că în aceste cazuri variațiile înregistrate de cotațiile internaționale ale materiilor prime sunt transferate în prețurile de producție cu un decalaj mai mare. De asemenea, dinamica anuală a prețurilor de producție a bunurilor de consum și-a întrerupt parcursul puternic ascendent pe care se poziționase în ultimul an, coborând în intervalul aprilie-mai la 4,4 la sută (-1,5 puncte procentuale față de trimestrul I). Traectoria a fost determinată exclusiv de segmentul alimentar, ca urmare a scăderii presiunilor provenite din partea costurilor cu materiile prime (în speță, carnea de porc, pe fondul temperării cererii globale induse de măsurile adoptate de autorități – mobilitate redusă a

²⁴ Exprimat în euro.

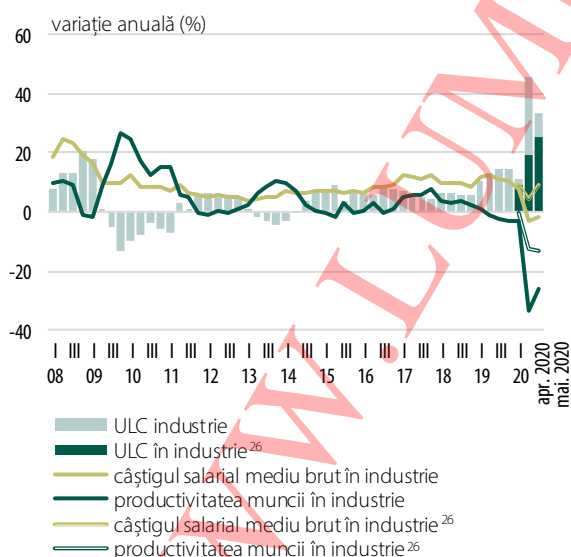
populației, suspendarea activității industriei HoReCa). În schimb, rata anuală de creștere a prețurilor de producție a bunurilor de consum exclusiv alimente, băuturi, tutun a fluctuat în jurul nivelului de 3 la sută (valoare apropiată mediei aferente celei mai recente faze de expansiune economică, respectiv 2015-2019), posibil în contextul presiunii resimțite pe latura costurilor salariale unitare. Modul diferit de ajustare a prețurilor poate fi explicat de gradul diferit de procesare a bunurilor sau de structura

Grafic 2.16. Prețurile producției agricole



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

Grafic 2.17. Costurile unitare cu forța de muncă



Sursa: INS, Ministerul Muncii și Protecției Sociale, calcule BNR

costurilor, precum și de condițiile contractuale stabilite pe o anumită perioadă de timp. Unele rezultate obținute în literatura de specialitate cu ajutorul datelor la nivel microeconomic arată că prețurile de producție aferente produselor energetice se modifică extrem de frecvent, cele intermediare și alimentare manifestă o flexibilitate medie, în timp ce bunurile de capital și cele de consum nealimentare par să aibă cele mai rigide prețuri²⁵.

În intervalul aprilie-mai 2020, variația anuală a prețurilor producției agricole a cunoscut o accelerare față de trimestrul I, până la 9,0 la sută (+2,1 puncte procentuale; Grafic 2.16). Evoluția s-a datorat produselor de pe segmentul vegetal, pe fondul prefigurării unei producții interne sub media pe termen lung la culturile însămânțate toamna (grâu, în mod special). Având în vedere perspectivele favorabile privind oferta agricolă globală și tendința prețurilor interne de a se alinia evoluțiilor externe, este posibil ca aceste presiuni să fie limitate și de scurtă durată. Dinamica anuală a prețurilor produselor de origine animală s-a stabilizat în jurul valorii de 11 la sută, tensiunile acumulate în sectorul cărnii de porc atenuându-se sensibil în perioada curentă (ritmul anual de creștere a prețurilor s-a redus până la 17 la sută, față de 50 la sută în trimestrul I).

Costurile unitare cu forța de muncă

Rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a situat în trimestrul I 2020 la 6,7 la sută, peste valoarea din intervalul precedent (5,8 la sută). În condițiile în care efectele pandemiei COVID-19 au fost resimțite din plin abia în trimestrul II, este așteptat un salt important al ULC în această perioadă, ca rezultat al

²⁵ Dhyne, E., Konieczny, J., Rumler, F. și Sevestre, P. – „Price Rigidity in the Euro Area – An Assessment”, *Economic Paper* No. 380, Economic and Financial Affairs, European Commission, 2009.

²⁶ Calculat prin excluderea numărului de salariați aflați în șomaj tehnic în industrie, care a fost aproximat prin ajustarea datelor privind contractele suspendate în industrie cu raportul între numărul de salariați și numărul de contracte active la nivelul economiei (mai ridicat, unele persoane având mai multe contracte active).

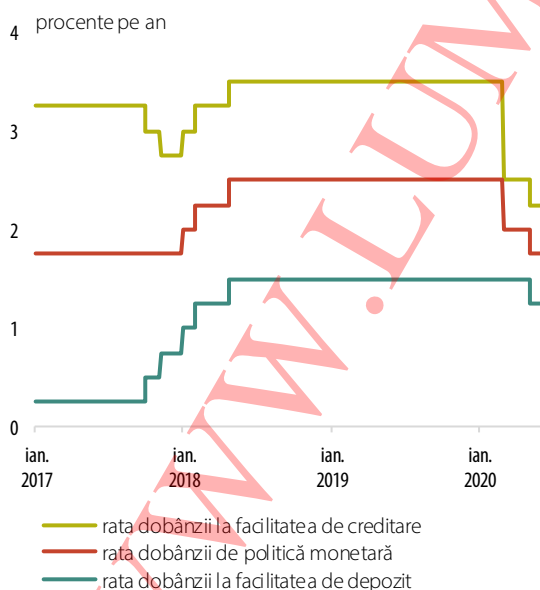
unui declin al activității economice mult mai amplu comparativ cu ajustarea de pe piața muncii, tipar prevalent în recesiunea trecută și care probabil va caracteriza și actuala criză, dată fiind susținerea amplă din partea statului pentru menținerea relațiilor de muncă prin intermediul șomajului tehnic. În ceea ce privește sectorul industrial, datele disponibile relevă o amplificare de proporții a dinamicii anuale a costurilor salariale unitare pentru luna aprilie, în ușoară ameliorare în luna mai (45,3 la sută în aprilie, respectiv 33 la sută în mai, față de o medie de circa 13 la sută în ultimele patru trimestre). Exceptând impactul asociat recurgerii firmelor la șomajul tehnic, amplitudinea variației înregistrate de dinamica costurilor unitare se plasează la valori similare celor din recesiunea anterioară (Grafic 2.17).

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În ședința convocată în data de 29 mai 2020²⁷, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei dobânzii de politică monetară cu încă 0,25 puncte procentuale, până la nivelul de 1,75 la sută, precum și scăderea ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit la 1,25 la sută și a ratei dobânzii aferente facilității de creditare la 2,25 la sută. Totodată, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost menținute la nivelurile în vigoare. De asemenea, în condițiile unui deficit de lichiditate pe piața monetară, s-a hotărât continuarea efectuării de operațiuni *repo* și a cumpărării de titluri de stat în lei de pe piața secundară, cu păstrarea stabilității pe piața financiară. Prin aceste măsuri s-a urmărit susținerea redresării rapide a economiei ulterior contracției provocate de pandemia de coronavirus, în vederea asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei de inflație de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, în condiții de protejare a stabilității financiare (Grafic 3.1).

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Deciziile au fost adoptate în condițiile în care la nivelul principalelor evoluții macroeconomice interne au început să se evidențieze efectele adverse ale pandemiei de coronavirus și ale măsurilor restrictive aplicate pe plan global și național în scopul limitării extinderii acesteia, iar scenariul de prognoză realizat în noua conjunctură, extrem de dificilă din perspectiva necunoscutelor și incertitudinilor, a relevat o modificare a *pattern*-ului anticipat al inflației în raport cu precedenta proiecție, indicând și o contracție semnificativă a economiei în anul curent – pe seama declinului din trimestrul II –, succedată de o redresare moderată în 2021.

Astfel, potrivit celor mai recente date statistice, rata anuală a inflației a rămas constantă în martie 2020, la 3,05 la sută, și a coborât în aprilie la 2,68 la sută,

²⁷ Conform deciziei Consiliului de administrație al BNR din data de 20 martie, având în vedere gradul ridicat de incertitudine ce caracterizează evoluțiile economice și financiare în contextul pandemiei de coronavirus, calendarul ședințelor de politică monetară anunțat anterior a fost suspendat, urmând ca acestea să aibă loc, pe o perioadă nedeterminată, ori de câte ori este nevoie.

amplificându-și astfel scăderea față de decembrie 2019 – atribuibilă mai cu seamă amplului declin al cotației petrolului –, în timp ce rata anuală a inflației CORE2 ajustat a tins să crească ușor, contrar previziunilor, ajungând la 3,7 la sută în aprilie 2020, de la 3,66 la sută în decembrie 2019, pe fondul schimbărilor în structura consumului survenite în contextul măsurilor de distanțare socială, asociate și cu probabile sincope și creșteri de costuri apărute în lanțurile de producție și aprovizionare, suprapuse presiunilor inflaționiste persistente pe partea cererii și a costurilor salariale.

Totodată, creșterea economică a decelerat considerabil în trimestrul I 2020, chiar dacă a rămas deosebit de robustă în primele două luni, în timp ce deficitul balanței comerciale și-a reaccelerat substanțial adâncirea – pe fondul unui declin relativ mai pronunțat al exporturilor de bunuri și servicii –, cu impact asupra deficitului de cont curent, a cărui acoperire cu investiții străine directe și transferuri de capital a continuat să se înrăutățească. În același timp, oprirea activității în numeroase sectoare economice începând cu a doua parte a lunii martie, precum și comprimarea accentuată a cererii de consum, concomitent cu scăderea celei externe, făceau probabilă o contracție severă a economiei românești în trimestrul II, implicând o schimbare bruscă a poziției ei ciclice, de la o valoare substanțial pozitivă la una consistent negativă.

La rândul lor, condițiile de pe piața muncii s-au deteriorat subit la mijlocul lunii martie, iar numărul contractelor de muncă încetate se prefigura a crește pe orizontul apropiat de timp, dată fiind inclusiv restrângerea începând cu 1 iunie a sferei sprijinului acordat de stat pentru șomajul tehnic, apelat intens de angajatori pe perioada stării de urgență. Pe acest fond, se anticipau o temperare ușoară a creșterii salariilor, dar și menținerea la un nivel înalt a dinamicii costului salarial unitar din industrie, în contextul pierderilor considerabile de productivitate a muncii.

Influențele mediului extern au devenit, de asemenea, tot mai adverse, în condițiile degradării accelerate a evoluțiilor și perspectivelor economice în zona euro și UE, precum și pe plan global – cu efecte dezinflaționiste sau chiar deflaționiste în anumite țări –, însoțită de comprimarea semnificativă a comerțului internațional, inclusiv pe fondul perturbațiilor majore produse în lanțurile globale de producție și distribuție. În acest context, numeroase bănci centrale din economii avansate și emergente, incluzând BCE și băncile centrale din regiune, au continuat să relaxeze conduita politicii monetare pe calea abordărilor neconvenționale sau prin reduceri suplimentare ale ratelor dobânzilor reprezentative.

Condițiile financiare au cunoscut totuși o ameliorare considerabilă în urma deciziilor de politică monetară adoptate de BNR în data de 20 martie și după depășirea la finele aceleiași luni a vârfului tensiunilor generate de criza COVID-19. Principalele cotații ale pieței monetare interbancare au consemnat o ajustare descendentă semnificativă în ultima decadă a lunii martie, urmată de noi scăderi, iar randamentele titlurilor de stat în lei s-au redus progresiv, în condițiile volumului sporit de lichiditate injectat de BNR prin intermediul operațiunilor *repo* efectuate pe baze bilaterale și prin cumpărarea de titluri de stat în lei de pe piața secundară, în contextul unui deficit de lichiditate pe piața monetară. Totodată, rata medie a dobânzii la creditele noi și-a corectat aproape integral în martie creșterea din primele două luni ale anului. Majorarea ușoară a IRCC în trimestrul II, dar și proiectele de acte normative vizând sectorul bancar aflate în

diferite stadii de legiferare sporeau însă incertitudinile privind funcționarea mecanismului de transmisie a politicii monetare.

În același interval de timp, cursul de schimb leu/euro și-a atenuat fluctuațiile, sub influența relativei ameliorări a sentimentului pieței financiare internaționale, dar și pe fondul condițiilor lichidității de pe piața monetară și al diferențialului ratei dobânzii. Modificarea unora dintre acești parametri sau o înrăutățire suplimentară a percepției asupra riscului asociat economiei și pieței financiare locale ar fi fost însă de natură să reamplifice presiunile asupra cursului de schimb al leului, cu implicații adverse inclusiv asupra încrederii în moneda națională, a indicatorilor de vulnerabilitate externă și, în final, asupra costurilor de finanțare și ritmului redresării economiei ulterior fazei de contracție.

Multiplele necunoscute privind evoluția și implicațiile pandemiei și ale măsurilor asociate au complicat și îngreunat considerabil procesul de previzionare, ducând la cote extreme incertitudinile asociate scenariului de prognoză realizat în noua conjunctură. Potrivit acestuia, după o scădere moderată în intervalul aprilie-iunie, rata anuală a inflației era așteptată să crească și să fluctueze temporar în jurul valorii de 2,8 la sută, pentru ca la mijlocul anului viitor să coboare și să rămână ulterior la punctul central al țintei²⁸. În timp ce revenirea pe un palier mai ridicat în semestrul II 2020 era atribuită în totalitate factorilor pe partea ofertei²⁹, presiunile factorilor fundamentali erau așteptate să devină pregnant dezinflaționiste doar în 2021, pe fondul manifestării cu un decalaj de timp a efectelor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată, anticipat să se deschidă consistent în trimestrul II 2020 și să se închidă apoi progresiv.

Astfel, potrivit noului scenariu, economia era de așteptat să sufere o contracție semnificativă în anul 2020, succedată de o redresare moderată în 2021, în condițiile în care declinul economic sever din trimestrul II 2020 se anticipa a fi recuperat parțial în intervalul următor și ceva mai gradual ulterior, pe fondul relaxării treptate a măsurilor restrictive asociate crizei pandemice. Perspectiva implica o turnură majoră în *pattern*-ul *gap*-ului PIB, care, de la un maxim al actualului ciclu economic, atins la finele anului 2019, era așteptat să coboare considerabil în teritoriul negativ în trimestrul II 2020, dar să se închidă apoi treptat până în 2022.

În aceste condiții, dar și ca urmare a efectelor de bază dezinflaționiste anticipate a se manifesta în trimestrele II 2020 și I 2021³⁰, rata anuală a inflației CORE2 ajustat era așteptată să se mențină peste valoarea de 3 la sută în cursul anului 2020, chiar și după o scădere evidentă în trimestrul II, dar să coboare în prima jumătate a anului 2021 și să fluctueze apoi foarte ușor în jurul valorii de 2,2 la sută³¹.

²⁸ În condițiile în care precedenta prognoză, publicată în *Raportul asupra inflației* din februarie, indica pentru lunile decembrie din 2020 și 2021 valori de 3 la sută, respectiv de 3,2 la sută.

²⁹ Acțiunea lor se prefigura a deveni mai inflaționistă pe termen scurt decât se previzionase anterior, în condițiile scumpirii legumelor/fructelor, dar și a unor bunuri de consum de strictă necesitate și a unor produse alimentare procesate, inclusiv pe fondul unor perturbații persistente în lanțurile interne și internaționale de producție-distribuție, anticipate a devansa, ca impact, declinul cotației petrolului.

³⁰ Asociate introducerii taxei din telecomunicații, respectiv scumpirii cărnii de porc și majorării cotațiilor altor materii prime agroalimentare.

³¹ Față de nivelul de 3,4 la sută indicat pentru finele orizontului prognozei de precedenta proiecție.

Amplitudinea contracției economiei din trimestrul II 2020, dar și viteza redresării ei ulterioare erau foarte incerte, date fiind: (i) natura fără precedent a unui asemenea șoc economic pe plan intern și la nivel global, cu implicații imprevizibile asupra activității diferitelor sectoare/ramuri ale economiei, precum și a comportamentelor macroeconomice, mai cu seamă a celui de consum; (ii) incertitudinile deosebit de mari privind restricțiile de mobilitate și eliminarea lor – dependente de evoluția pandemiei, care se putea chiar reactualiza pe orizontul scurt de timp –, precum și cele legate de eficacitatea acțiunilor și programelor autorităților vizând sprijinirea companiilor și a populației.

O sursă de incertitudini și riscuri crescute o constituia și conduita actuală și viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, având în vedere creșterea neobișnuit de amplă consemnată de deficitul bugetar în primele luni din an – cu potențiale implicații adverse asupra finanțării acestuia, precum și a execuțiilor bugetare anuale viitoare, mai ales în contextul calendarului electoral și al prevederilor noii legi a pensiilor –, dar și cerința inițierii unei consolidări fiscale în perspectivă apropiată, în condițiile procedurii de deficit excesiv declanșate de Comisia Europeană³².

Incertitudini și riscuri sporite decurgeau, de asemenea, din contracția economiei zonei euro și a celei globale în contextul crizei generate de pandemia de coronavirus, importante inclusiv din perspectiva deficitului de cont curent, anticipat a-și prelungi deteriorarea în anul 2020, ca pondere în PIB, și a se ameliora doar marginal în 2021.

Acest context a justificat o scădere prudentă a ratei dobânzii de politică monetară, care să contribuie, alături de pachetul precedent de măsuri, la redresarea rapidă a economiei ulterior contracției provocate de pandemia de coronavirus, în vederea asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei de inflație de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, în condiții de protejare a stabilității financiare³³.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare, precum și rata dobânzii aferentă tranzacțiilor interbancare³⁴, au scăzut consistent în trimestrul II, IRCC majorându-se însă ușor, la 2,44 la sută. Cursul de schimb leu/euro și-a atenuat fluctuațiile, oscilând într-un interval restrâns pe parcursul perioadei. În contextul pandemiei COVID-19 și al măsurilor asociate, majorarea anuală a creditului acordat sectorului privat a decelerat în aprilie-mai, în timp ce dinamica anuală a lichidității din economie a cunoscut o creștere pronunțată.

³² Rămăsă în vigoare chiar și în contextul suspendării temporare a Pactului de stabilitate și creștere.

³³ Totodată, având în vedere gradul ridicat de incertitudine a evoluțiilor economice și financiare, Consiliul de administrație al BNR a menținut decizia privind suspendarea calendarului ședințelor de politică monetară anunțat anterior, urmând ca ședințele pe probleme de politică monetară să aibă loc ori de câte ori va fi necesar.

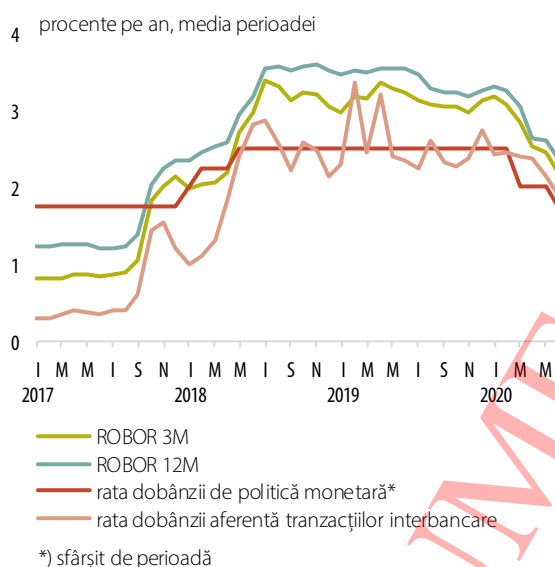
³⁴ Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară (exclusiv BNR), ponderată cu volumul tranzacțiilor.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare s-a menținut la limita superioară a coridorului ratelor dobânzilor în prima lună a trimestrului II, pentru ca ulterior să coboare și să rămână preponderent în linie cu rata dobânzii de politică monetară. Pe ansamblul intervalului, valoarea sa medie s-a redus sensibil față de cea din trimestrul anterior, cu 0,35 puncte procentuale, la 2,09 la sută – minimul ultimelor nouă trimestre.

În condițiile creșterii considerabile în debutul trimestrului a deficitului net de lichiditate de pe piața monetară, succedată de o restrângere treptată a acestuia pe seama injecțiilor de monedă ale Trezoreriei, BNR a sporit volumul operațiunilor *repo* efectuate pe baze bilaterale³⁵ și a inițiat în aprilie, continuând apoi cumpărarea de

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



titluri de stat în lei de pe piața secundară³⁶. Aceștia li s-a adăugat apelul băncilor la facilitatea de creditare, semnificativ în prima lună a trimestrului, dar mult redus ulterior. Pe acest fond, randamentele ON ale pieței monetare interbancare s-au menținut în aprilie și în primele zile din luna mai la limita de sus a coridorului ratelor dobânzilor, pentru ca apoi să coboare și să rămână preponderent în linie cu rata dobânzii de politică monetară³⁷.

Cotațiile ROBOR 3M-12M și-au continuat ajustarea descendentă pe parcursul trimestrului II – după scăderea consistentă consemnată ulterior deciziilor de politică monetară din 20 martie –, în contextul ameliorării condițiilor curente și anticipate ale lichidității de pe piața monetară, precum și sub impulsul noii reduceri a ratei dobânzii de politică monetară. Mediile lor trimestriale au înregistrat astfel descreșteri semnificative, de până la 0,66 puncte

procentuale, atingând minime ale ultimelor nouă trimestre: 2,39 la sută în cazul ROBOR 3M și 2,47 la sută, respectiv 2,54 la sută, în cazul termenelor de 6 luni și 12 luni (Grafic 3.2).

Pe lângă impactul noii scăderi a ratei dobânzii-cheie și al cumpărărilor definitive ale BNR, piața titlurilor de stat a reflectat în trimestrul II influențele ameliorării treptate a sentimentului pieței financiare internaționale, inclusiv ca efect al continuării relaxării conduitei politicii monetare de către băncile centrale din economiile avansate și din cele emergente, context în care randamentele titlurilor de stat pe termen lung din economiile dezvoltate s-au consolidat la niveluri joase, iar cele din regiune și-au prelungit scăderea. Influențe favorabile au decurs și din anunțul de la începutul lunii

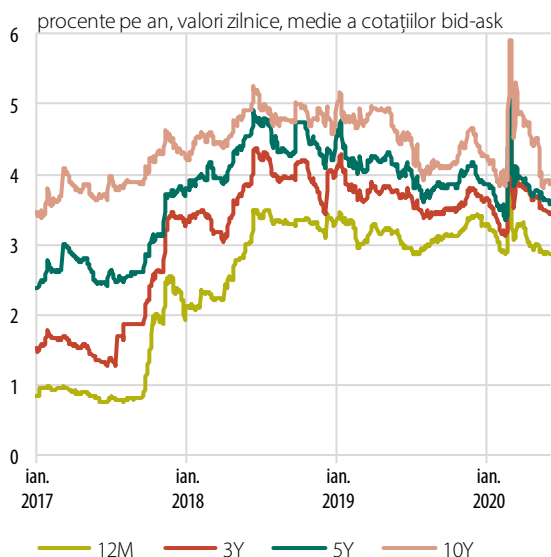
³⁵ Soldul mediu zilnic al acestora s-a majorat în aprilie la 13,6 miliarde lei. Acesta s-a redus apoi la 9 miliarde lei în mai, respectiv 5 miliarde lei în iunie.

³⁶ Volumul acestora a cumulat 4 miliarde lei pe parcursul trimestrului II.

³⁷ Consemnând totuși valori ceva mai ridicate spre finele intervalului.

iunie privind menținerea ratingului suveran al României în categoria *investment grade* de către Agenția S&P.

Grafic 3.3. Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat



În aceste condiții, cotațiile de referință de pe segmentul secundar al pieței și-au reluat mișcarea descrescătoare odată cu inițierea cumpărării de titluri de stat de către BNR în debutul lunii aprilie, iar în lunile mai și iunie și-au consolidat și generalizat scăderea. Ajustarea a fost consistentă în cazul titlurilor sub 1 an, dar mai ales al celor pe 10 ani, ale căror randamente au revenit la valori similare sau chiar ușor inferioare celor din perioada imediat premergătoare izbucnirii turbulențelor pe piața financiară internațională³⁸. Valorile medii ale cotațiilor din luna iunie au scăzut față de cele din ultima lună a trimestrului I cu până la 0,4 puncte procentuale în cazul titlurilor pe 6 luni și 12 luni (la 2,69 și 2,89 la sută), cu 0,18 puncte procentuale, respectiv 0,33 puncte procentuale în cazul titlurilor pe 3 ani și 5 ani (la 3,48 la sută, respectiv 3,64 la sută) și cu 0,76 puncte procentuale pe maturitatea de 10 ani, la 3,90 la sută. Pe acest fond, curba randamentelor

și-a aplatizat considerabil înclinația pozitivă, după ce aceasta se accentuase în intervalul martie-aprilie (Grafic 3.3).

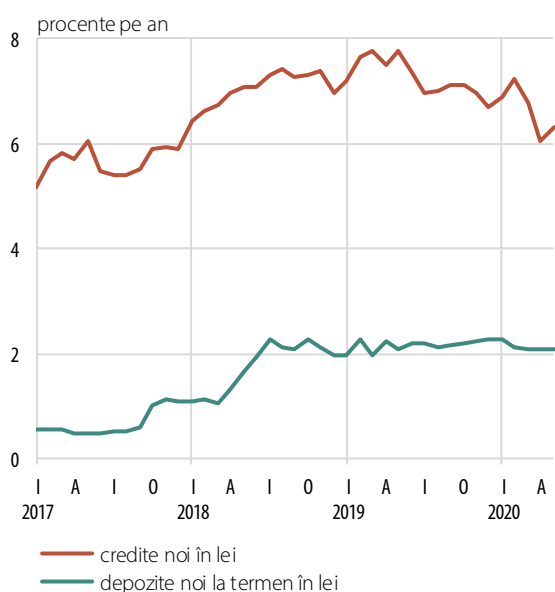
Pe segmentul primar al pieței³⁹, randamentele medii acceptate în cadrul licitațiilor au continuat să crească ușor în aprilie după saltul consemnat în martie, pentru ca în mai să-și inverseze traiectoria, coborând până la finele trimestrului la valori apropiate sau chiar ușor inferioare⁴⁰ nivelurilor înregistrate în perioada anterioară turbulențelor financiare. Volumul titlurilor de stat emise s-a majorat substanțial de la o lună la alta, atingând pe ansamblul perioadei cel mai înalt nivel din trimestrul I 2012 (22,4 miliarde lei), iar valoarea lor netă a înregistrat al doilea vârf al aceluiași interval, în condițiile în care majoritatea emisiunilor au fost consistent suprasubscrise, iar MFP a acceptat volume tot mai mari față de cele programate. Astfel, raportate la volumul anunțat, atât volumul solicitat, cât și cel acceptat de MFP au urmat o traiectorie pronunțat ascendentă pe parcursul trimestrului, ajungând în iunie la valori de 3,0 și respectiv 1,8 – similare celor din luna februarie și deosebit de înalte din perspectivă istorică; totodată, media lor trimestrială a depășit-o sensibil pe cea din intervalul ianuarie-martie (2,6 și 1,7, față de 2,2 și respectiv 1,1).

³⁸ În același timp, randamentele aferente segmentului median al curbei și-au redus la circa 0,2-0,3 puncte procentuale avansul față de prima jumătate a lunii martie.

³⁹ În mai, MFP a emis pe piețele externe obligațiuni denumite în euro cu scadențe de 5 și 10 ani, în valoare de 1,3 miliarde euro și respectiv 2 miliarde euro, la randamente medii de 2,79 la sută și 3,62 la sută (305 puncte de bază, respectiv 375 puncte de bază peste cotațiile *mid-swap*).

⁴⁰ În cazul titlurilor cu scadență reziduală de 11 ani.

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Reflectând mișcarea descendentă a cotațiilor relevante ale pieței monetare interbancare, dar și influența unor fluctuații în structura fluxului de credite survenite în contextul crizei pandemice, rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebancați și-a accentuat scăderea în aprilie (-0,73 puncte procentuale, la 6,05 la sută), iar în mai a cunoscut o creștere mai modestă (la 6,32 la sută), media sa pe ansamblul intervalului coborând considerabil față de cea din trimestrul I (-0,79 puncte procentuale, până la 6,19 la sută). Randamentul mediu al depozitelor noi la termen s-a menținut, în schimb, constant în ambele luni, la 2,09 la sută, diminuându-se ușor, cu 0,06 puncte procentuale în raport cu trimestrul I (Grafic 3.4).

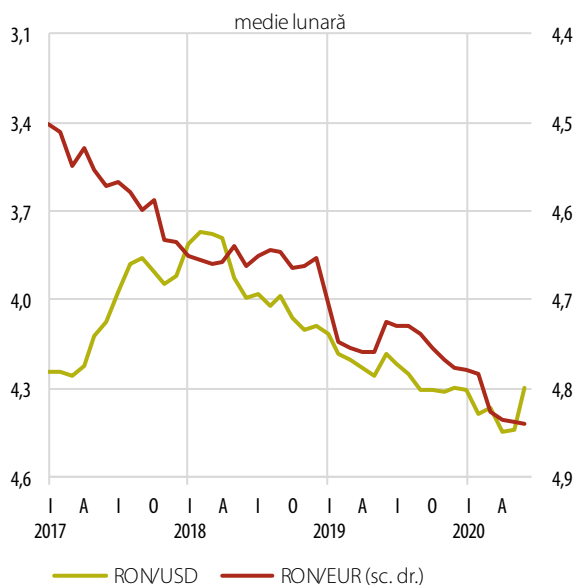
Din perspectiva celor două categorii de clienți, ratele medii ale dobânzilor au avut în mare parte evoluții eterogene. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele

noi ale populației a înregistrat o scădere amplă în aprilie (-1,15 puncte procentuale), corectată în parte în mai (+0,44 puncte procentuale, la 7,11 la sută), media sa aferentă celor două luni reducându-se substanțial față de cea din trimestrul I 2020 (cu 1,06 puncte procentuale, la 6,89 la sută). Fluctuațiile au reflectat în principal modificările ponderii împrumuturilor noi pentru consum, al cărui volum s-a restrâns în aprilie cu circa două treimi față de luna anterioară, sub impactul crizei pandemice, iar apoi a cunoscut o relativă redresare, la un nivel totuși redus. Împrumuturile noi pentru locuințe au fost afectate într-o mai mică măsură, inclusiv datorită creșterii în raport cu primul trimestru a creditelor acordate în cadrul programului „Prima casă”, dar și ca urmare a majorării semnificative a volumului de credite renegotiate, în contextul facilităților de amânare a plății unor rate de către unii debitori. Rata medie a dobânzii s-a redus ușor în lunile aprilie și mai, atât pe segmentul creditelor de consum (cu 0,28 puncte procentuale în total, până la 9,37 la sută), cât și pe cel al creditelor pentru locuințe (-0,27 puncte procentuale, până la 5,08 la sută).

Rata medie a dobânzii la creditele noi ale societăților nefinanciare s-a diminuat marginal în aprilie și ceva mai evident în mai (la 5,34 la sută – minimul ultimilor doi ani), media sa pe ansamblul intervalului (5,43 la sută) coborând cu 0,32 puncte procentuale comparativ cu trimestrul I. Rata medie a dobânzii la împrumuturile de valoare mică a scăzut în ambele luni (în total cu 0,46 puncte procentuale, până la 5,42 la sută în mai), reducându-se ca medie cu 0,50 puncte procentuale față de trimestrul I, la 5,48 la sută. În schimb, rata medie a dobânzii la împrumuturile de valoare mare a consemnat o creștere de 0,48 puncte procentuale în aprilie, parțial compensată în mai (-0,27 puncte procentuale, la 5,16 la sută); valoarea sa medie din acest interval (5,30 la sută) a scăzut totuși cu 0,14 puncte procentuale comparativ cu trimestrul I. Și în cazul firmelor, criza pandemică și măsurile asociate au afectat activitatea de creditare, volumul creditelor noi reducându-se mai accentuat în aprilie și ceva mai atenuat în mai, probabil inclusiv cu aportul creditelor acordate în cadrul programului „IMM Invest România”, dar și datorită creșterii volumului de credite renegotiate în contextul facilităților de amânare a rambursării ratelor.

Randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale populației și-a continuat tendința lent descendentă începută în luna decembrie 2019, reducându-se marginal în aprilie,

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



la 1,75 la sută, nivel la care s-a menținut în luna mai; valoarea sa medie aferentă acelor două luni s-a diminuat astfel cu 0,10 puncte procentuale față de trimestrul I. În același timp, rata medie a dobânzii aferentă depozitelor noi la termen ale societăților nefinanciare a înregistrat fluctuații minore în ambele luni, scăzând ca medie cu 0,06 puncte procentuale față de trimestrul I (la 2,21 la sută).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro și-a atenuat fluctuațiile în trimestrul II, oscilând într-un interval restrâns, sub influența relativei ameliorări a sentimentului pieței financiare internaționale, dar și pe fondul condițiilor lichidității de pe piața monetară și al diferențialului ratei dobânzii (Grafic 3.5).

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

| | milioane euro | | | | | |
|---------------------------------|---------------------------|----------------------------|--------|---------------------------|----------------------------|--------|
| | 5 luni 2019 | | | 5 luni 2020 | | |
| | Achiziția netă de active* | Acumularea netă de pasive* | Net | Achiziția netă de active* | Acumularea netă de pasive* | Net |
| Contul financiar | 2 263 | 4 028 | -1 764 | 5 320 | 5 975 | -655 |
| Investiții directe | 473 | 2 529 | -2 056 | -404 | -746 | 341 |
| Investiții de portofoliu | 958 | 1 561 | -603 | -37 | 6 502 | -6 538 |
| Derivate financiare | 6 | x | 6 | 0 | x | 0 |
| Alte investiții | 1 305 | -62 | 1 368 | 2 883 | 219 | 2 664 |
| - numerar și depozite | 74 | -625 | 699 | 2 | 0 | 2 |
| - împrumuturi | -138 | -780 | 642 | 242 | 234 | 8 |
| - altele | 1 369 | 1 343 | 27 | 2 639 | -15 | 2 654 |
| Active de rezervă ale BNR (net) | -479 | 0 | -479 | 2 878 | 0 | 2 878 |

*) „+” creștere/„-” scădere

Presiunile asupra cursului de schimb leu/euro s-au temperat ușor în aprilie după creșterea din martie, în condițiile relativei calmări a volatilității pe piața financiară internațională⁴¹ (Tabel 3.1). Percepția asupra riscului asociat economiei și pieței financiare locale a consemnat însă o nouă înrăutățire, pe fondul continuării deteriorării poziției fiscale și a perspectivei acesteia⁴², sub impactul crizei pandemice și al așteptărilor privind implementarea noii legi a pensiilor. În contextul acțiunilor BNR circumscrise controlului lichidității de pe piața monetară și al diferențialului ratei dobânzii, ritmul deprecierei leului față de euro a încetinit totuși la 0,2 la sută pe ansamblul lunii, rămânând astfel sensibil inferior celor înregistrate de principalele monede din regiune.

Sentimentul pieței financiare internaționale a continuat să se amelioreze în luna mai⁴³, în condițiile relaxării graduale a restricțiilor antipandemie inițiate

⁴¹ Asociația măsurilor și programelor de natură fiscal-bugetară inițiate/anunțate de guverne din numeroase țări și de instituții și organisme europene și internaționale, menite să atenueze impactul economic al pandemiei, precum și măsurilor de relaxare a conduitei politicii monetare adoptate de băncile centrale majore și de cele din economiile emergente.

⁴² În acest context, agențiile de rating Fitch (18 aprilie) și Moody's (25 aprilie) au revizuit perspectiva ratingului suveran al României la „negativă”, de la „stabilă”.

⁴³ Evoluția nu a fost însă uniformă, în condițiile în care o serie de factori au întreținut comportamentul fluctuant al volatilității pe piața financiară internațională: reaccentuarea tensiunilor geopolitice dintre SUA și China; incertitudinile privind evoluția viitoare a pandemiei; deteriorarea situației fiscale a numeroase economii, de natură să atragă, așa cum a avertizat Agenția de rating S&P, revizuirii în scădere ale ratingurilor suverane.

de principalele state ale lumii – de natură să permită reluarea unor activități economice –, ale noilor măsuri fiscale și de politică monetară adoptate la nivel global, precum și în contextul conturării la nivelul UE a unui pachet consistent de măsuri destinat redresării din criza COVID-19⁴⁴. Pe acest fond, cursurile de schimb ale monedelor din regiune și-au inversat traiectoriile la mijlocul intervalului sau și-au accentuat mersul descendent, stopându-și astfel ori corectându-și ușor creșterile acumulate de la declanșarea turbulențelor financiare în luna martie⁴⁵. Rata de schimb leu/euro a scăzut, la rândul ei, în primele zile ale lunii, însă a revenit apoi și s-a consolidat la valorile inițiale, menținându-se practic constantă ca medie lunară.

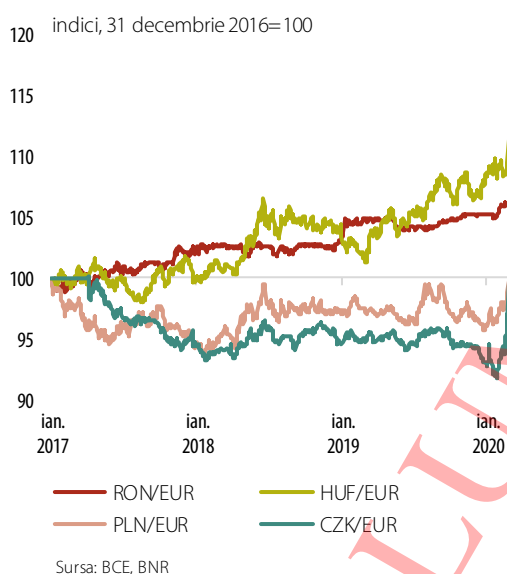
În luna iunie, cursul de schimb leu/euro a rămas cvasistabil, în condițiile ameliorării raportului randament/risc al plasamentelor în monedă națională⁴⁶ și în contextul unei aprecieri accentuate a euro față de dolarul SUA⁴⁷, întreruptă însă la finele primei decade de reamplificarea temporară a volatilității pe piața financiară internațională, în principal ca efect al îngrijorărilor sporite legate de pandemia de coronavirus și implicațiile sale economice⁴⁸. Evoluția raportului leu/euro s-a resincronizat astfel cu mișcarea ratelor de schimb ale monedelor din regiune, care și-au continuat mersul

descendent în primele zile din lună, iar apoi au rămas relativ stabile⁴⁹.

Deficitul total al pieței valutare interbancare s-a cvasiînjumătățit în trimestrul II față de nivelul substanțial atins în primele trei luni ale anului, în principal pe seama tranzacțiilor nerezidenților, dar și cu aportul restrângerii cererii excedentare a rezidenților.

Pe ansamblul trimestrului II⁵⁰, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 0,3 la sută în termeni nominali⁵¹ și s-a apreciat cu 0,2 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a apreciat cu 1,6 la sută în termeni nominali și cu 2,0 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea monedei americane a scăzut în raport cu euro. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul II, leul și-a sporit deprecierea nominală față de euro, dar și-a diminuat-o pe cea în raport cu dolarul SUA (Grafic 3.6).

Grafic 3.6. Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune



⁴⁴ Ulterior propunerii Franței și Germaniei din 18 mai, Comisia Europeană a publicat pe 27 mai propunerea privind un pachet european de redresare în valoare de 750 miliarde euro.

⁴⁵ Pe ansamblul lunii, zlotul s-a apreciat cu 0,4 la sută față de euro, iar forintul cu 1,7 la sută. Cursul de schimb al coroanei cehă a rămas constant la medie lunară, dată fiind creșterea sa din prima jumătate a lunii, survenită inclusiv pe fondul scăderii peste așteptări a ratei dobânzii de politică monetară operate de banca centrală pe 7 mai.

⁴⁶ Inclusiv pe fondul anunțului de la începutul lunii privind menținerea ratingului suveran al României în categoria *investment grade* de către Agenția S&P.

⁴⁷ Antrenată de optimismul generat de planul major de relansare economică conturat la nivelul Uniunii Europene.

⁴⁸ În a doua parte a lunii, aprecierea euro în raport cu dolarul SUA a suferit chiar o corecție parțială, pe fondul evidențierii unor diferențe politice la nivel european în privința pachetului de relansare economică.

⁴⁹ Cu o foarte ușoară tendință de creștere spre finele intervalului în cazul coroanei cehă și al zlotului, dar mult mai pronunțată în cazul forintului, în contextul reducerii neașteptate a ratei dobânzii-cheie efectuate de banca centrală.

⁵⁰ Față de trimestrul anterior, pe baza valorilor medii din iunie, respectiv martie, ale cursului de schimb.

⁵¹ Și principalele monede din regiune s-au depreciat în acest interval în raport cu euro (zlotul cu 0,1 la sută, coroana cehă cu 0,4 la sută, iar forintul cu 0,6 la sută).

2.3. Moneda și creditul

Moneda

În contextul pandemiei COVID-19 și al măsurilor asociate, dinamica anuală⁵² a masei monetare (M3) a cunoscut o creștere pronunțată în intervalul aprilie-mai 2020

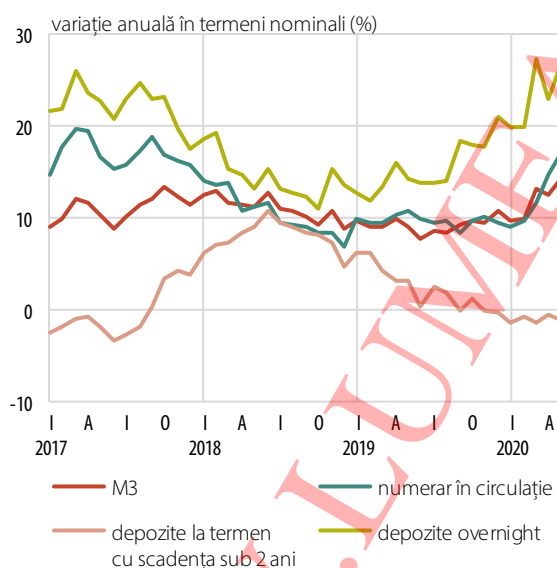
Tabel 3.2. Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

| | variație procentuală în termeni nominali | | | | | |
|--|--|------|------|------|------|------|
| | 2019 | | | 2020 | | |
| | II | III | IV | I | apr. | mai. |
| M3 | 8,9 | 8,8 | 10,1 | 11,0 | 12,6 | 14,5 |
| M1 | 13,5 | 13,6 | 16,3 | 18,7 | 20,6 | 24,2 |
| Numerar în circulație | 10,4 | 9,2 | 9,8 | 10,1 | 14,8 | 17,3 |
| Depozite overnight | 14,8 | 15,5 | 19,0 | 22,4 | 22,9 | 27,0 |
| Depozite la termen cu scadența sub 2 ani | 2,3 | 1,5 | 0,4 | -1,1 | -0,5 | -1,0 |

(la 13,5 la sută, reprezentând maximum ultimilor 11 ani, de la 11,0 la sută în trimestrul I)⁵³, pe fondul injecțiilor mari de lichiditate prilejuite de execuția bugetară – inclusiv în condițiile creșterii ușoare a intrărilor de fonduri europene⁵⁴ –, dar și ale sporirii preferinței pentru lichiditate din motive precauționare (Tabel 3.2).

Intensificarea creșterii M3 s-a datorat în principal componentei sale cele mai lichide (M1), a cărei dinamică anuală a consemnat un salt puternic, atribuibil inclusiv creșterii preferinței pentru lichiditate din motivul precauției, precum și unor realocări de portofolii dinspre depozitele la termen sub 2 ani. Avansul în termeni anuali al M1 a fost relativ fluctuant pe parcursul perioadei, temperându-se ușor în aprilie – în condițiile scăderii abrupte a dinamicii depozitelor ON ale societăților nefinanciare, compensată însă în mare parte de noua creștere de ritm a plasamentelor similare ale populației, dar mai cu seamă a numerarului în circulație –, pentru ca în mai să se mărească considerabil, până la maximum ultimilor 3 ani și jumătate, sub impactul creșterii numerarului în circulație și a depozitelor ON ale societăților nefinanciare (Grafic 3.7).

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



și-au mărit declinul în termeni anuali. Prin urmare, ponderea M1 în M3 a continuat să se majoreze, ajungând la 66,7 la sută în mai, un nou nivel record al perioadei post-iulie 1994.

Din perspectiva sectoarelor instituționale, avansul pronunțat al dinamicii M3 a fost susținut de creșterea considerabilă a ritmului plasamentelor populației – până la un

⁵² În absența altor precizări, în această secțiune variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni nominali.

⁵³ Și în termeni reali, variația anuală medie a M3 s-a mărit considerabil, urcând pe palierul de două cifre (10,8 la sută în primele două luni ale trimestrului II, de la 7,5 la sută în precedentele trei luni).

⁵⁴ Conform datelor privind execuția bugetului general consolidat.

maxim al ultimilor circa 10 ani. Evoluția s-a corelat cu declinul sever al consumului privat, dar și cu sporirea variației sumelor din fondurile europene destinate populației, precum și cu temperarea majorării portofoliului de titluri de stat al persoanelor fizice⁵⁵, concomitent cu accentuarea scăderii plasamentelor acestora în fonduri de investiții. Și creșterea depozitelor similare ale societăților nefinanciare a rămas deosebit de alertă, încetinind doar ușor față de trimestrul I, în condițiile în care slăbirea ei pronunțată în aprilie – pe seama declinului cererii de consum și a amplificării plăților efectuate către bugetul de stat în contul impozitului pe profit⁵⁶ – a fost succedată de o reacclerare consistentă, asociată în principal mării deficitului bugetar.

Din perspectiva contrapartidelor M3, creditul net acordat administrației publice centrale a fost principalul determinant al accelerării expansiunii monetare pe ansamblul perioadei aprilie-mai⁵⁷ – în condițiile prelungirii ascensiunii dinamicii anuale a deținerilor de titluri de stat ale instituțiilor financiare monetare⁵⁸ –, influențe contrare decurgând din decelerarea creșterii creditului acordat sectorului privat, sub influența crizei pandemice.

Creditul acordat sectorului privat

În contextul pandemiei COVID-19 și al măsurilor asociate, creșterea anuală a creditului acordat sectorului privat a decelerat la 5,1 la sută⁵⁹ în intervalul aprilie-mai, de la 7,1 la sută în trimestrul precedent⁶⁰, pe fondul comprimării volumului creditelor noi⁶¹ – atenuată totuși de începerea funcționării programului „IMM Invest România”⁶² în luna mai – și al restrângerii finanțării atrase sub forma liniilor de credit⁶³. Efecte de sens opus, dar sensibil mai modeste, au venit din suspendarea temporară a plății unor rate aferente împrumuturilor, în baza facilităților acordate debitorilor în contextul crizei pandemice⁶⁴, precum și din scăderea volumului externalizărilor nete de credite neperformante.

⁵⁵ Inclusiv în condițiile în care în luna aprilie au ajuns la maturitate obligațiuni de stat în valoare de circa 9 miliarde lei.

⁵⁶ Conform datelor privind execuția bugetului general consolidat.

⁵⁷ O influență în sensul majorării dinamicii anuale medii a M3, de dimensiune mai redusă, a venit din continuarea creșterii dinamicii activelor externe nete ale sistemului bancar, pe fondul efectuării în luna mai a unei emisiuni de euroobligațiuni în valoare de 3,3 miliarde euro.

⁵⁸ Inclusiv BNR, în condițiile în care banca centrală a inițiat în aprilie cumpărarea de titluri de stat în lei de pe piața secundară, efectuând achiziții în valoare de 3,5 miliarde lei pe parcursul intervalului analizat. Deținerile de titluri de stat ale instituțiilor de credit au continuat să își mărească creșterea anuală pe ansamblul celor două luni.

⁵⁹ Minimul ultimilor circa trei ani.

⁶⁰ Și în termeni reali, ritmul mediu de creștere anuală a creditului acordat sectorului privat s-a redus considerabil (la 2,6 la sută în intervalul aprilie-mai, de la 3,8 la sută în precedentele trei luni).

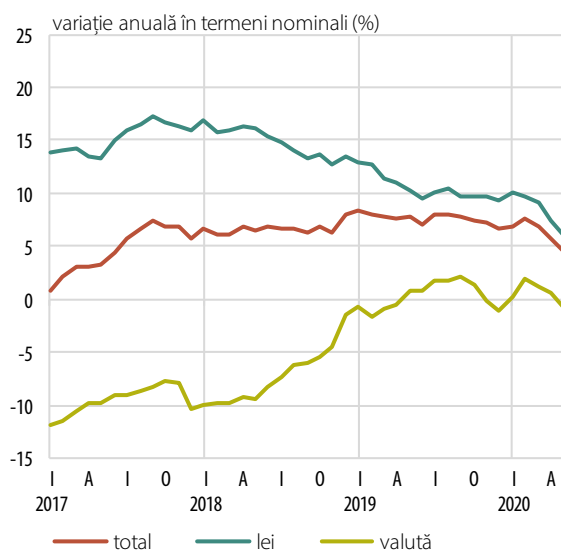
⁶¹ Datele privind creditele noi au fost preluate din Raportarea privind ratele dobânzilor și sunt ajustate cu volumul operațiunilor de renegociere.

⁶² Schemă de ajutor de stat aprobată în contextul crizei pandemice prin OUG nr. 42/2020 și completată prin OUG nr. 89/2020, prin care statul garantează până la 90 la sută din valoarea unor credite acordate IMM și microintreprinderilor și subvenționează integral dobânda și alte costuri ale finanțării până la data de 31.12.2020.

⁶³ Credite de tip reinnoibil automat, acordate pe descoperit de cont și prin carduri de credit.

⁶⁴ Prin OUG nr. 37/2020 s-a acordat unor debitori – persoane fizice și persoane juridice – posibilitatea de a-și amâna plata ratelor scadente la împrumuturi pe o perioadă de maxim 9 luni, dar nu dincolo de 31.12.2020, începând din luna aprilie 2020. În paralel, o mare parte a instituțiilor de credit au adoptat la nivel individual soluții de amânare la plată începând cu luna martie pentru clienții ale căror venituri au fost afectate temporar de efectele pandemiei COVID-19.

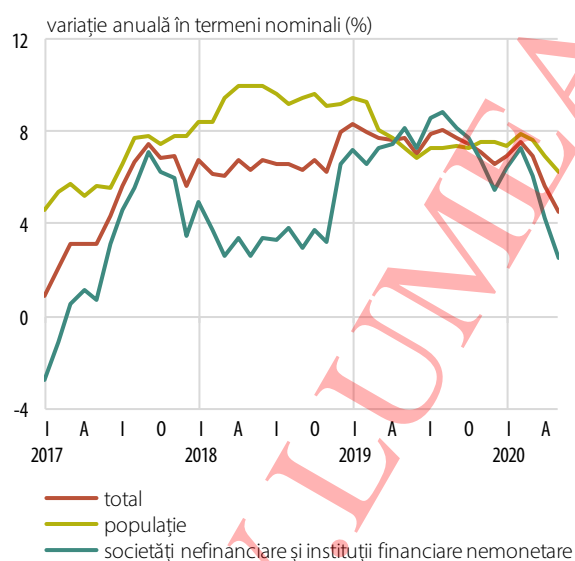
Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede



Evoluția a reflectat atât accentuarea tendinței descendente a ratei de creștere anuală a creditului în lei – aceasta micșorându-se la cea mai scăzută valoare din ultimii 6 ani⁶⁵ –, cât și declinul variației componente în valută (exprimată în euro), care a reintrat marginal în teritoriul negativ. Pe acest fond, ponderea în total a împrumuturilor în lei și-a prelungit mersul ușor ascendent, ajungând în mai la 67,3 la sută – maximum ultimilor 24 de ani (Grafic 3.8).

Din perspectiva sectoarelor instituționale, temperarea creșterii creditului acordat sectorului privat a fost determinată prioritar de scăderea sensibilă a dinamicii anuale a creditului acordat societăților nefinanciare (până la minimum ultimelor 12 trimestre), atribuibilă accentuării pierderii de ritm a componente în lei (până la cea mai redusă valoare din ultimii aproape 10 ani), dar și continuării încetinirii creșterii celei în valută (exprimată în euro). Evoluțiile s-au localizat la nivelul împrumuturilor pe termen scurt și mediu (scadența sub 5 ani) și au reflectat atât comprimarea accentuată a fluxului de credite – atenuată totuși sensibil în luna mai de programul „IMM Invest România” –, cât și o nouă restrângere a finanțării atrase sub forma liniilor de credit. Componenta pe termen lung a consemnat însă chiar o creștere semnificativă de ritm, sugerând un comportament mai inerțial al acestui tip de finanțări, dar și o preocupare a firmelor pentru obținerea de lichiditate pe termen mai lung, în contextul crizei pandemice (Grafic 3.9).

Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Pe segmentul populației, pierderea de ritm a fost mult mai estompată (acesta atingând totuși cea mai mică valoare din ultimele 12 trimestre). Ea a venit dinspre componenta în lei pentru consum și alte scopuri, a cărei creștere a frânat consistent, pe seama contracției semnificative în termeni anuali a creditelor noi – atenuată totuși sensibil în mai –, dar și a temperării dinamicii celor acordate pe descoperit de cont și prin carduri de credit, în linie cu deteriorarea încrederii consumatorilor și restrângerea cererii de consum în contextul crizei pandemice. În schimb, ritmul creditelor pentru locuințe în lei a rămas alert și chiar s-a mărit ușor, beneficiind de aportul crescut al împrumuturilor noi acordate prin programul „Prima casă”⁶⁶, dar și de probabila scădere a volumului rambursărilor față de perioada similară a anului anterior, în contextul facilităților acordate debitorilor.

⁶⁵ Evaluare pe baza datelor trimestriale.

⁶⁶ Pe baza datelor de la CRC privind creditele acordate cu garanția statului, asociate programului „Prima casă”.

4. Perspectivele inflației

Scenariul de bază al proiecției macroeconomice este fundamentat pe ipoteza menținerii sub control a situației epidemice, fără să fie necesară reintroducerea unor măsuri administrative generalizate de distanțare socială. Astfel, va continua procesul de reluare treptată a activității economice, pe fondul adaptării graduale a comportamentului agenților economici la noile condiții. În acest context, perspectiva este cea a consemnării unei ușoare tendințe de reducere a ratei anuale a inflației IPC pe intervalul proiecției, care urmează să atingă 2,7 la sută la finele anului curent și 2,5 la sută la sfârșitul celui viitor. Valorile reflectă predominant contribuția inflației de bază, proiectată în scădere pornind de la valorile ridicate înregistrate în perioadele recente, în principal sub influența deficitului de cerere amplu format în economie și, respectiv, a disipării presiunilor inflaționiste asociate șocurilor de ofertă rezultate din evoluția situației sanitare. În sens invers, de amplificare a presiunilor inflaționiste, va acționa dinamica unor componente exogene ale coșului de consum (prețurile combustibililor și cele administrate), însă influența acestora nu va fi de natură să altereze profilul descendent al inflației *headline*. Noua prognoză pentru rata anuală a inflației IPC și, respectiv, a inflației CORE2 ajustat reconfirmă, cu mici diferențe, valorile proiectate în precedentul *Raport asupra inflației*.

Atât evoluția epidemiei, cât și impactul acesteia asupra activității economice sunt marcate de un grad ridicat de incertitudine, reflectată și asupra prognozei macroeconomice. Pe ansamblu, balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată, cu precădere pe termen mediu, în sensul unor abateri în sus de la valorile preconizate în scenariul de bază.

Scenariul de bază

4.1. Ipoteze externe⁶⁷

Scenariul de bază privind mediul extern prevede o contracție amplă, nemaîntâlnită în istoria recentă, a cererii externe (PIB UE efectiv) la nivelul anului 2020, relaxarea treptată a măsurilor de distanțare socială fiind anticipată a determina doar o revenire graduală a activității economice (Tabel 4.1). Cererea externă este însă anticipată a înregistra o dinamică pozitivă pe parcursul anului viitor, în contextul naturii presupus temporare a șocului pandemic; cu toate acestea, este de presupus ca revenirea economiilor la nivelurile de activitate din perioada preciză să fie una relativ lentă, prelungindu-se dincolo de finele anului viitor. Comparativ cu *Raportul* din luna mai 2020,

⁶⁷ Sursa: Ipoteze BNR pe baza datelor Comisiei Europene, BCE, Consensus Economics și Bloomberg (cotații *futures*).

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

| | valori medii anuale | |
|--|---------------------|------|
| | 2020 | 2021 |
| Creșterea economică în UE efectiv (%) | -8,1 | 5,9 |
| Inflația anuală din zona euro (%) | 0,4 | 0,8 |
| Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%) | 1,3 | 0,9 |
| Inflația anuală IPC SUA (%) | 1,0 | 1,6 |
| Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.) | -0,4 | -0,4 |
| Cursul de schimb dolar SUA/euro | 1,11 | 1,14 |
| Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril) | 41,5 | 44,8 |

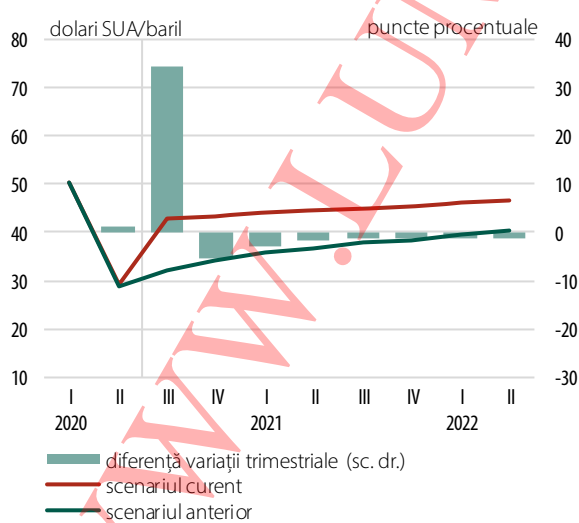
Sursa: ipoteze BNR pe baza datelor Comisiei Europene, BCE, Consensus Economics și Bloomberg

ambele valori anuale prognozate au fost ajustate în sens descendent, acestea reflectând atât efectele răspândirii pandemiei, cât și intensificarea măsurilor adoptate de autorități pentru limitarea propagării acesteia. *Gap*-ul PIB UE efectiv, indicator ce reflectă componenta ciclică a activității economice a partenerilor comerciali externi ai României, este evaluat la niveluri negative până la orizontul prognozei, având un impact restrictiv propagat și asupra economiei românești.

Rata anuală a inflației IAPC din zona euro este previzionată a se plasa în continuare la niveluri foarte joase (fiind influențată în mod semnificativ pe

orizonturile apropiate de timp de componenta de energie, în contextul scăderii cotațiilor petrolului), în creștere graduală de la începutul anului viitor, însă rămânând semnificativ sub nivelul de referință de 2 la sută. Rata anuală a inflației IAPC exclusiv produse energetice din zona euro (măsură relevantă pentru configurarea dinamicii prețurilor bunurilor din import) este anticipată să se reducă lent până la finele anului viitor, în condițiile deficitului de cerere și ale disipării șocurile asociate situației medicale (cererea crescută pentru bunuri și servicii de strictă necesitate, unele perturbări ale lanțurilor de producție și aprovizionare, eventuala recuperare prin prețuri a cheltuielilor de protecție medicală suportate de companii). Rata anuală a inflației din SUA este prognozată a înregistra valori superioare celor din zona euro în ambii ani. Cu toate acestea, se anticipează că acest indicator se va poziționa pe termen mediu la niveluri inferioare celor proiectate în *Rapoartele* anterioare.

Grafic 4.1. Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent



Sursa: U.S. Energy Information Administration, ipoteze BNR pe baza datelor Bloomberg

Pe fondul caracterului pronunțat acomodativ al politicii monetare a BCE, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este anticipată a rămâne în teritoriul negativ pe întreg intervalul de prognoză.

Prognoza cursului de schimb EUR/USD indică o ușoară apreciere a monedei europene pe intervalul de prognoză de la nivelul consemnat în trimestrul II al anului curent de 1,1 USD/EUR până la 1,15 USD/EUR la orizontul proiecției. Traectoria celor două monede este însă marcată de incertitudini semnificative, amplificate de evoluțiile din perioadele recente, când moneda euro a cunoscut un avans mai amplu în raport cu dolarul SUA.

Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent este fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede o creștere treptată a acestuia până la nivelul de 47 dolari SUA/baril la orizontul proiecției (Grafic 4.1).

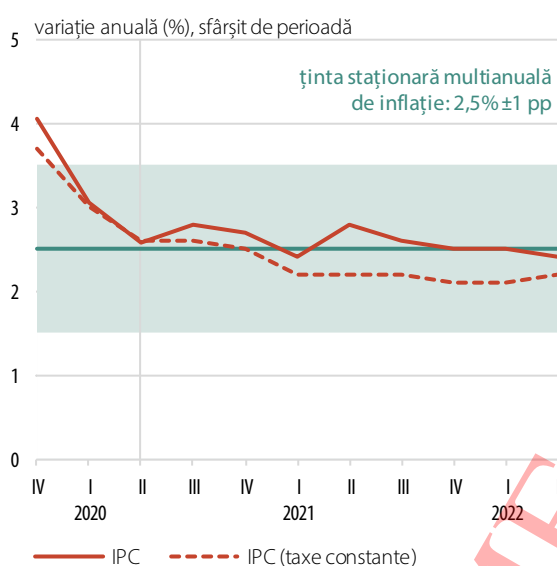
Principalii determinanți ai evoluției anticipate a acestuia rămân revenirea doar în manieră graduală a cererii globale pentru această materie primă și, respectiv, acordul

OPEC+ privind limitarea producției⁶⁸. Evoluțiile viitoare ale prețului petrolului sunt grevate de incertitudini ample, fiind condiționate atât de factori aferenți ofertei (viitorul acordurilor de limitare a producției), cât și ai cererii (evoluția pandemiei la nivel global).

4.2. Perspectivele inflației

După o amplă reducere în prima jumătate a anului curent, asociată exclusiv dinamicii componentelor exogene, rata anuală a inflației IPC se va menține ulterior pe o ușoară

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

| | variație anuală (%), sfârșit de perioadă | | | | | | | |
|--------------------------|--|-----|------|-----|-----|-----|------|-----|
| | 2020 | | 2021 | | | | 2022 | |
| | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 |
| Țintă (valoare centrală) | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 |
| Proiecție IPC | 2,8 | 2,7 | 2,4 | 2,8 | 2,6 | 2,5 | 2,5 | 2,4 |
| Proiecție IPC* | 2,6 | 2,5 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,1 | 2,1 | 2,2 |

*) calculat la taxe constante

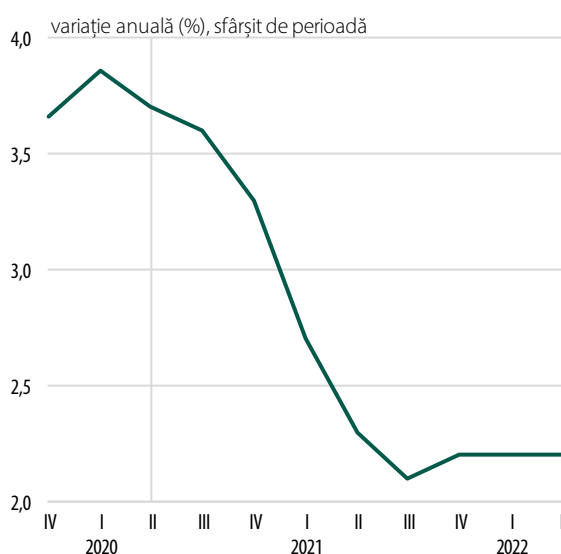
pantă descendentă, situându-se pe tot intervalul proiecției la valori apropiate de ținta centrală de 2,5 la sută (Grafic 4.2), similar prognozei din luna mai. Evoluția descendentă va fi imprimată de cea a indicelui CORE2 ajustat, proiectat în reducere mai pronunțată, pornind de la nivelurile ridicate înregistrate în perioadele recente. Aceasta va avea loc pe fondul disipării progresive a șocurilor nefavorabile de ofertă generate de criza de sănătate publică și, respectiv, al impactului cu tracțiune dezinflaționistă din partea deficitului de cerere. În sens invers vor acționa unele componente exogene ale coșului de consum (prețurile combustibililor și cele administrate), cu ritmuri proiectate în amplificare. Ca urmare, rata anuală a inflației IPC pentru sfârșitul anului curent și al celui viitor este prognozată la 2,7 la sută și, respectiv, la 2,5 la sută (Tabel 4.2). Contribuția estimată a modificării impozitelor indirecte este de 0,2 puncte procentuale la sfârșitul anului curent și de 0,4 puncte procentuale la finele celui viitor⁶⁹. Rata medie anuală a inflației IPC își va continua parcursul descendent din prima jumătate a anului curent, dar într-un ritm mai atenuat, fiind anticipată să atingă 2,5 la sută la orizontul proiecției, trimestrul II 2022.

Comparativ cu *Raportul* anterior, revizuirile pentru rata anuală a inflației IPC sunt minore. Valoarea anticipată pentru finele anului curent este mai redusă cu 0,1 puncte procentuale, în condițiile reevaluării descendente a contribuției componentelor exogene ale coșului de consum, care contrabalansează proiectarea la acest orizont a unor valori ușor mai ridicate în cazul inflației de bază. Pentru finele anului viitor, prognoza este similară celei precedente.

⁶⁸ Acordul inițial a fost agreat în luna aprilie și extins în luna iunie. În data de 15 iulie OPEC+ a anunțat o relaxare a acestuia cu 2 milioane barili pe zi, intrând în vigoare începând cu luna august 2020.

⁶⁹ Impactul acestora este mai mic în 2020, în condițiile reducerii atipice a accizei la combustibili la începutul anului, care contrabalansează parțial majorarea celei aferente produselor din tutun.

Grafic 4.3. Inflația anuală CORE2 ajustat



Sursa: INS, proiecție BNR

Tabel 4.3. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază

| | variație anuală (%), sfârșit de perioadă | | | | | | | |
|---------------|--|-----|------|-----|-----|-----|------|-----|
| | 2020 | | 2021 | | | | 2022 | |
| | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 |
| CORE2 ajustat | 3,6 | 3,3 | 2,7 | 2,3 | 2,1 | 2,2 | 2,2 | 2,2 |

contribuie și dinamica relativ redusă a prețurilor din import. Astfel, inflația IAPC exclusiv produse energetice din zona euro se plasează pe o traiectorie în reducere treptată până la finele anului viitor, urmată spre sfârșitul intervalului de prognoză de o revenire lentă (Grafic 4.3). Anticipațiile inflaționiste se mențin în interiorul intervalului țintei până la orizontul proiecției, diminuarea de pe parcursul anului curent fiind urmată de o relativă stabilizare (Tabel 4.3).

Comparativ cu prognoza anterioară, rata anuală a inflației de bază se plasează la valori ușor mai ridicate până în trimestrul III 2021, în condițiile subestimării pe termen scurt a presiunilor inflaționiste asociate șocurilor de ofertă în contextul evoluției situației

medicale. Ulterior, dinamica este marginal inferioară celei publicate în *Raportul asupra inflației* din luna mai, în principal ca urmare a revizuirii descendente a traiectoriei inflației externe și, implicit, a presiunilor mai reduse din partea prețurilor de import.

Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

| | puncte procentuale | |
|--|--------------------|------|
| | 2020 | 2021 |
| Prețuri administrate | 0,2 | 0,4 |
| Combustibili | -0,6 | 0,2 |
| Prețuri LFO | 0,5 | 0,2 |
| CORE2 ajustat | 2,1 | 1,3 |
| Produse din tutun și băuturi alcoolice | 0,5 | 0,4 |

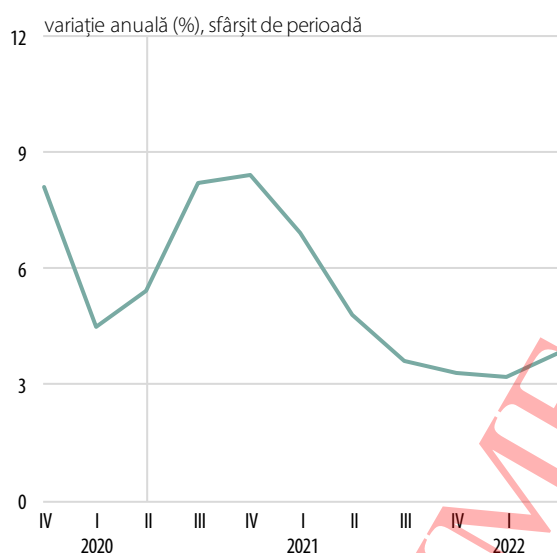
*) calcule sfârșit de perioadă; valorile prezentate în tabel sunt rotunjite la o zecimală

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor, produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este

de 0,5 puncte procentuale la sfârșitul anului curent și de 1,1 puncte procentuale la finele celui viitor, ambele valori fiind revizuite în sens descendent cu 0,4 puncte procentuale și, respectiv, cu 0,1 puncte procentuale (Tabel 4.4).

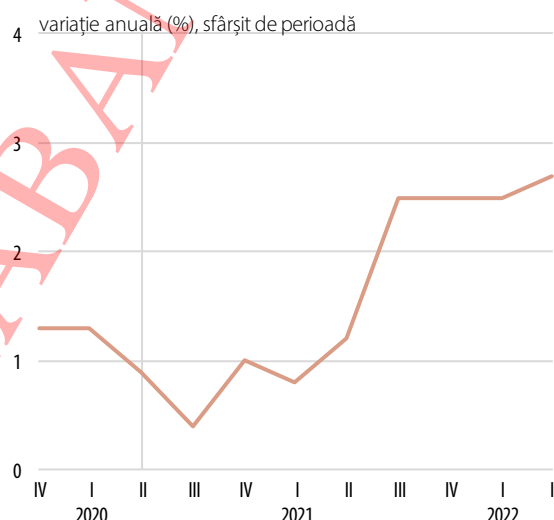
Prețurile volatile ale alimentelor (LFO) sunt anticipate să înregistreze o dinamică anuală de 8,4 la sută la finele anului curent și de 3,3 la sută la sfârșitul celui viitor (Grafic 4.4), aceste valori fiind configurate sub ipoteza înregistrării unor recolte agricole încadrate în proximitatea unei medii multianuale. Comparativ cu *Raportul* anterior, nivelul pentru finele anului curent a fost revizuit în sens descendent cu 3,5 puncte procentuale, pe fondul unei ameliorări a condițiilor meteorologice, survenită ulterior publicării *Raportului* precedent, care a condus la o ieftinire a legumelor. Pentru anul viitor valoarea este relativ similară celei proiectate în *Raportul* din luna mai.

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate



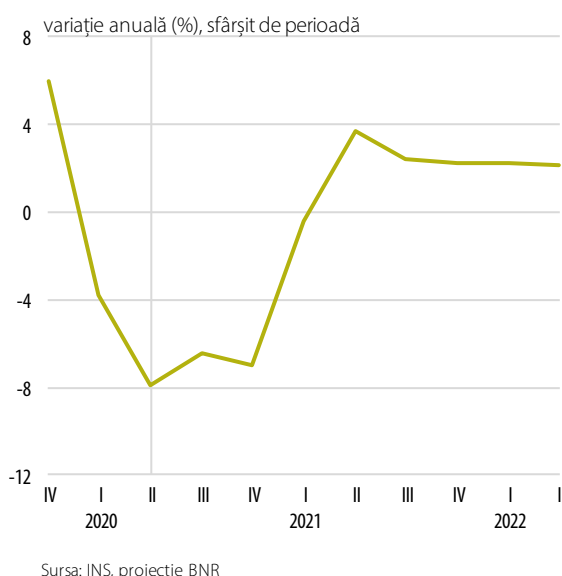
Sursa: INS, proiecție BNR

Traectoria prețurilor administrate prevede creșteri de 1 la sută și de 2,5 la sută la sfârșitul anului curent și, respectiv, al celui viitor (Grafic 4.5). Comparativ cu *Raportul* din luna mai, proiecția pentru finele anului 2020 a fost ajustată în sens descendent cu 1,1 puncte procentuale, pe fondul reducerii din luna iulie a tarifelor reglementate la energia electrică aplicate de către furnizorii de ultimă instanță⁷⁰, în timp ce pentru anul viitor nivelul este similar.

Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este proiectată la nivelul de -7 la sută pentru finele anului curent, valoare revizuită ascendent cu 0,8 puncte procentuale și la 2,2 la sută la sfârșitul anului viitor, nivel reevaluat cu -0,6 puncte procentuale (Grafic 4.6). Pentru anul curent revizuirea are loc pe fondul anticipării unor dinamici

⁷⁰ În urma ședinței din data de 29 iunie 2020, Comitetul de reglementare al ANRE a decis aprobarea prețurilor pentru energia electrică livrată și a cantităților de energie electrică vândute pe bază de contracte reglementate în perioada 1 iulie – 31 decembrie 2020. Pentru mai multe detalii a se consulta Comunicatul ANRE din data de 29 iunie 2020, disponibil la adresa: <https://www.anre.ro/ro/presa/comunicate/comunicat-29-06-2020-privind-stabilirea-pretului-reglementat-pentru-energia-electrica-livrata-si-a-cantitatilor-de-energie-electrica-vandute-pe-baza-de-contracte-reglementate-in-perioada-1-iulie-31-decembrie-2020>.

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor combustibililor



anuale ale cotațiilor petrolului superioare celor proiectate anterior, acestea estompând influența de sens contrar ce provine din partea unei depreciere a monedei americane față de cea europeană, cu impact asupra cotației leului în raport cu dolarul SUA și implicit asupra prețului în lei al acestei categorii de produse. Pentru anul viitor reevaluarea are loc în principal pe fondul anticipării unor dinamici anuale mai reduse ale prețului petrolului.

Scenariul de evoluție a prețurilor produselor din tutun și băuturilor alcoolice prevede dinamici anuale de 6,4 la sută la finele anului curent (valoare revizuită marginal descendent comparativ cu *Raportul* anterior) și de 4,8 la sută la sfârșitul anului viitor (nivel relativ similar). Pentru anul curent traiectoria acestora este influențată de majorarea accizei totale la 1 000 de țigarete, atât în luna ianuarie, cât și în aprilie. Ulterior, dinamicile anuale sunt configurate pe baza legislației

în vigoare privind stabilirea nivelului accizelor aplicabile acestor produse, luând în considerare și comportamentul istoric al operatorilor economici din acest domeniu privind ajustarea prețului final în urma aplicării modificărilor din legislația fiscală.

4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁷¹

Deviația PIB

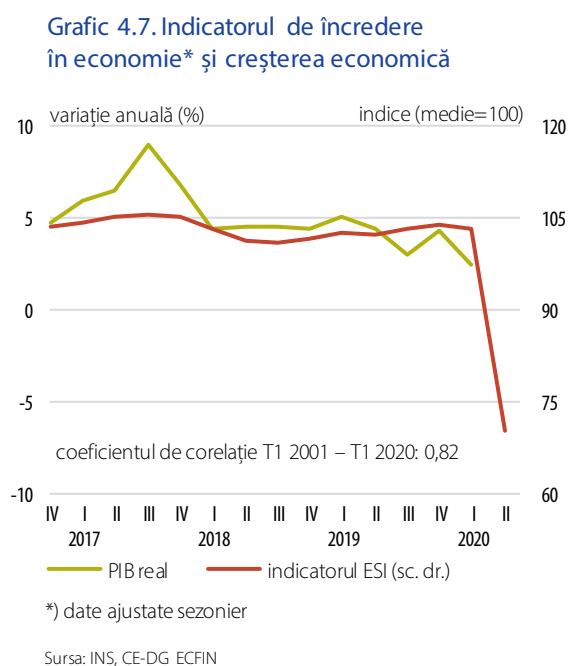
Răspândirea pandemiei COVID-19 s-a reflectat într-o deteriorare a activității economice încă din trimestrul I al anului curent. Astfel, deși PIB real⁷² a înregistrat o ușoară creștere trimestrială (0,3 la sută), decelerarea față de trimestrele anterioare a fost notabilă, atât în termeni trimestriali, cât și anuali (până la 2,4 la sută)⁷³. Similar rundei anterioare, în ipoteza din scenariul de bază a limitării efectelor medicale ale crizei, cea mai mare parte a efectelor acesteia sunt evaluate a fi localizate pe parcursul trimestrului II, fiind estimată o contracție majoră (atât în termeni trimestriali, cât și anuali) a activității economice. Evoluția reflectă atât afectarea sectoarelor vulnerabile la distanțarea socială și al celor care depind de lanțurile de producție și aprovizionare transfrontaliere, cât și scăderea accelerată a cererii interne și a celei globale, într-un context marcat și de o deteriorare bruscă a încrederii (Grafic 4.7⁷⁴), cu amprentă asupra comportamentului agenților economici.

⁷¹ În absența altor precizări, variațiile procentuale trimestriale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MFP, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Reuters.

⁷² Pentru detalii privind evoluția recentă a activității economice, a se consulta Capitolul 2, Secțiunea 1. Cererea și oferta.

⁷³ Conform Comunicatului INS nr. 177 din 7 iulie 2020. Dinamica anuală este calculată folosind serii de date brute. Valorile au confirmat astfel estimările „semnal” publicate de către INS în cadrul Comunicatului nr. 134 din 15 mai 2020.

⁷⁴ Toți indicatorii de încredere au manifestat deteriorări încă din luna martie, dar mai ales în luna aprilie, când indicatorul ESI a avut o scădere lunară de 34,3 puncte, cea mai mare amplitudine din perspectivă istorică. Ulterior, pe parcursul lunilor mai și iunie, în paralel cu relaxarea graduală a restricțiilor, indicatorii au manifestat o recuperare parțială a deteriorărilor suferite.



Contrația economică estimată din trimestrul II se reflectă și în evaluarea unor ajustări pronunțate în cazul componentelor PIB. Consumul individual efectiv al gospodăriilor populației este afectat de incertitudinea privind magnitudinea și durata în timp ale efectelor pandemiei, precum și de scăderea venitului disponibil, atât în condițiile unor pierderi de locuri de muncă, cât și pe fondul dezintermedierii financiare înregistrate la nivelul acestui sector (cea mai pronunțată scădere a creditării în luna mai a fost asociată surselor de finanțare a consumului). În același timp, formarea brută de capital fix este grevată semnificativ de creșterea marcantă a incertitudinii și de contracția încasărilor agenților economici privați, cu efect în sensul redimensionării cheltuielilor acestora. Un rol compensator este așteptat din partea investițiilor publice – estompate însă de spațiul fiscal limitat atât de conduita bugetară din perioada pre-pandemică, cât și de resursele

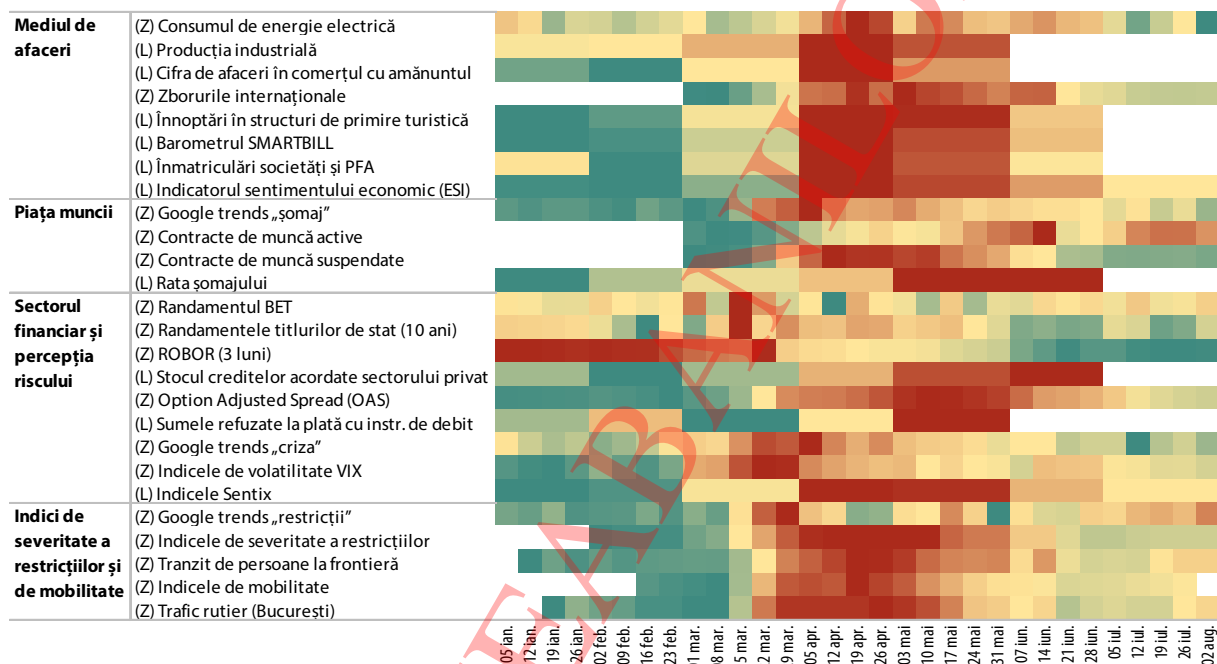
mobilizate pentru combaterea pandemiei –, dar și a atragerii de fonduri europene structurale, însă aceasta continuă să fie grevată de înregistrarea unor performanțe aflate încă sub nivelul potențial. Schimburile comerciale internaționale sunt afectate de cererea externă și de cea internă (ambele în reducere semnificativă), la care se adaugă restricțiile generalizate în ceea ce privește relațiile dintre state, ce au perturbat, cu consecințe persistente, funcționarea rețelelor transfrontaliere de producție și distribuție.

Prognoza macroeconomică este marcată de un grad ridicat de incertitudine, având în vedere puținele date statistice disponibile, precum și experiențele anterioare limitate privind evoluția economiilor în crize pandemice de o asemenea magnitudine. Acestea fac dificilă anticiparea duratei și intensității crizei, cu implicații directe asupra perspectivelor activității economice. În aceste condiții, s-a menținut ipoteza-cheie a proiecției din ediția anterioară a *Raportului asupra inflației* (adoptată de majoritatea analiștilor economici), respectiv manifestarea celor mai ample efecte economice ale crizei în trimestrul II. Astfel, scenariul de bază presupune o dinamică pozitivă în trimestrul III al anului curent atât pentru PIB, cât și pentru componentele sale. Prognozele pe termen scurt privind evoluția activității economice au fost elaborate pe baza abordărilor complementare descrise în cadrul *Raportului precedent* (metode *bottom-up* și econometrice). În plus, în vederea îmbunătățirii formulării prognozelor s-a întreprins monitorizarea mai intensă a unei suite de indicatori cu frecvență mai ridicată de publicare (zilnică sau lunară) comparativ cu cea a PIB. În Caseta 2 sunt descrise semnalele transmise de o suită de indicatori privind evoluția activității în unele sectoare ale economiei, în corelație cu gradul de severitate a restricțiilor implementate. Indicatorii monitorizați au afișat, în general, înrăutățiri severe pe parcursul lunilor aprilie sau mai, iar ulterior au cunoscut unele îmbunătățiri.

Caseta 2. Indicatori de monitorizare a activității economice în contextul pandemiei COVID-19

În contextul izbucnirii crizei pandemice, pentru care magnitudinea și distribuția în timp a efectelor sunt dificil de anticipat *ex ante*, colectarea și analiza seriilor în timp real sunt esențiale în monitorizarea dinamicii economiei ca reacție la impunerea de restricții generalizate din partea autorităților și, ulterior, la relaxarea treptată a acestora.

Grafic A. Semnale transmise de indicatorii cu frecvență ridicată



Note:

- (1) Culorile (verde) și (roșu) reprezintă îmbunătățirea și, respectiv, înrăutățirea majoră a semnalelor transmise de indicatori în ceea ce privește condițiile economice, iar culorile (galben și portocaliu) reprezintă situațiile de tranziție. Nuanțele sunt obținute printr-o formatare condiționată a valorilor observate – fiecărei observații fiindu-i atribuită o culoare de o anumită intensitate, în funcție de poziționarea în distribuția valorilor istorice.
- (2) Indicatorii disponibili cu frecvență zilnică, marcați cu „(Z)”, au fost agregați ca medie săptămânală, în timp ce pentru indicatorii cu frecvență lunară, notați cu „(L)”, s-a considerat, pentru simplitatea ilustrării, aceeași valoare pe parcursul întregii luni (o procedură alternativă ar putea fi scalarea intensității semnalului cu indicele de severitate a restricțiilor sau cu cel de mobilitate, conducând însă la corelarea forțată a semnalelor conferite de totalitatea indicatorilor lunari, reprezentativi pentru diferite sectoare ale economiei).
- (3) Pe axa timpului este raportată ultima zi din fiecare săptămână reprezentată.
- (4) Analiza a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 3 august 2020.

Sursa: calcule BNR

Monitorizarea activității economice prin intermediul unor indicatori cu frecvență mai ridicată (în special sunt informativi cei zilnici, însă și indicatorii lunari standard, precum volumul producției industriale, îmbogățesc analiza prin sfera largă de cuprindere)⁷⁵ are potențialul de a surprinde punctele de cotitură în activitatea economică cu un avans important față de momentul în care datele privind evoluția PIB sunt publicate de către INS⁷⁶, permițând, astfel, realizarea unei radiografii în timp real a răspunsului economiei la măsurile administrative întreprinse de autorități. Demersul contribuie la îmbunătățirea setului informațional aflat la baza

⁷⁵ Demersuri de monitorizare a evoluției activității economice prin indicatori cu frecvență relativ ridicată de publicare au fost întreprinse și de alte bănci centrale din regiune. Menționăm aici Banca Națională a Ungariei, cu o analiză similară în cel mai recent *Raport asupra inflației* (iunie 2020).

⁷⁶ Datele privind evoluția trimestrială a PIB sunt publicate cu un decalaj de aproximativ 45 de zile de la închiderea trimestrului (iar cele aferente componentelor PIB, cu un decalaj de 65 de zile).

prognozelor pe termen scurt și implicit a preciziei proiecțiilor macroeconomice care sprijină formularea deciziilor de politică monetară.

Evaluarea vizează un spectru larg de indicatori (Grafic A; Tabel A) privind mediul de afaceri (industrie, comerț și turism) și piața muncii, domenii reprezentative pentru economia reală. Lista continuă cu indicatori financiari, de percepție a riscului și a gradului de încredere a agenților economici și, nu în ultimul rând, indicatori de severitate a restricțiilor impuse și, respectiv, a impactului acestora asupra mobilității. În unele cazuri, în absența identificării unora dintre acești indicatori în cazul României, au fost incluse drept *proxy* unele variabile externe, reprezentative inclusiv pentru economia românească (indicii VIX și, respectiv, Sentix).

Tabel A. Sursele și transformările aplicate indicatorilor

| Indicator | Sursa | Transformare |
|--|----------------------|---------------------------|
| (Z) Consumul de energie electrică | Transelectrica | %, y-o-y |
| (L) Producția industrială | INS | %, y-o-y |
| (L) Cifra de afaceri în comerțul cu amănuntul | INS | %, y-o-y |
| (Z) Zborurile internaționale | EUROCONTROL | %, y-o-y |
| (L) Înnoptări în structuri de primire turistică | INS | %, y-o-y |
| (L) Barometrul SMARTBILL | SMARTBILL | %, y-o-y |
| (L) Înmatriculări societăți și PFA | ONRC | %, y-o-y |
| (L) Indicatorul sentimentului economic (ESI) | Comisia Europeană | nivel |
| (Z) Google trends „șomaj” | Google | %, y-o-y |
| (Z) Contracte de muncă active | Inspekția Muncii | %, y-o-y |
| (Z) Contracte de muncă suspendate | Inspekția Muncii | %, y-o-y |
| (L) Rata șomajului | INS | nivel, ajustare sezonieră |
| (Z) Randamentul BET | Reuters | valoare medie/săptămână |
| (Z) Randamentele titlurilor de stat (10 ani) | Investing | valoare medie/săptămână |
| (Z) ROBOR (3 luni) | BNR | valoare medie/săptămână |
| (L) Stocul creditelor acordate sectorului privat | BNR | %, y-o-y |
| (Z) Option Adjusted Spread (OAS) | Bloomberg | valoare medie/săptămână |
| (L) Sumele refuzate la plată cu instrumente de debit | Bloomberg | %, y-o-y |
| (Z) Google trends „criza” | Google | %, y-o-y |
| (Z) Indicele de volatilitate VIX | Reuters | valoare medie/săptămână |
| (L) Indicele Sentix | Bloomberg | nivel |
| (Z) Google trends „restricții” | Google | %, y-o-y |
| (Z) Indicele de severitate a restricțiilor | Universitatea Oxford | valoare medie/săptămână |
| (Z) Tranzit de persoane la frontieră | Poliția de Frontieră | %, y-o-y |
| (Z) Indicele de mobilitate | Google | valoare medie/săptămână |
| (Z) Trafic rutier (București) | tomtom.com | valoare medie/săptămână |

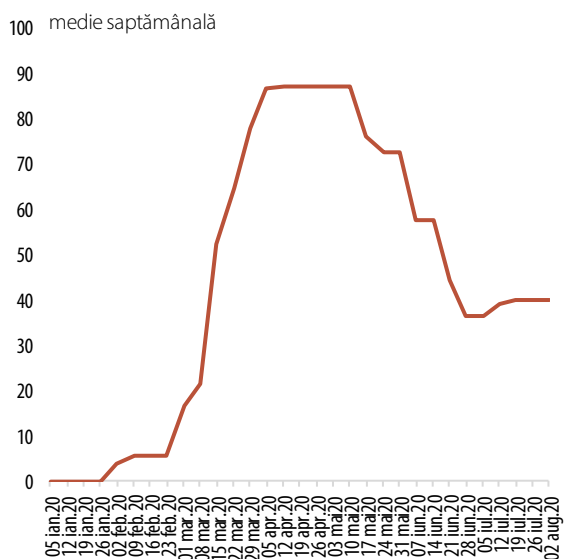
În condițiile intensificării răspândirii pandemiei COVID-19 în a doua jumătate a lunii martie (care a condus la răspunsul autorităților prin instaurarea stării de urgență⁷⁷ și adoptarea unui set de ordonanțe militare⁷⁸), cele mai ample efecte ale crizei pandemice asupra activității economice sunt evaluate a fi fost localizate pe parcursul trimestrului II. Indicele de severitate a restricțiilor⁷⁹ (Grafic B), calculat

⁷⁷ Starea de urgență a fost instituită pentru o durată de 30 de zile, începând cu data de 16 martie, și ulterior prelungită cu o durată identică. Starea de alertă a fost instituită pentru 30 de zile începând cu data de 18 mai și a fost prelungită ulterior cu perioade de 30 de zile începând cu 17 iunie și, respectiv, 17 iulie.

⁷⁸ În special, Ordonanța militară nr. 3 (25 martie) a introdus obligativitatea prezentării unei declarații pe proprie răspundere la efectuarea oricărei deplasări în afara reședinței, lista motivelor invocabile în declarație fiind strict limitată.

⁷⁹ Indicele măsoară răspunsul autorităților în combaterea pandemiei și este conceput cu ajutorul a 17 indicatori ce reunesc informații cu privire la închiderea școlilor, restricții de călătorie, politici economice de sprijinire a cetățenilor, finanțări externe sau măsuri în domeniul sănătății.

Grafic B. Indicele de severitate a restricțiilor



Sursa: calcule BNR pe baza datelor Universității Oxford

pentru România, reflectă gradul de severitate a restricțiilor aplicate de autorități, intensitatea cea mai ridicată fiind vizibilă pe parcursul lunii aprilie.

Indicatorii analizați scot în evidență o contracție majoră a activității economice, pe fondul afectării sectoarelor vulnerabile la distanțarea socială (în special transporturile și HoReCa și, în mai mică măsură, industria și comerțul) și al deteriorării încrederii. Decalajul observat în acutizarea semnalelor poate fi explicat, mai ales în cazul indicatorilor lunari, de publicarea cu relativă întârziere a acestora față de schimbarea drastică a cadrului economic odată cu instaurarea stării de urgență. De la jumătatea lunii mai, odată cu începerea relaxării graduale a restricțiilor de mobilitate, se observă o ameliorare treptată a semnalelor transmise de indicatorii disponibili.

Analiza detaliată a evoluției indicatorilor relevă, în ceea ce privește mediul de afaceri, scăderi graduale, începând cu primele zile ale lunii aprilie, ale consumului de energie electrică, pe fondul întreruperii temporare a activității unor mari operatori economici (în speță, fabrici din industria auto) sau a desfășurării activității în regim de telemuncă. Pe latura comerțului, în luna martie s-a înregistrat deja o diminuare accentuată a ritmului de creștere a cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul, urmată de contracții puternice în următoarele două luni, interval în care o evoluție similară a fost observată și în cazul indicelui producției industriale⁸⁰. De asemenea, mediul de afaceri a cunoscut o deteriorare semnificativă atât prin prisma numărului de înmatriculări al societăților și persoanelor fizice autorizate, cât și a cifrei de afaceri a IMM, situație reflectată și de raportările barometrelor SMARTBILL⁸¹ (scăderi de aproximativ 20 la sută și 15 la sută în lunile aprilie și, respectiv, mai). O deteriorare puternică a situațiilor pe plan financiar a unor companii este marcată de evoluția sumelor refuzate la plată cu instrumente de debit.

Intensificarea restricțiilor de mobilitate de la nivel global s-a reflectat inclusiv în restrângerea activității companiilor aeriene. Numărul de zboruri internaționale a înregistrat, în termeni anuali, o deteriorare continuă, înregistrând scăderi de 17 la sută la jumătatea lunii martie și ajungând rapid la 76 la sută în ultima săptămână a lunii. Cea mai accentuată scădere a fost în preajma sărbătorilor pascale, când zborurile au fost interzise aproape în totalitate, înregistrându-se astfel o contracție de aproximativ 90 la sută a activității în domeniu, comparativ cu perioada similară din anul anterior.

⁸⁰ Pentru producția industrială, pentru a facilita interpretarea semnalelor, nuanțele sunt obținute pe baza valorilor calculate începând cu ianuarie 2018.

⁸¹ Indicatorul (disponibil la: <https://smartbill.ro/barometru>) măsoară evoluția cifrei de afaceri a IMM din România, reunind un eșantion de peste 20 de mii de firme, în general de mici dimensiuni.

Pe piața muncii, numărul contractelor suspendate pe motive asociate stării de urgență a oferit semnale accentuate de încetinire a economiei odată cu suspendarea temporară a activității unor companii din industria auto, industria metalurgică și cea a echipamentelor. Evoluția în deteriorare a ratei șomajului a fost limitată pe fondul măsurilor de retenție a forței de muncă implementate de autorități, în principal prin plata indemnizațiilor de șomaj temporar. În ceea ce privește numărul contractelor de muncă active, reducerea acestora a avut loc începând cu decretarea stării de urgență, evidențiindu-se momentul relaxării restricțiilor din luna mai și întreruperea plăților de către guvern a indemnizației de șomaj tehnic, odată cu încetarea stării de urgență (cu excepția categoriilor de lucrători care activează în domenii afectate și ulterior de menținerea restricțiilor administrative), în contextul în care reluarea activității s-a realizat doar parțial.

Percepția riscului (e.g. indicele de volatilitate VIX) și gradul de încredere a agenților economici (indicatorul ESI și indicele Sentix) au suferit, de asemenea, deteriorări la debutul pandemiei, sugerând natura globală a impactului acesteia. Căutările *online* pentru cuvinte-cheie, precum șomaj, criză sau restricții, s-au intensificat odată cu instaurarea stării de urgență. La scurt timp de la înregistrarea primelor cazuri de infecție cu coronavirus în România, restricțiile au afectat mobilitatea (fapt surprins de indicele de mobilitate raportat de Google și de tranzitul de persoane la frontieră), fiind implicit afectat și turismul (primele scăderi semnificative privind numărul de înnoptări în structuri de primire turistică). Aversiunea la risc a investitorilor este reflectată și de evoluția unor indicatori financiari precum *Option Adjusted Spread* și indicele bursier BET. În plus, la debutul pandemiei s-a observat și o creștere a costurilor aferente împrumuturilor pe termen lung (majorarea randamentelor titlurilor de stat cu maturitate de 10 ani în acea perioadă a fost de aproximativ 2 puncte procentuale, însă ulterior a cunoscut o corecție semnificativă). De la jumătatea lunii mai, se observă o îmbunătățire generalizată a evoluției indicatorilor disponibili.

Rata dobânzii ROBOR (3 luni) înglobează, pe parcursul lunilor aprilie-iulie, impactul favorabil al deciziilor recente ale Consiliului de administrație al BNR privind reducerile succesive ale ratei dobânzii de politică monetară și îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară. Stocul creditelor acordate sectorului privat a manifestat, începând cu luna martie, dar mai ales în lunile succesive, decelerări importante ale ritmului anual odată cu adoptarea unui comportament mai prudent în rândul agenților privați, atât instituții financiare, cât și potențiali debitori (tendință ce a fost compensată doar parțial de implementarea unor programe guvernamentale ce au vizat continuarea furnizării de lichiditate companiilor private, în condiții avantajoase de cost și, respectiv, garanții).

În contextul actual caracterizat de un grad ridicat de incertitudine privind magnitudinea impactului crizei pandemice asupra economiei și gradualitatea normalizării activității economice (aflată în strânsă legătură cu setul de măsuri întreprinse de autorități), este necesară continuarea monitorizării acestui set de indicatori și, în funcție de disponibilitatea datelor, chiar adăugarea altora noi, în raport cu relevanța acestora pentru caracterizarea evoluțiilor economice de la nivel sectorial.

De subliniat este persistența unor incertitudini ample cu privire la gradualitatea normalizării activității economice, amplificată de resurgența în perioadele recente a numărului de cazuri de îmbolnăvire cu virusul SarsCov-2, implicit prelungirea cu încă o lună a perioadei stării de alertă⁸². Cu toate acestea, revenirea în teritoriul pozitiv a dinamicii trimestriale a PIB în trimestrul III este susținută de relaxarea celor mai severe măsuri de distanțare socială ce au acționat până la jumătatea lunii mai. Acest reviriment, determinat inclusiv de efectul de bază asociat contracțiilor din trimestrul II, nu va implica însă decât o recuperare parțială a căderii fără precedent a economiei.

Evoluția anticipată a economiei în prima jumătate a anului curent este proiectată a imprima o valoare negativă de amploare pe ansamblul întregului an. Gradul ridicat de incertitudine⁸³ aferent proiecției este alimentat în special de multitudinea posibilităților privind evoluția situației epidemice, ce ar condiționa măsurile administrative adoptate de autorități. În plus, activitatea economică este strâns legată de factori precum: (i) configurațiile viitoare ale conduitei politicii fiscale și ale celei de venituri și, respectiv, ale celei monetare ori (ii) gradualitatea redresării economiei zonei euro și a celei globale. În structură, pentru anul curent, dinamica medie anuală a PIB este proiectată să reflecte contribuția negativă a consumului și a FBCF, la care se adaugă aportul negativ al exporturilor nete, pe fondul comprimării mai accentuate a exporturilor de bunuri și servicii relativ la cea a importurilor. În 2021, redresarea graduală a PIB este anticipată a fi imprimată de ambele componente ale cererii interne, cu un plus anticipat de avânt din partea consumului populației, în timp ce exporturile nete sunt prognozate a-și menține contribuția negativă, însă aceasta va cunoaște o atenuare.

Traectoria PIB potențial reflectă o corecție importantă a tracțiunii din partea factorilor de producție. Astfel, pentru anul curent, este evaluată o restrângere a PIB potențial. Ulterior, revenirea acestuia este moderată, reflectând profilul general al activității economice și, mai ales, evoluția determinantilor analitici (forță de muncă, capital, productivitate). Factorul muncă este evaluat să imprime un aport negativ, pe fondul majorării anticipate a ratei șomajului, coroborată unei diminuări a numărului mediu de ore lucrate pe angajat, date fiind schemele flexibile de lucru implementate în contextul pandemiei. Stocul de capital disponibil este proiectat să resimtă scăderea investițiilor din anul curent. Contribuția acestuia la potențialul de creștere a economiei depinde în special de ameliorarea climatului investițional la nivelul sectorului corporativ (evaluat în prezent ca fiind semnificativ deteriorat – Sondaj AmCham România, evoluție observată, de altfel, la nivel mondial). În strânsă legătură cu ajustarea subită a resurselor investiționale (cu precădere a celor de natură tehnologică) este și aportul trendului TFP. Aceasta reflectă inclusiv anumite disfuncționalități ale capacităților de producție ca urmare a măsurilor de prevenire a infectărilor (unele excepții fiind consemnate de sectorul construcții și, respectiv, IT). Pe termen mediu și lung, trendul TFP va continua să resimtă deficiențe structurale⁸⁴ precum cele asociate calității și dimensiunii infrastructurii, cadrului de reglementare,

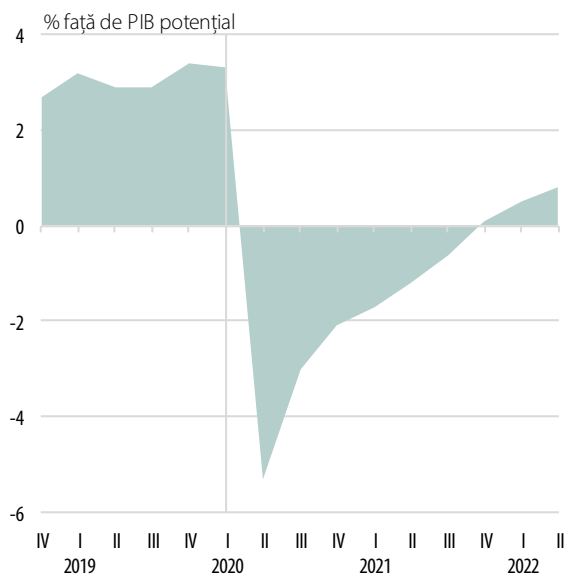
⁸² Începând cu data de 17 iulie 2020.

⁸³ De menționat este și faptul că, în mod similar rundelor precedente, precizia proiecției macroeconomice este influențată de volatilitatea ridicată și magnitudinea revizuirilor succesive ale seriilor de date istorice.

⁸⁴ Evidențe sunt aduse de clasamentul *Ease of Doing Business* al Băncii Mondiale, *Raportul Global Competitiveness Index* al World Economic Forum sau de analiza „European Innovation Scoreboard” a Comisiei Europene.

gradului de digitalizare a economiei, ofertei de forță de muncă calificate ori atragerilor de fonduri UE pentru investiții⁸⁵.

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

Pe parcursul anului curent, dată fiind natura în continuare presupus temporară a șocului pandemic, contracția activității economice este de așteptat să se reflecte cu precădere într-o scădere a componentei ciclice (deviația PIB) și într-o mai mică măsură a celei a dinamicii PIB potențial⁸⁶. Pornind de la valoarea minimă a *gap*-ului PIB (Grafic 4.8), estimată pentru trimestrul II la -5,3 la sută (în comprimare cu 8,6 puncte procentuale față de trimestrul anterior), economia este de așteptat a funcționa până la finalul anului 2021 cu un deficit de cerere. *Gap*-ul este însă presupus a cunoaște o atenuare treptată, devenind ușor pozitiv la orizontul prognozei (trimestrul II 2022)⁸⁷. Față de cea proiectată în runda anterioară, traiectoria *gap*-ului PIB a fost revizuită ușor în sus, în special în a doua jumătate a intervalului de prognoză, beneficiind de reevaluările impulsului fiscal și ale impactului deviației cererii externe efective, precum și de anticiparea unor efecte pozitive asociate

activității de creditare a companiilor (de exemplu, prin intermediul programului „IMM Invest România”).

Ajustarea majoră a deviației PIB din trimestrul II al anului curent reflectă magnitudinea ridicată a șocului nefavorabil de cerere, pe fondul deteriorării încrederii consumatorilor (inclusiv în contextul perspectivelor privind o creștere a ratei șomajului). Totodată, accentuarea masivă de pe parcursul trimestrului II a *gap*-ului negativ al PIB al partenerilor comerciali externi contribuie la intrarea în teritoriul negativ a *gap*-ului PIB intern. În manieră contraciclică, acționează conduita politicii monetare și a celei fiscale, pe fondul amplelor măsuri adoptate recent de autorități. Efectele favorabile induse de măsurile⁸⁸ de politică fiscală și de cele privind veniturile sunt proiectate a se resimți cu precădere pe parcursul anului curent, în timp ce caracterul stimulatив al condițiilor monetare reale în sens larg este de așteptat a persista pe întregul interval de prognoză.

⁸⁵ Un sprijin la atragerea de fonduri europene ar putea fi materializat prin accesarea resurselor mobilizate de către Comisia Europeană pentru redresarea economică la nivel comunitar. Detalii pot fi regăsite prin consultarea Capitolului 2, Secțiunea 1. Cererea și oferta, și prin accesarea link-ului mfe.gov.ro/covid-19/.

⁸⁶ Într-un scenariu ce ar presupune fie prelungirea măsurilor de distanțare socială, fie amplificarea în viitor a pandemiei, efectele asupra dinamicii PIB potențial s-ar putea dovedi a fi mai persistente, implicând o redresare mai lentă a activității economice.

⁸⁷ Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este imprimată de cele negative ale consumului individual efectiv al gospodăriilor populației și, respectiv, ale FBCF. Deviațiile celorlalte componente sunt, de asemenea, evaluate a fi negative, în atenuare continuă, pe cvasitotalitatea intervalului de prognoză.

⁸⁸ Pentru a atenua efectele nocive asupra economiei, autoritățile naționale au adoptat o serie de măsuri fiscale precum plata indemnizațiilor de șomaj temporar, subvenționarea costurilor salariale aferente reincadrării în muncă a șomerilor tehnici, amânarea plății impozitelor și a taxelor, plata zilelor libere acordate părinților pe durata închiderii unităților de învățământ.

Componentele cererii agregate

Dinamica anuală a consumului final va înregistra pe termen scurt valori negative, survenite mai ales pe seama contribuției celui individual efectiv al gospodăriilor populației, în corelație cu evoluția venitului disponibil, anticipată a se comprima considerabil pe termen scurt și mediu. Traectoria acestuia din urmă este concordantă cu evoluția pieței muncii, care, pe fondul scăderii cererii din partea companiilor, va implica reduceri ale veniturilor și pierderi ale locurilor de muncă, de așteptat a se manifesta pe tot parcursul anului curent. De asemenea, gospodăriile populației sunt așteptate a-și diminua sau amâna consumul de bunuri (durabile) și servicii vizate de măsurile de distanțare socială, fenomene combinate cu o creștere a economisirii, specifică perioadelor de criză⁸⁹. Mai mult, scăderea creditării, în special pe segmentul creditelor de consum, este de natură a afecta dinamica în perspectivă a consumului. Pe de altă parte, cheltuielile cu bunuri și servicii publice necesare depășirii crizei pandemice sunt așteptate a oferi un impuls consumului final, evoluția componentei de consum al gospodăriilor fiind totuși dominantă. Pe termen mediu, este prognozată o revenire lentă a consumului final, sub ipoteza unei refaceri graduale a încrederii consumatorilor și a resorbirii treptate a șocurilor cu impact negativ asupra venitului disponibil⁹⁰, inclusiv printr-o redresare a condițiilor de pe piața muncii, prevăzută a avea loc cu o anumită întârziere față de revenirea dinamicii PIB.

Formarea brută de capital fix este proiectată a înregistra o scădere importantă pe seama majorării semnificative a incertitudinii și a reducerii volumului de activitate a firmelor, corelată cu creșterea bruscă a costurilor unitare cu forța de muncă. Un efect negativ suplimentar este așteptat să vină din partea investițiilor străine directe, prefigurate a se contracta, mai ales pe parcursul anului curent, față de perioada pre-pandemică, în linie cu deteriorarea coordonatelor climatului investițional la nivel mondial. Un rol compensator, anticipat a se materializa pe termen mediu, ar putea veni din partea investițiilor publice, finanțate prin intermediul fondurilor europene⁹¹. Investițiile publice din surse domestice ar putea fi la rândul lor afectate de spațiul fiscal limitat atât de conduita bugetară din perioada pre-pandemică, cât și de majorarea cheltuielilor de sprijin al economiei pe termen scurt. Schemele de investiții adresate sectorului real prin intermediul creditelor facilitate și garantate de către autorități sunt, pe de altă parte, așteptate a avea un rol benefic în următorii ani⁹².

Măsurile de protecție adoptate în manieră sincronizată de majoritatea economiilor sub impulsul efectelor crizei pandemice au perturbat funcționarea rețelelor internaționale de distribuție, cu impact de comprimare drastică a comerțului

⁸⁹ Aspecte subliniate inclusiv de sondajele de încredere derulate de Comisia Europeană, care indică un pesimism mai ridicat decât în perioada pre-pandemie față de perspectiva efectuării unor achiziții importante (atât în prezent, cât și pe parcursul următorului an), mai ales în cazul persoanelor în vârstă sau al celor cu venituri mai reduse. Totodată, sondajele indică o probabilitate sporită de economisire (atât în prezent, cât și pe parcursul următorului an), mai ales în cazul persoanelor cu venituri reduse și, respectiv, în cel al tinerilor.

⁹⁰ Traectoria pe termen mediu a componentei de transferuri sociale a venitului disponibil este marcată de numeroase incertitudini, în special legate de majorarea pensiilor (conform calendarului aferent Legii nr. 127/2019).

⁹¹ Alocate atât prin intermediul Cadrului financiar multianual 2021-2027, cât și prin „Next Generation EU”, programul de relansare economică.

⁹² Programul „IMM Invest România” adresat finanțării investițiilor IMM este deja operațional, avându-se în vedere o suplimentare a sprijinului adresat acestor companii prin intermediul schemei IMM Leasing, cu scopul de a stimula achiziția de echipamente și utilaje.

internațional. În acest context, fluxurile de import și export au cunoscut o reducere semnificativă raportat la perioada precriză, cu impact și asupra echilibrului extern.

Exporturile de bunuri și servicii sunt proiectate a manifesta o contracție de amploare pe parcursul anului curent, fiind așteptate să își reia traiectoria ascendentă începând cu anul următor, însă în condițiile unor dinamici estompate. Evoluția anticipată a componentei are în vedere: (i) prăbușirea cererii externe efective pe parcursul anului curent, urmată de redresarea doar graduală a acesteia, (ii) reducerea productivității firmelor exportatoare și, totodată, afectarea rețelelor de distribuție, (iii) diminuarea, pe întregul interval de prognoză, a competitivității prin preț a produselor autohtone, dar și pe termen mai lung (iv) caracteristicile structurale trenante ale economiei (de exemplu recuperarea lentă a decalajelor privind infrastructura sau gradul de sofisticare în procesele de producție) care afectează procesul de integrare a unor sectoare-cheie ale economiei în lanțurile valorice globale.

Dinamica anuală a importurilor de bunuri și servicii este, de asemenea, anticipată a fi negativă pe parcursul anului curent, reflectând comprimarea atât a cererii interne, cât și a efectului de antrenare din partea exporturilor, în condițiile în care numeroase sectoare exportatoare din economie utilizează pe scară largă bunuri intermediare din import. Pe ansamblu, exportul net nominal de bunuri și servicii este estimat a exercita o nouă contribuție negativă la soldul contului curent al balanței de plăți în anul 2020, în linie cu majorarea semnificativă a deficitului bugetar.

În trimestrul I 2020, deficitul contului curent s-a restrâns ușor, până la valori în jurul a 4,5 la sută din PIB nominal (valori cumulate pe patru trimestre), față de 4,6 la sută în anul 2019, reflectând o deteriorare a deficitului balanței bunurilor și serviciilor, compensată de ameliorarea deficitului veniturilor primare, respectiv un impact pozitiv în ușoară creștere al veniturilor secundare. În pofida prefigurării unei corecții a balanței veniturilor, cea a bunurilor și serviciilor este anticipată să-și continue deteriorarea pe parcursul anului 2020. Astfel, deficitul contului curent este previzionat în accentuare pe ansamblul anului curent, fiind preconizat să depășească valoarea de tip „reper” de 4 la sută din PIB în perspectivă multianuală, stipulată de Comisia Europeană ca indicator de performanță pentru țările membre ale Uniunii Europene⁹³. Pentru anul 2021, ponderea deficitului de cont curent în PIB este prognozată a se reduce față de 2020, pe fondul anticipării unei contribuții negative în atenuare a exportului net nominal de bunuri și servicii. Finanțarea deficitului de cont curent se prefigurează a rămâne doar parțial asigurată prin fluxuri stabile, non-generatoare de datorie externă, pe întregul interval al proiecției, gradul de finanțare din astfel de surse fiind evaluat în diminuare notabilă față de 2019, pe fondul anticipării unor investiții directe afectate semnificativ în contextul crizei actuale. O contribuție pozitivă, mai ales pe termen mediu, este așteptată din partea rambursărilor de fonduri europene, pe fondul noilor programe introduse și, respectiv, al flexibilității oferite statelor membre de Comisia Europeană.

⁹³ Indicatorul este calculat ca medie a valorilor pentru ultimii trei ani. Detalii pot fi regăsite pe *website*-ul Comisiei Europene, Secțiunea „Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard”. Pentru anul 2019 indicatorul a înregistrat o valoare de 3,9 la sută din PIB.

Condițiile monetare în sens larg

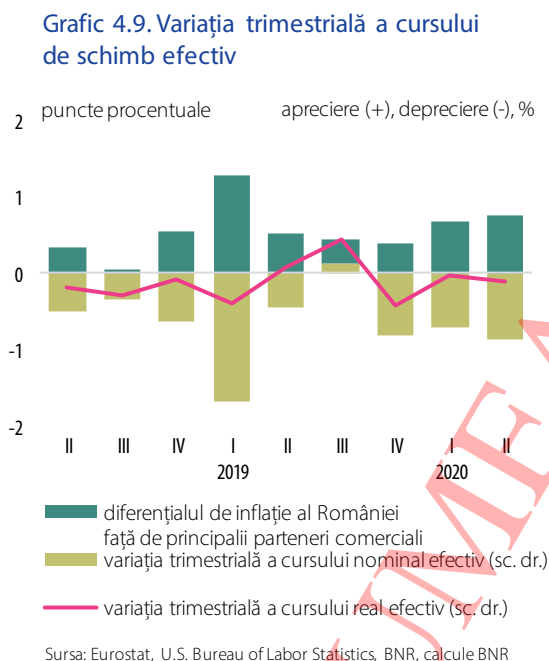
Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul cumulat asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor în lei și în valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebankari și al evoluției cursului de schimb real efectiv⁹⁴ al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete⁹⁵, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici⁹⁶.

Scenariul de bază al proiecției prevede o ușoară diminuare a efectului condițiilor monetare reale în sens larg asupra activității economice, însă totodată menținerea caracterului stimulat al acestora.

În structura condițiilor monetare reale în sens larg, ratele reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și depozitele noi la termen sunt anticipate a exercita un impact

stimulativ, în principal pe seama evoluțiilor în termeni nominali ale acestora, efect contrabalansat doar parțial de poziționarea anticipațiilor de inflație. Dinamica anticipată în termeni nominali înglobează impactul favorabil al deciziilor recente ale Consiliului de administrație al BNR privind reducerile succesive ale ratei dobânzii de politică monetară și îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară⁹⁷.

Componenta aferentă efectului cursului de schimb real efectiv (Grafic 4.9), prin intermediul canalului exporturilor nete, este estimată a exercita în continuare o contribuție ce tinde să atenueze stimulativitatea condițiilor monetare reale în sens larg, pe seama aprecierii anticipate în termeni reali a monedei naționale pe cvasitotalitatea intervalului de prognoză.



Efectul de avuție și de bilanț este estimat a exercita un impact restrictiv asupra condițiilor monetare reale în sens larg în prima jumătate a intervalului de prognoză și unul cvasineutru ulterior. Printre componentele efectului de avuție și de bilanț se remarcă poziționarea favorabilă a ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni). Pe de altă parte, însă, acționează efectul nefavorabil al creșterii anticipate a primei de risc suveran în prima parte a intervalului de prognoză. Această evoluție are loc în contextul majorării aversiunii la risc a investitorilor față de piețele emergente, fiind

⁹⁴ Cursul de schimb relevant pentru modelul de analiză și prognoză macroeconomică al BNR este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

⁹⁵ Adâncimea acestui canal pare a fi cunoscut o diminuare relativă, în condițiile afectării severe, în context pandemic, a lanțurilor de valoare adăugată de la nivel internațional, inclusiv ca urmare a măsurilor administrative impuse de majoritatea țărilor, având ca efect diminuarea fluxurilor comerciale multilaterale.

⁹⁶ Relevanța acestui canal a cunoscut o diminuare treptată în perioadele recente, dată fiind reducerea ponderii creditelor denominate în valută în totalul stocului de credite acordate sectorului privat, în condițiile creșterii superioare a fluxurilor denominate în lei față de cele în valută.

⁹⁷ Acest impact acționează, conform mecanismului de transmisie a politicii monetare, cu un decalaj temporal.

discriminate negativ îndeosebi cele caracterizate de dezechilibre macroeconomice acumulate anterior declanșării actualei crize, însă cu riscuri de amplificare a acestora în contextul pandemic. Ulterior, începând cu finele anului 2021, impactul poziționării ratei reale a dobânzii externe și cel al primei de risc tind să se compenseze reciproc. În mod suplimentar, variația deviației cursului de schimb real efectiv al leului este anticipată a avea un impact cvasineutru prin canalul avuției și bilanțului, pe parcursul întregului interval de prognoză.

Cu rol de condiționare a coordonatelor scenariului de bază al proiecției macroeconomice, conduita politicii monetare este configurată în vederea asigurării stabilității prețurilor și a celei macroeconomice, a bunei funcționări a sistemului bancar și a piețelor financiare în sprijinul populației și al companiilor românești.

4.4. Riscuri asociate proiecției

Criza de sănătate publică pe care o traversăm a surprins deja prin virulența sa, afectând semnificativ majoritatea sectoarelor economice, evoluția sa viitoare fiind dificil de anticipat. Impactul economic al acesteia atât asupra mediului intern, cât și a celui extern continuă să contureze surse apreciable de riscuri, probabil cele mai relevante fiind asociate evoluției viitoare a situației pandemice.

Evoluția din plan medical din România a cunoscut o deteriorare în perioadele recente, în disonanță relativă cu cea înregistrată în alte țări din Europa. În același timp, viteza revenirii activității economice din țară ar putea fi afectată atât direct, cât și prin efecte de contagiune, de o recrudescență generalizată a numărului de îmbolnăviri odată cu sosirea sezonului rece și posibila amplificare a pandemiei la nivel european, dar și global (Caseta 3). Creșterea numărului de infectări ar putea altera în mod persistent comportamentul de consum, cu mutarea accentului acestuia spre majorarea stocurilor bunurilor de strictă necesitate – în detrimentul altor categorii de bunuri cu o valoare adăugată mai ridicată –, și, respectiv, al unei preferințe generalizate de economisire suplimentară. Toate acestea ar urma să exercite un impact sever asupra situației financiare a unora din operatorii economici.

Caseta 3. Scenariu de sensibilitate privind evoluția crizei de sănătate publică

În contextul actual prognozele macroeconomice sunt caracterizate de un grad de incertitudine fără precedent, principala sursă fiind asociată evaluării duratei și intensității crizei de sănătate publică și, implicit, a impactului acesteia asupra evoluției economiei. În scenariul de bază a fost adoptată ipoteza menținerii sub control a situației pandemice, de natură a nu face necesară reintroducerea pe scară largă a unor noi măsuri administrative de distanțare socială în perioadele viitoare. Din perspectivă medicală, probabilități relevante sunt asociate atât unor evoluții mai favorabile raportat la cele presupuse în scenariul de bază, cât și celor care ar implica o relativă deteriorare a acestei situații și, respectiv, înregistrarea unei recrudescențe a cazurilor de îmbolnăviri. Totuși, având în vedere creșterea substanțială din perioada recentă a numărului de infectări cu virusul SarsCov-2, relativ generalizată la nivel internațional, pare a spori probabilitatea

de materializare a unui scenariu ce ar implica inflamarea situației pandemice, evoluție favorizată probabilistic și de apropierea sezonului rece (trimestrul IV 2020)⁹⁸. În acest context, caseta de față analizează sensibilitatea proiecției macroeconomice la o evoluție mai pesimistă a crizei de sănătate publică raportată la ipotezele adoptate în scenariul de bază.

Înrăutățirea situației pandemice odată cu debutul sezonului rece este de așteptat a conduce la reintroducerea unor măsuri administrative de distanțare socială relativ generalizate atât pe plan intern, cât și pe plan extern, așteptate a se întinde pe o perioadă similară celei din prima parte a anului curent, afectând cu intensitate sporită evoluția economiei de pe parcursul trimestrului IV. Declinul activității economice previzionat pentru acest trimestru, deși semnificativ (scădere trimestrială a nivelului PIB real atât pentru România, cât și pentru principalii săi parteneri comerciali din UE⁹⁹), este totuși mai redus ca intensitate comparativ cu cel înregistrat în trimestrul II 2020, dată fiind experiența acumulată de autorități în gestionarea crizei, precum și adaptarea comportamentului agenților economici. Cu toate acestea, ritmurile anuale de creștere a PIB intern sunt prognozate a se menține sub cele din scenariul de bază până la finele anului viitor, un impuls semnificativ provenind din partea evoluției nefavorabile a cererii externe adresate produselor românești, precum și a unei probabile generalizări a comportamentului reticent de consum din partea gospodăriilor populației și, respectiv, de investiții din partea companiilor.

Deteriorarea activității economice raportat la scenariul de bază este anticipată a reflecta evoluțiile de la nivelul tuturor componentelor PIB. Astfel, o creștere a incertitudinii, cu impact în sensul unui nivel mai ridicat al primei de risc și, implicit al cursului de schimb al leului, inclusiv în contextul perspectivelor nefavorabile care se conturează în ceea ce privește evoluția deficitelor gemene, este de așteptat să afecteze dinamica investițională din economie (și, în aceste condiții, traiectoria PIB potențial), dar și pe cea a consumului privat. Acesta din urmă va resimți evoluțiile de pe piața muncii, cu efect de comprimare a venitului disponibil, respectiv majorări de mai mare amploare ale ratei șomajului, în paralel cu o reducere a numărului de locuri de muncă vacante. O deteriorare suplimentară raportat la scenariul de bază este anticipată și pentru componenta de export net, reintroducerea de restricții generalizate la nivel european fiind previzionată a conduce la noi perturbări ale rețelelor transfrontaliere de valoare adăugată, vulnerabilizând o dată în plus osatura de producție de la nivel mondial. În aceste condiții, în anul curent pierderile de venit la nivel agregat sunt anticipate a le depăși pe cele înregistrate la apogeul crizei economice din 2008-2009, în timp ce revenirea activității economice așteptată pentru anul viitor este proiectată a fi una mult mai lentă comparativ cu scenariul de bază, plasată sub media creșterilor medii anuale înregistrate începând cu anul 2010. De asemenea, date fiind efectele ample

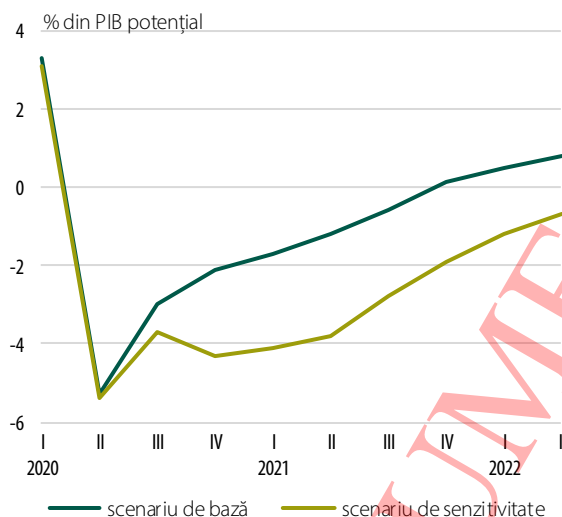
⁹⁸ Un astfel de scenariu a fost analizat și de alte instituții internaționale și bănci centrale – a se vedea, de exemplu, *Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților Eurosistemului*, iunie 2020, sau edițiile din mai și iunie ale *Raportului asupra inflației* publicate de Banca Națională a Cehiei, respectiv Ungariei.

⁹⁹ Ipotezele privind creșterea economică a partenerilor comerciali ai României din UE au fost fundamentate pe baza scenariului care vizează amplificarea pandemiei descris în *OECD Economic Outlook* (iunie 2020) și implică o dinamică a PIB UE efectiv mai redusă cu 2,7 puncte procentuale în 2020 și cu 2 puncte procentuale în 2021 față de scenariul de bază.

și persistente asupra activității economice ale amplificării pandemiei, capacitatea productivă a României ar urma să fie afectată mai semnificativ comparativ cu scenariul de bază, evoluție reflectată într-o dinamică sensibil inferioară a PIB potențial pe termen mediu.

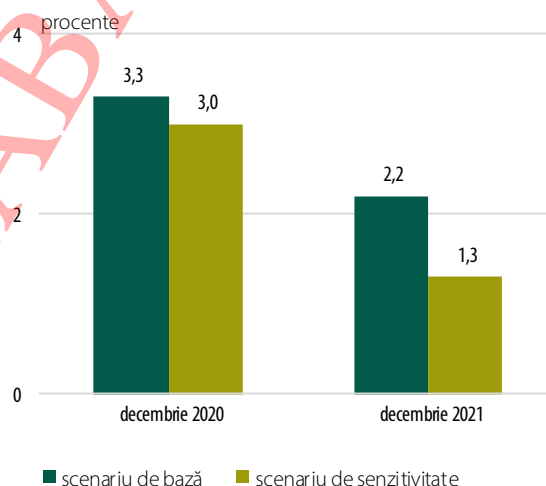
Pe termen scurt, rata inflației este presupusă a persista la niveluri relativ ridicate, în contextul unor evoluții de natura celor care au caracterizat debutul epidemiei (cerere crescută de alimente, costuri suplimentare asociate măsurilor medicale adoptate și diminuare a productivității în condițiile implementării de către agenții economici a unor măsuri de prevenire a infectărilor), și a răspunde relativ puțin la deteriorarea suplimentară a activității economice. Ulterior însă, impactul dezinflaționist al cererii agregate (Grafic A) este de așteptat a fi reflectat mai substanțial și relativ persistent la nivelul inflației de bază (Grafic B). Astfel, rata anuală a inflației IPC la finele anului 2021 este previzionată a se situa sub valoarea proiectată în scenariul de bază, cu aproximativ 0,6 puncte procentuale.

Grafic A. Deviația PIB în scenariul de sensibilitate comparativ cu scenariul de bază



Sursa: calcule și evaluări BNR

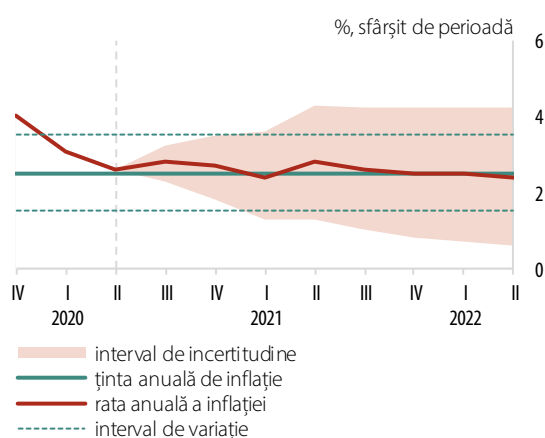
Grafic B. Rata anuală a inflației de bază în scenariul de sensibilitate comparativ cu scenariul de bază



Sursa: calcule și evaluări BNR

De menționat că această simulare a fost realizată în ipoteza *no policy change*, respectiv nu au fost considerate măsuri de susținere a economiei care să fie adoptate de autorități (Guvernul României, Banca Națională a României, Banca Centrală Europeană) suplimentar celor incluse în scenariul de bază, în vederea izolării efectelor economice asociate exclusiv manifestării crizei pandemice. Diminuarea volumului activității economice ar urma însă să implice cel mai probabil o nouă majorare a deficitului bugetar, care s-ar suprapune unei deteriorări suplimentare a deficitului de cont curent comparativ cu scenariul de bază. În acest context ilustrativ, escaladarea dezechilibrelor macroeconomice ar fi de natură să sporească riscul apariției unor sincope în procesul finanțării în manieră ordonată a deficitelor, putând conduce la o amplificare a efectelor economice negative descrise în această casetă.

Grafic 4.10. Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază



Notă: Intervalul de incertitudine este calculat pe baza erorilor de prognoză ale ratei anuale a inflației IPC din proiecțiile BNR din perioada 2005-2019. Magnitudinea erorilor de prognoză este pozitiv corelată cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată, cu precădere pe termen mediu, în sensul unor abateri în sus de la valorile proiectate în scenariul de bază (Grafic 4.10). În actuala conjunctură, incertitudini ridicate provin din partea politicii fiscale și a celei de venituri, inclusiv în contextul legiferării unor noi măsuri de susținere a economiei sau al reconfigurării celor deja în vigoare. Totodată, alte surse de riscuri derivă din posibile ajustări ale cererii forței de muncă. Factorii de risc asociați mediului extern exercită mai degrabă un impact net dezinflaționist.

Similar rundelor precedente, politica fiscală și cea de venituri își mențin relevanța ca sursă de incertitudini. Anul 2020 este marcat de presiunea acordării unor facilități fiscale și de efectuarea unor cheltuieli cu caracter excepțional în vederea gestionării crizei pandemice. În eventualitatea prelungirii acesteia ar

putea fi reclamat un volum mai amplu de cheltuieli, cu consecințe în planul ordinului de mărime al deficitului bugetar. În același timp, configurația viitoare a transferurilor sociale permanente este ambiguă, în condițiile existenței mai multor scenarii de lucru, neînsoțite însă de transpuneri legislative adecvate, care să genereze o mai bună predictibilitate în privința volumului viitor de cheltuieli bugetare¹⁰⁰. Toate acestea ar putea conduce la o deteriorare amplă a soldului bugetar, implicând necesitatea unei consolidări bugetare în perspectivă apropiată. Debutul acesteia, precum și gradualitatea și magnitudinea măsurilor care vor fi adoptate sunt necunoscute, însă trebuie circumscrise și calendarului de ajustări impuse de etapele derulării procedurii de deficit excesiv în cazul României. În absența unei corecții semnificative a deficitului bugetar care să debuteze cât mai rapid, se conturează posibilitatea unei deteriorări a percepției investitorilor, cu consecințe asupra primei de risc suveran și totodată cu potențial impact advers asupra continuării finanțării în manieră ordonată a deficitelor gemene.

Evoluțiile de pe piața muncii rămân relevante, deși tensionarea acesteia a încetat să mai reprezinte o problemă acută, pe fondul creșterii ratei șomajului în tandem cu scăderea numărului locurilor de muncă vacante. În actuala conjunctură, în pofida sprijinului acordat de autorități (cu potențial de a fi extins cu noi prevederi în perioadele următoare), dificultățile induse de gestionarea crizei de sănătate publică ar putea conduce la o restructurare a costurilor de producție ale companiilor, prin renunțarea la factori de producție a căror remunerare a tins să crească continuu pe parcursul ultimilor ani în favoarea altora mai ieftini și, eventual, mai eficienți. De exemplu, calea unor re tehnologizări operate de companii ar putea implica reduceri ale câștigurilor salariale și ale altor beneficii acordate salariaților. În același timp, o altă sursă de incertitudine se referă la potențiale ajustări ale cererii forței de

¹⁰⁰ Conform Legii nr. 127/2019 privind sistemul public de pensii, punctul de pensie ar trebui să se majoreze cu 40 la sută în septembrie 2020. Conform unor declarații publice ale factorilor decizionali, este posibilă reconfigurarea acestei creșteri având în vedere resursele financiare limitate (în spațiul public au fost vehiculate majorări de 10 la sută și 15 la sută).

muncă survenite pe fundalul unor posibile reintroduceri, chiar și în manieră localizată, a unor măsuri de distanțare socială. În aceste circumstanțe, comprimarea venitului disponibil și implicit a cererii agregate ar fi de natură să accentueze presiunile dezinflaționiste.

Din perspectiva factorilor cu impact direct asupra traiectoriei ratei anuale a inflației se remarcă incertitudinile asociate dinamicii viitoare a prețurilor administrate, pe fondul desfășurării procesului de liberalizare a pieței energiei electrice. Deși complet liberalizată începând cu 1 iulie 2020, piața gazelor naturale și evoluția viitoare a cotațiilor acestei componente energetice continuă să reprezinte surse de risc, nefiind exclusă manifestarea de presiuni dezinflaționiste mai ample, în condițiile furnizării gazelor în regim concurențial.

În cazul celorlalte componente ale coșului IPC, nu este exclusă prevalența pe o perioadă mai lungă de timp a șocurilor adverse de natura ofertei, mai ales în ipoteza unei prelungiri sau accentuări a crizei de sănătate publică. Disiparea mai lentă a acestora ar conduce la presiuni inflaționiste suplimentare, cu impact imediat la nivelul bunurilor și serviciilor de strictă necesitate, iar pe termen mediu, pe măsura soluționării crizei de sănătate, posibil a se manifesta în majoritatea sectoarelor afectate de închiderea sau restrângerea activității. Acestora li s-ar putea adăuga și presiuni inflaționiste asociate unor recolte mai slabe la anumite culturi agricole, cum ar fi cele de grâu. În plus, o sursă de risc relevantă care s-a reintensificat este reprezentată de răspândirea și generalizarea focarelor de pestă porcină africană, cu posibil impact nefavorabil asupra prețului cărnii de porc.

Pe plan extern, în ipoteza reintensificării crizei de sănătate publică spre finele anului curent, odată cu sosirea sezonului rece, efectele asupra industriei prelucrătoare și asupra capacității globale de producție devin incerte. O astfel de evoluție ar putea accelera procesul de reconfigurare a lanțurilor globale de valoare adăugată, pe fondul accentuării sincopei de la nivelul acestora. În același timp, gravitează incertitudini ridicate asupra comerțului internațional în eventualitatea continuării adoptării de măsuri protecționiste, inclusiv pe fondul unei potențiale escaladări a tensiunilor comerciale (cu precădere cele între SUA și China, extinse recent și în domeniul tehnologic). Pe fondul turbulențelor generate de criza pandemică, atât decuplarea evoluțiilor de pe piețele de capital de cele din economia reală, sub incidența prevalenței factorilor de natură emoțională în detrimentul celor asociați fundamentelor economice, precum și volatilitatea piețelor financiare internaționale constituie factori de risc relevanți. Materializarea unora dintre aceste evoluții ar conduce la efecte de contagiune asupra economiei României, îndeosebi prin intermediul canalului cererii externe.

Având în vedere tabloul economic în degradare accelerată, precum și perspectivele precare, incertitudini ridicate sunt asociate vitezei și sustenabilității revenirii economice. Totuși, în sensul unui profil susținut al acesteia ar putea acționa pachetele de sprijin financiar oferite de autoritățile naționale și internaționale, în perioadele recente fiind configurate numeroase facilități de stimulare a economiilor din UE. Accesarea acestor resurse ar putea aduce modificări relevante configurației mediului

extern, dar și celui intern, prin adresarea unora dintre problemele structurale persistente ale economiei românești.

Incertitudinile asociate dinamicii viitoare a prețurilor produselor energetice, îndeosebi a cotațiilor petrolului Brent, rămân de asemenea relevante. Factorii de natura ofertei se referă la acordul OPEC+ privind reducerea producției. Asupra stabilității acestuia planează riscuri, în contextul în care țările participante la acest acord deja semnalează dorința reconfigurării coordonatelor acordului pe fondul anticipării unei reveniri mai alerte a cererii pentru această materie primă decât se presupunea anterior. Pe latura cererii, presiuni dezinflaționiste ar putea proveni din decelerarea suplimentară a activității economice globale sub incidența recrudescenței crizei pandemice.

Abrevieri

| | |
|----------|--|
| ANOFM | Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă |
| BCE | Banca Centrală Europeană |
| BIM | Biroul Internațional al Muncii |
| BM | Banca Mondială |
| CE | Comisia Europeană |
| DG ECFIN | Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare |
| Eurostat | Oficiul de Statistică al Uniunii Europene |
| FAO | Organizația Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură |
| FBCF | formarea brută de capital fix |
| FMI | Fondul Monetar Internațional |
| IAPC | indicele armonizat al prețurilor de consum |
| INS | Institutul Național de Statistică |
| IPC | indicele prețurilor de consum |
| IRCC | indicele de referință pentru creditele consumatorilor |
| IVU | indicele valorii unitare |
| LFO | legume, fructe, ouă |
| MFP | Ministerul Finanțelor Publice |
| OCDE | Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică |
| ON | <i>overnight</i> |
| OPEC | Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol |
| PIB | produsul intern brut |
| RMO | rezerve minime obligatorii |
| ROBOR | rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci |
| TFP | productivitatea totală a factorilor de producție |
| TVA | taxa pe valoarea adăugată |
| UE | Uniunea Europeană |
| VAB | valoarea adăugată brută |
| 3M | 3 luni |
| 12M | 12 luni |
| 3Y | 3 ani |
| 5Y | 5 ani |
| 10Y | 10 ani |

Lista tabelelor din text

| | | |
|-----------------|--|----|
| Tabel 3.1 | Principalele poziții din contul financiar | 45 |
| Tabel 3.2 | Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale | 47 |
| Tabel 4.1 | Evoluția așteptată a variabilelor externe | 51 |
| Tabel 4.2 | Rata anuală a inflației în scenariul de bază | 52 |
| Tabel 4.3 | Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază | 53 |
| Tabel 4.4 | Contribuția componentelor la rata anuală a inflației | 53 |
| Caseta 2 | | |
| Tabel A | Sursele și transformările aplicate indicatorilor | 58 |

Lista graficelor din text

| | | |
|-----------------|--|----|
| | Prognoza ratei inflației | 9 |
| Grafic 1.1 | Evoluția inflației | 13 |
| Grafic 1.2 | Cotația țițeiului și prețul carburanților | 14 |
| Grafic 1.3 | Componentele inflației de bază CORE2 ajustat | 15 |
| Grafic 1.4 | Evoluția prețurilor internaționale ale principalelor materii prime agroalimentare | 15 |
| Grafic 1.5 | Anticipații privind evoluția prețurilor | 16 |
| Grafic 1.6 | IAPC mediu anual | 16 |
| Grafic 2.1 | Contribuții la creșterea economică | 18 |
| Grafic 2.2 | Sectoare economice | 19 |
| Grafic 2.3 | Activitatea comercială | 19 |
| Grafic 2.4 | Veniturile, economisirea și consumul populației | 20 |
| Grafic 2.5 | Investiții | 21 |
| Grafic 2.6 | Semnale privind perspectiva investițiilor | 21 |
| Grafic 2.7 | Exporturi | 23 |
| Grafic 2.8 | Contul curent (5 luni 2020) | 24 |
| Grafic 2.9 | Gradul de utilizare a capacităților de producție | 24 |
| Grafic 2.10 | Dependența de importuri a sectorului alimentar | 25 |
| Grafic 2.11 | Câștigul salarial nominal brut | 26 |
| Grafic 2.12 | Efectivul salariaților din economie | 27 |
| Grafic 2.13 | Șomajul și locurile de muncă vacante | 27 |
| Caseta 1 | | |
| Grafic A | Caracteristici ale schemelor de muncă cu program redus în Europa în perioada crizei COVID-19 | 30 |
| Grafic B | Evoluția PIB și a ratei șomajului în UE-27 | 31 |
| Grafic C | Rata șomajului: UE vs. SUA | 31 |
| Grafic D | Evoluția venitului populației în România | 32 |

| | | |
|-----------------|---|----|
| Grafic 2.14 | Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime | 34 |
| Grafic 2.15 | Prețurile producției industriale pentru piața internă | 35 |
| Grafic 2.16 | Prețurile producției agricole | 36 |
| Grafic 2.17 | Costurile unitare cu forța de muncă | 36 |
| Grafic 3.1 | Ratele dobânzilor BNR | 38 |
| Grafic 3.2 | Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR | 42 |
| Grafic 3.3 | Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat | 43 |
| Grafic 3.4 | Ratele dobânzilor în sistemul bancar | 44 |
| Grafic 3.5 | Cursul de schimb nominal | 45 |
| Grafic 3.6 | Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune | 46 |
| Grafic 3.7 | Principalele componente ale masei monetare | 47 |
| Grafic 3.8 | Creditul acordat sectorului privat pe monede | 49 |
| Grafic 3.9 | Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale | 49 |
| Grafic 4.1 | Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent | 51 |
| Grafic 4.2 | Prognoza ratei inflației | 52 |
| Grafic 4.3 | Inflația anuală CORE2 ajustat | 53 |
| Grafic 4.4 | Inflația anuală a prețurilor LFO | 54 |
| Grafic 4.5 | Inflația anuală a prețurilor administrate | 54 |
| Grafic 4.6 | Inflația anuală a prețurilor combustibililor | 55 |
| Grafic 4.7 | Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică | 56 |
| Caseta 2 | | |
| Grafic A | Semnale transmise de indicatorii cu frecvență ridicată | 57 |
| Grafic B | Indicele de severitate a restricțiilor | 59 |
| Grafic 4.8 | Deviația PIB | 62 |
| Grafic 4.9 | Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv | 65 |
| Caseta 3 | | |
| Grafic A | Deviația PIB în scenariul de sensibilitate comparativ cu scenariul de bază | 68 |
| Grafic B | Rata anuală a inflației de bază în scenariul de sensibilitate comparativ cu scenariul de bază | 68 |
| Grafic 4.10 | Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază | 69 |

WWW.LUMEABAMILIORI.RO