

BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației noiembrie 2021

Anul XVII, nr. 66

Raport asupra inflației

Noiembrie 2021

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 9 noiembrie 2021, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 5 noiembrie 2021.

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

Cuprins

Sinteză	7
1. Evoluția inflației	14
Casetă. Creșterea prețurilor energiei: impact asupra ratei inflației și a activității economice	16
2. Evoluții ale activității economice	26
1. Cererea și oferta	26
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	35
2.1. Prețurile de import	35
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	36
3. Politica monetară și evoluții financiare	40
1. Politica monetară	40
2. Piețe financiare și evoluții monetare	45
2.1. Ratele dobânzilor	45
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	48
2.3. Moneda și creditul	50
4. Perspectivele inflației	54
Scenariul de bază	54
4.1. Ipoteze externe	54
4.2. Perspectivele inflației	56
4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	60
4.4. Riscuri asociate proiecției	67
Abrevieri	70
Lista tabelor din text	71
Lista graficelor din text	71

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC a accelerat semnificativ în trimestrul III 2021, până la 6,29 la sută în septembrie, ecartul față de limita superioară a intervalului de variație asociat țintei staționare majorându-se în fiecare lună a trimestrului. În septembrie, rata anuală a inflației a avansat cu 2,35 puncte procentuale față de valoarea din iunie, consemnând totodată un nivel situat cu 1 punct procentual peste cel proiectat în *Raportul* din luna august. Sursa primară a creșterii a rămas, similar primelor două trimestre ale anului, ascensiunea notabilă a cotațiilor bunurilor energetice, în condițiile în care la sfârșitul lunii septembrie prețul *en gros* pentru energia electrică și gazele naturale a ajuns la valori de până la două-trei ori mai mari față de cele practicate la finalul anului anterior. În același interval, a fost vizibil și un avans consistent al ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, de la 2,9 la sută în iunie la 3,6 la sută în septembrie. Rata medie anuală a inflației IPC și-a continuat traiectoria ascendentă pe parcursul trimestrului III, atingând 3,6 la sută în luna septembrie. Rata medie anuală a inflației calculată pe baza indicelui armonizat (IAPC) a crescut cu 0,5 puncte procentuale față de luna iunie, până la 2,9 la sută în septembrie. Întrucât în plan comunitar majorarea prețurilor a avut o amplitudine mai mare, România și-a redus marginal decalajul față de media europeană.

Inflația de bază CORE2 ajustat a resimțit în intervalul analizat presiuni relativ ample provenite din șocuri manifestate pe partea ofertei. Astfel, influențe semnificative pe partea costurilor de producție au fost induse de creșterea amplă a prețurilor în industria energetică, precum și de majorarea cotațiilor altor materii prime și materiale, inclusiv ca urmare a sincopelor înregistrate în funcționarea lanțurilor de aprovizionare. În același timp, evoluția favorabilă a cererii, susținută inclusiv de relaxarea restricțiilor de mobilitate, în primele două luni ale trimestrului III, și de refacerea rapidă a încrederii consumatorilor, a fost de natură să amplifice transmisia majorărilor de costuri în prețurile finale. Un alt factor determinant al transmisiei mai alerte a costurilor de producție în prețurile finale a fost deteriorarea considerabilă, în trimestrul III, a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt ale operatorilor economici, acestea urcând până la valori apropiate de maximele istorice ale seriilor disponibile.

În schimb, costurile cu forța de muncă nu au constituit în trimestrul II 2021 o sursă de presiune inflaționistă; dinamica anuală a indicatorului pe total economie a înregistrat o valoare puternic negativă, evoluția reflectând însă impactul schimbărilor metodologice în definiția populației ocupate¹, precum și un efect de bază semnificativ asociat primului val pandemic (manifestat în primăvara anului trecut). Ulterior eliminării

¹ În cazul României, cea mai importantă modificare este evaluată a fi excluderea din rândul populației ocupate a persoanelor care produc exclusiv sau majoritar pentru autoconsum.

sectorului agricol și ajustării seriei cu măsurile guvernamentale de sprijin a pieței muncii, variația anuală a ULC a consemnat în trimestrul II 2021 o decelerare, până la 1,8 la sută (față de 3,1 la sută în perioada precedentă). Chiar dacă în intervalul iulie-august au existat creșteri anuale semnificative ale ULC în unele ramuri industriale, acestea au fost asociate în primul rând constrângerilor impuse producției de perturbările intervenite în funcționarea lanțurilor de aprovizionare (cele mai afectate fiind ramurile producătoare de bunuri intermediare și industria auto), astfel încât, în cele mai multe cazuri, nu reflectă pierderi de competitivitate sau presiuni inflaționiste pe filiera salariilor.

Politica monetară în perioada parcursă de la data *Raportului precedent*

În ședința din 6 august 2021, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,25 la sută pe an, precum și a ratelor dobânzii la facilitățile de depozit și de credit, la 0,75 la sută și, respectiv, 1,75 la sută pe an. Rata anuală a inflației IPC a continuat să crească deasupra limitei superioare a intervalului țintei în luna iunie, implicit peste nivelul prognozat, până la 3,94 la sută, de la 3,75 la sută în luna mai și 3,05 la sută în martie 2021. Creșterea din trimestrul II a fost determinată aproape integral de componente exogene ale IPC, principala contribuție aparținând scumpirii combustibililor pe fondul creșterii cotației petrolului. La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a stopat trendul descendent în trimestrul II 2021, ceva mai devreme decât s-a anticipat, majorându-se în iunie la 2,9 la sută, de la 2,8 la sută în luna martie. Evoluția ei a reflectat efectele temporare ale creșterii consistente a cererii de consum, mai ales pe segmentul serviciilor, suprapuse celor asociate majorării cotațiilor materiilor prime, măsurilor de prevenire a răspândirii coronavirusului, precum și ajustării în sens ascendent a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt.

Cea mai recentă prognoză releva perspectiva unei traiectorii mai înalte a ratei anuale a inflației pe parcursul următorilor doi ani, în condițiile în care aceasta a fost din nou revizuită considerabil în sens ascendent pe termen scurt și într-o mai mică măsură pe cel de-al doilea segment al intervalului proiecției.

Principalele incertitudini și riscuri asociate perspectivei inflației decurgeau din evoluția pandemiei și a măsurilor restrictive asociate, date fiind reluarea creșterii infectărilor pe plan intern și încetinirea puternică a ritmului vaccinării, precum și semnele emergenței unui nou val pandemic, pe fondul răspândirii variantei mai contagioase de coronavirus (Delta). Surse de incertitudini și riscuri le constituiau și conduita politicii fiscale, precum și absorbția fondurilor europene, în special a celor aferente programului „Next Generation EU”. Pe piața muncii, riscurile erau asociate evoluției situației epidemiologice și implicațiilor sistării unor programe de sprijin guvernamental, în timp ce tendințele sincronizate de creștere a cotațiilor multor materii prime erau de natură să accelereze inflația pe plan mondial.

Ulterior, datele statistice au indicat creșterea ratei anuale a inflației IPC în iulie 2021 la 4,95 la sută, de la 3,94 la sută în iunie, iar în august la 5,25 la sută, considerabil deasupra limitei superioare a intervalului țintei și ușor peste nivelul prognozat.

Creșterea a fost determinată aproape integral de componente exogene ale coșului de consum, mai cu seamă de majorarea considerabilă a prețurilor gazelor naturale și energiei electrice în luna iulie. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat s-a mărit la 3,0 la sută în iulie, de la 2,9 la sută în iunie, și la 3,2 la sută în august, depășind ușor previziunile. Activitatea economică a continuat să crească în trimestrul II 2021, într-un ritm trimestrial relativ încetinit, dar ceva mai alert decât s-a anticipat, depășind moderat nivelul său pre-pandemie. Dinamica anuală a indicatorului a fost însă una abruptă. Principalul determinant l-a constituit consumul privat, secondat îndeaproape, ca aport, de variația stocurilor. O contribuție pozitivă, deși mult mai modestă, a venit din partea formării brute de capital fix, pe fondul redinamizării puternice a construcțiilor noi. În același timp, exportul net și-a diminuat aportul negativ la dinamica anuală a PIB în trimestrul II, în condițiile în care creșterea deosebit de amplă a variației exporturilor de bunuri și servicii, inclusiv pe fondul unui efect de bază, a surclasat-o pe cea a importurilor. Soldul negativ al balanței comerciale și-a accelerat însă creșterea în termeni anuali, în timp ce dinamica anuală a deficitului de cont curent s-a redus considerabil față de trimestrul I, pe fondul relativei ameliorări a balanțelor veniturilor.

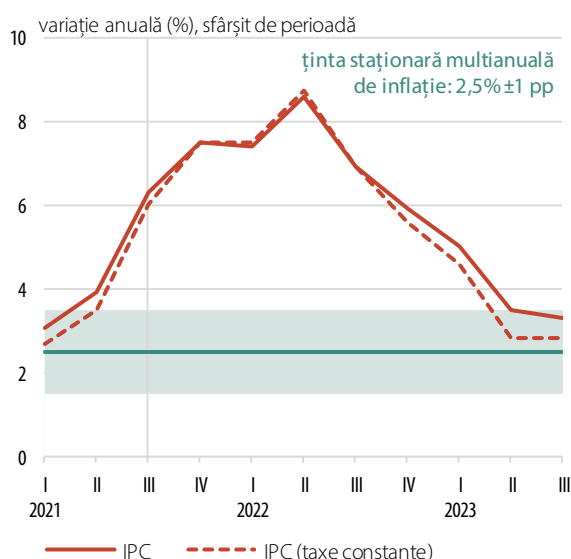
În ședința Consiliului de administrație al BNR din 5 octombrie 2021, cele mai recente evaluări relevau perspectiva creșterii ratei anuale a inflației la valori semnificativ mai înalte pe orizontul scurt de timp decât cele anticipate anterior, sub impactul șocurilor pe partea ofertei. Determinante erau noile majorări ample anticipate a fi consemnate de prețurile produselor energetice, în principal de prețul gazelor naturale și, într-o mică măsură, de cel al combustibililor. Factorii de incertitudine identificați anterior își mențineau relevanța, cu accentuarea relativă a celor provenind din partea evoluției sanitare în contextul noului val pandemic și a dinamicii de pe piețele internaționale a cotațiilor materiilor prime, mai ales ale celor energetice și agroalimentare.

Pe baza datelor disponibile la acel moment și în contextul riscurilor și incertitudinilor evidențiate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,5 la sută pe an, concomitent cu majorarea ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit (1 la sută) și, respectiv, a celei aferente facilității de creditare (2 la sută). Totodată, Consiliul de administrație a subliniat că vizează readucerea și menținerea ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe orizontul mai îndepărtat de timp, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile în contextul procesului de consolidare fiscală și în condiții de protejare a stabilității financiare. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR s-a declarat pregătit să utilizeze instrumentele de care dispune în vederea îndeplinirii obiectivului fundamental privind stabilitatea pe termen mediu a prețurilor.

Perspectivă inflației

Ulterior publicării *Raportului asupra inflației* din luna august, traiectoria ratei anuale a inflației IPC a cunoscut o dinamică alertă, cu precădere pe fondul materializării riscurilor asociate majorării accelerate a prețurilor produselor energetice și a celor ale altor materii prime, atât pe piețele internaționale, cât și pe cea internă. În consecință, în pofida sprijinului temporar acordat de autorități consumatorilor casnici, de natură

Proгноza ratei inflației



a se reflecta și în statisticile oficiale privind dinamica prețurilor, traiectoria ratei anuale a inflației din noul scenariu de bază a fost considerabil ajustată în sens ascendent. Chiar și în aceste condiții, vor persista o multitudine de surse interconectate de incertitudini, cele din planul sănătății publice, precum și cele decurgând din evoluțiile de pe piețele de energie recăpătând recent o pregnanță sporită. Pe acest fond, riscuri relevante planează și asupra evoluției activității economice. Deși seriile de date cu frecvență ridicată atestă continuarea avansului economiei și pe parcursul trimestrelor III și IV ale anului curent, devine tot mai evidentă o importantă atenuare de ritm a acestuia. Din acest motiv, până la o normalizare a situației în plan medical și, respectiv, a evoluțiilor de pe piețele de energie, vor continua să predominie riscuri descendente la adresa activității economice și, respectiv, de sens opus asupra dinamicii prețurilor din economie, cu perspectiva ca persistența unor

astfel de turbulențe să poată greva traiectoria variabilelor macroeconomice și pe un orizont mai lung de timp.

În scenariul de bază, perspectivele de evoluție a economiei pe termen scurt par tot mai mult grevate de efectele pandemiei, date fiind atât particularitățile situației medicale din România, cât și vulnerabilitățile persistente ale lanțurilor globale de producție. În aceste condiții, excluzând influența favorabilă a agriculturii din anul curent (contribuție estimată de aproximativ 1 punct procentual la creșterea anuală), dinamica PIB a fost revizuită în sens descendent atât în 2021, cât și în 2022. Contribuția majoritară la creșterea economică va continua să revină consumului gospodăriilor populației. Aceasta va reflecta, pe de o parte, recuperarea marcantă de ritm din a doua jumătate a anului trecut, iar pe de altă parte, relaxarea restricțiilor de pe parcursul trimestrului III 2021, care a reimpulsionat cererea de consum pe anumite segmente. În același timp, însă, se evidențiază influența mai puțin favorabilă a impunerii, recent, posibil și în perspectivă, a unor restricții de mobilitate ce vizează limitarea răspândirii pandemiei, cu impact repercutat și asupra cadenței activității economice.

Parcursul formării brute de capital fix din economie urmează a fi favorizat de aprobarea recentă, de către Comisia Europeană și Consiliul Uniunii Europene, a Planului Național de Redresare și Reziliență al României, în condițiile în care varianta finală a acestui document evidențiază o pondere mai ridicată a investițiilor în totalul alocărilor de fonduri comparativ cu cea presupusă anterior. În plus, scenariul de bază încorporează și un volum mai amplu de fonduri bugetare destinate cheltuielilor de investiții, al căror impact este așteptat să persiste și pe termen mediu. În aceste condiții, formarea brută de capital fix este proiectată să asigure contribuții solide creșterii PIB din următoarele opt trimestre.

Redresări importante de ritm sunt preconizate și în cazul fluxurilor de importuri și exporturi. Acest proces ar putea fi însă grevat de constrângeri ce vizează capacitățile de transport la nivel global ori producția de bunuri intermediare (de exemplu, microcipurile, cu impact notabil asupra industriei auto din România). În paralel, dinamica importurilor de bunuri și servicii va înregistra ritmuri anuale consistente, cu efecte de antrenare venind atât din partea componentelor cererii agregate interne, cât și a dinamicii exporturilor. Pentru anul curent, continuarea deteriorării deficitului comercial, în paralel unor evoluții mai puțin favorabile ale soldului cumulat al balanței veniturilor, ar implica o deschidere de peste 1 punct procentual a deficitului de cont curent, raportat la nivelul de 5 la sută în PIB înregistrat în 2020. Pe termen mediu, deși evoluția acestui indicator va beneficia de perspectiva progresului anticipat al procesului de consolidare fiscală, decisive vor rămâne și ritmul de revenire a activității economice a partenerilor externi, precum și abordarea cât mai rapidă a problemelor structurale persistente prezente la nivelul economiei românești.

Activitatea economică a cunoscut o redresare peste așteptări în trimestrul II 2021, care a implicat și o ușoară corecție în sus a componentei ciclice (*gap*-ul PIB). Deviația PIB este proiectată să rămână la valori ușor peste 1 la sută în a doua jumătate a acestui an. Suprapus dinamismului anticipat al procesului investițional, cu efecte contabilizate inclusiv la nivelul PIB potențial, *gap*-ul PIB va etala un profil doar marginal ascendent pe termen mediu. Pe termen scurt, asupra acestuia grevează atât dinamica pandemiei, cât și efectele turbulențelor asupra lanțurilor globale de valoare adăugată, ce induc, cumulat, o diminuare a ritmului redresării activității economice interne. Deși dinamica deviației PIB este semnificativ atenuată comparativ cu *Raportul* anterior, mai ales pe termen mediu, profilul unei cereri excedentare conturate încă de la începutul acestui an este de presupus că va facilita transmisia numeroaselor șocuri de ofertă care au afectat costurile de producție ale firmelor asupra prețurilor finale ale bunurilor de consum.

Ulterior publicării *Raportului* din luna august s-au materializat o serie de riscuri cu un pronunțat impact inflaționist, preponderent asupra componentelor coșului de consum aflate în afara controlului politicii monetare, fiind afectat în special segmentul produselor energetice (gaze naturale, energie electrică și combustibili). Presiuni inflaționiste mai pronunțate au debutat și sunt de așteptat să persiste și la nivelul ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, componenta urmând să atingă 4,3 la sută în decembrie 2021, 3,9 la sută în decembrie 2022 și 3,3 la sută în septembrie 2023. Pentru o parte dintre factorii determinanți, în special ascensiunea notabilă a cotațiilor bunurilor energetice, dar și ale altor materii prime, este dificil de evaluat la acest moment gradul lor de persistență pe termen mediu. În ceea ce privește determinanții fundamentali ai inflației CORE2 ajustat, s-a remarcat în special ajustarea pronunțată ascendentă a așteptărilor privind inflația, vizibilă atât în cazul operatorilor economici, cât și al analiștilor bancari, nivelurile maxime urmând a fi atinse, probabil, pe parcursul următoarelor luni. Natura sincronizată a șocurilor de ofertă de pe plan internațional a configurat presiuni în creștere și din partea prețurilor bunurilor din import. În schimb, presiunile asociate cererii agregate interne și-au atenuat atât nivelul, cât și dinamica față de *Raportul* anterior, în condițiile în care diferențialul de inflație dintre România și partenerii economici probabil se va repercuta, pe termen mediu, și asupra dinamicii condițiilor monetare reale. Rata anuală a inflației IPC este proiectată la valoarea de

7,5 la sută în luna decembrie 2021, după o încetinire temporară a trendului ascendent observat recent, pe fondul intrării în vigoare a măsurilor de compensare a consumatorilor casnici de energie electrică și gaze naturale, care se vor reflecta și asupra ratei inflației IPC pe perioada aplicării acestor prevederi (noiembrie 2021 – martie 2022). Ulterior, în aprilie 2022, odată cu expirarea acestor măsuri, rata anuală a inflației IPC va reflecta majorări de o magnitudine substanțială, atingând 8,6 la sută în trimestrul II 2022, un maxim din intervalul prognozei. După acest moment, rata inflației IPC este prevăzută să se tempereze, până la 5,9 la sută la sfârșitul anului viitor și, respectiv, 3,3 la sută la orizontul proiecției. Față de *Raportul* din august noua proiecție este mai ridicată cu 1,9 puncte procentuale pentru finele anului curent și cu 2,5 puncte procentuale pentru sfârșitul anului viitor. Din aceste revizuirii, o parte covârșitoare este explicată de contribuția în creștere a componentelor coșului de consum aflate în afara controlului politicii monetare.

Conduita recentă a politicii monetare a BNR a fost configurată într-o manieră prudentă, în vederea readucerii și menținerii pe termen mediu a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe orizontul mai îndepărtat de timp, astfel încât să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile în contextul procesului de consolidare fiscală și în condiții de protejare a stabilității financiare.

Riscurile materializate în intervalul de la ultimul *Raport asupra inflației* (august 2021) au vizat cu precădere turbulențele instaurate pe piețele globale de energie, cu grade variabile de transmisie pe piețele locale, în funcție de specificul acestora – de exemplu, intensitatea energetică a economiilor ori dinamica recentă de pe piețele forței de muncă. Criza recentă s-a suprapus unei intensificări, la nivel european, a procesului de tranziție spre configurații ale sectoarelor economice din ce în ce mai puțin poluante, având ca efect anumite creșteri, uneori în cuantum însemnat, ale prețurilor bunurilor energetice din surse tradiționale. În plus, în condițiile în care rezoluția crizei de sănătate publică este încă departe de a fi completă, intercondiționarea multiplelor șocuri, deja materializate ori probabile, se poate răsfrânge și asupra dinamicii activității economice. Cu informațiile disponibile la momentul elaborării *Raportului asupra inflației*, balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi orientată în sus raportat la cea a indicatorului din scenariul de bază, cu precădere pe orizontul scurt de timp. Această evaluare admite dificultatea, la acest moment, de a infera caracterul temporar ori, dimpotrivă, persistent, al șocurilor de natura ofertei materializate recent ori anticipate pentru perioadele imediat următoare.

Evoluția viitoare a prețurilor bunurilor energetice continuă să reprezinte principalul factor de risc la adresa proiecției ratei anuale a inflației IPC. Configurația prețurilor acestor produse, respectiv modul în care se vor transpune în statisticile oficiale, ar putea fi influențată de importanța relativă a compensărilor/plafonărilor/subvențiilor în totalul schemei de asistență acordate consumatorilor casnici, de intervalul de timp pe care vor fi implementate. De asemenea, configurația va depinde și de rapiditatea alinierii, în viitor, la standardele europene de diminuare a surselor de energie poluante, cu impact direct asupra prețurilor energiei *en detail* la consumatorii casnici.

Pe termen scurt, dinamica acestor piețe se află sub semnul unor evoluții marcate de volatilitate.

O sursă apreciazabilă de riscuri continuă să rămână conduita politicii fiscale și a celei de venituri, decurgând din perspectiva măsurilor de consolidare fiscală. În actuala conjunctură, au fost deja adoptate măsuri menite să atenueze atât impactul deteriorării abrupte a situației epidemiologice, cât și pe cel al creșterii facturilor la utilități. În condițiile în care nu este exclusă necesitatea adoptării de noi inițiative în plan fiscal, adaptate conjuncturii economice actuale și de perspectivă, devine preocupantă orice prelungire a situației de instabilitate politică, ce ar putea fi însoțită de unele sincopă în procesul legislativ. Orice prelungire a acesteia ar putea greva asupra ritmului consolidării fiscale inclusiv pe termen mai lung, în condițiile în care România trebuie să se încadreze în etapele procedurii de deficit excesiv, cu termen de finalizare a ajustărilor anul 2024.

Atât pe plan extern, cât și, mai ales, pe plan intern, rămân incertitudini ample asociate evoluției crizei de sănătate publică, în condițiile suprapunerii contagiozității sporite a noii tulpini virale (Delta) unui proces încă trenant de imunizare a populației din România. Orice rămânere în urmă cu caracter mai persistent a situației medicale din România comparativ cu cea a țărilor din Europa de Vest ar putea induce asimetrii în planul redresării economice, cu impact și asupra potențialului de creștere a economiei pe termen mediu. În schimb, odată cu publicarea versiunii finale a Planului Național de Redresare și Reziliență al României, absorbția unui volum ridicat de fonduri europene ar putea susține economia pe mai multe paliere: finanțarea în proporții sporite a deficitului de cont curent din surse stabile de fonduri (NGEU), impulsionează, pe termen mediu, a procesului investițional ori facilitarea tranziției către un model de creștere a economiei bazat în mai mare măsură pe tehnologiile viitorului: digitalizare și economie verde.

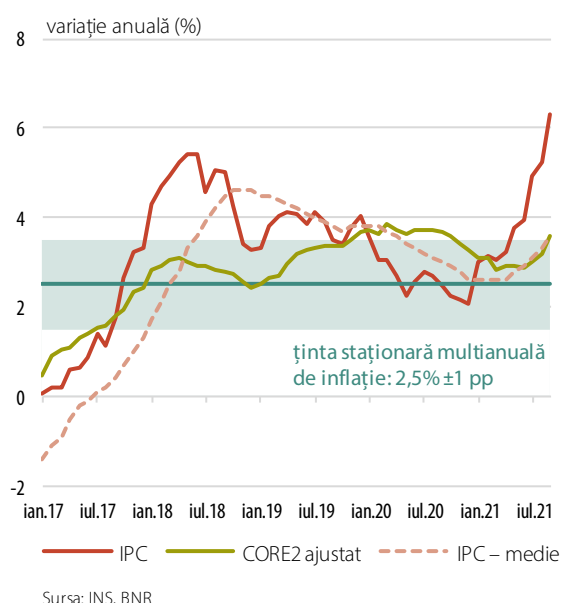
Decizia de politică monetară

Date fiind noua înrăutățire semnificativă a perspectivei inflației sub impactul puternic al șocurilor adverse pe partea ofertei, precum și incertitudinile și riscurile ridicate asociate acesteia, având ca surse conduita politicii fiscale, absorbția fondurilor europene, precum și valul patru al pandemiei, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 9 noiembrie 2021 majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 1,75 la sută, precum și păstrarea controlului ferm asupra lichidității de pe piața monetară. De asemenea, s-a decis extinderea coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la $\pm 0,75$ puncte procentuale, de la $\pm 0,50$ puncte procentuale, implicând majorarea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*) la 2,50 la sută, de la 2 la sută și menținerea ratei dobânzii aferente facilității de depozit la 1,00 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.

1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC a atins nivelul de 6,29 la sută în septembrie 2021 (+2,35 puncte procentuale față de nivelul consemnat cu trei luni în urmă), îndepărtându-se semnificativ de limita superioară a intervalului de variație asociat țintei staționare (Grafic 1.1). Sursa primară a creșterii rămâne, similar primelor două trimestre ale anului, ascensiunea notabilă a cotațiilor bunurilor energetice, la care se adaugă creșterea costurilor cu materiile prime și alte materiale, dar și încercarea agenților economici de a recupera pierderile acumulate de la începutul crizei. Transmisia acestor presiuni în prețurile de consum a continuat să fie facilitată de evoluția favorabilă a cererii, în contextul menținerii tendinței de relaxare a restricțiilor și al revenirii la comportamente de consum inhibitate de la debutul pandemiei. Se remarcă totuși absența, până în acest punct, a presiunilor din partea pieței muncii, precum și evoluția relativ stabilă a cursului de schimb EUR/RON. Pe acest fond, inflația de bază CORE2 ajustat a consemnat, la rândul său, un avans important, de la 2,9 la sută în iunie la 3,6 la sută în septembrie.

Grafic 1.1. Evoluția inflației



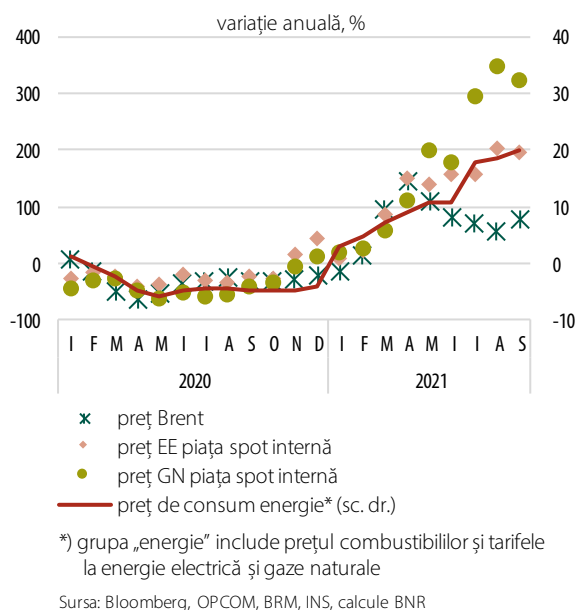
Contribuția componentei energie (combustibili, gaze naturale, energie electrică) la creșterea ratei anuale a inflației pe parcursul trimestrului III 2021 s-a ridicat la 1,5 puncte procentuale, jumătate din creștere fiind explicată de majorarea prețului gazelor naturale. Luna iulie² a marcat o variație lunară de 20 la sută pe această componentă a IPC, pe fondul traiectoriei ascendente a cotației, explicată până la acel moment în principal de redresarea activității pe plan global. O majorare de preț a caracterizat și componenta energie electrică (4,2 la sută)³, evoluția prețului *en gros* fiind tot mai afectată de scumpirea certificatelor de emisii CO₂. Pe parcursul trimestrului III, traiectoria ascendentă a cotațiilor internaționale a devenit deosebit de abruptă, factorilor deja menționați adăugându-li-se, printre altele, nivelul redus al stocurilor pe plan european și restrângerea livrărilor principalilor exportatori în cazul gazelor naturale, respectiv o suită de probleme pe latura ofertei în

cazul energiei electrice (condiții meteo nefavorabile producerii de energie regenerabilă,

² Contractele de furnizare a gazelor naturale au o durată medie de 12 luni, actualizarea prețului pentru cele mai multe dintre acestea având loc în luna iulie, în condițiile în care liberalizarea completă a pieței s-a produs în iulie 2020.

³ În cazul energiei electrice, creșterea s-a datorat exclusiv componentei serviciu universal, care este actualizată o dată la 6 luni, în timp ce majoritatea contractelor pe piața concurențială sunt anticipate a suferi majorări de preț în luna ianuarie 2022, având în vedere, la fel ca în cazul gazelor naturale, momentul liberalizării (ianuarie 2021) și o durată medie a contractelor de 12 luni.

Grafic 1.2. Cotațiile bunurilor energetice

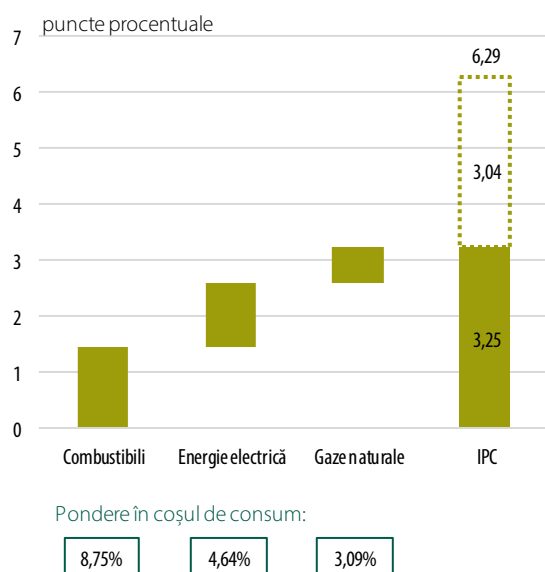


concomitent cu întreruperi temporare de producție în centralele convenționale). Astfel, în luna septembrie, prețul *en gros* pentru ambele mărfuri a ajuns pe piețele europene, inclusiv în România, la valori de două-trei ori mai mari față de cele practicate la finele anului anterior (Grafic 1.2). Aceste majorări se vor reflecta și în facturile consumatorilor casnici în perioada următoare, însă probabil doar parțial, având în vedere măsurile adoptate la nivel legislativ în intervalul septembrie-octombrie pentru protejarea populației, în special a consumatorilor vulnerabili⁴.

Influențe în sensul creșterii prețurilor au venit pe parcursul trimestrului III și din partea combustibililor, pe seama scumpirii carburanților, dar și, în mod neașteptat, a lemnului de foc. Prețul acestora din urmă se află pe o traiectorie ascendentă, în contextul majorării costurilor asociate metodelor alternative de încălzire, respectiv al ofertei interne tot mai reduse în ultimii ani (pe fondul înăsprii progresive a legislației în domeniu). În ceea ce privește segmentul carburanților, avansul ratei anuale a inflației s-a produs pe fondul unei creșteri moderate a cotației Brent, precum și al ușoarei depreciere a monedei naționale în raport cu dolarul SUA (Grafic 1.3).

În planul alimentelor cu prețuri volatile, rata anuală a prețurilor LFO a intrat în teritoriul pozitiv pentru prima dată în acest an (3,9 la sută la finele trimestrului III). Cu toate că recolta a fost bogată, cel mai probabil operatorii au încercat să valorifice momentul prielnic din perspectiva cererii (inclusiv ca urmare a redeschiderii industriei ospitalității) și să recupereze o parte din pierderile înregistrate după un an de scăderi ale prețurilor.

Grafic 1.3. Contribuția energiei la inflația IPC



Sursa: INS, calcule BNR

După ce în prima parte a anului inflația de bază CORE2 ajustat a fost caracterizată de o relativă stabilitate, oscilând în jurul valorii de 3 la sută, în trimestrul III 2021 aceasta a consemnat un avans important, plasându-se la 3,6 la sută în luna septembrie. Evoluția favorabilă a cererii, inclusiv pe fondul revenirii la comportamente de consum inhibitate de la debutul pandemiei, a creat mediul propice pentru creșteri de prețuri, mai ales în contextul majorării cotațiilor materiilor prime din prima parte a anului, al funcționării sincopate a lanțurilor de aprovizionare, precum și al pierderilor suferite de o parte

⁴ Legea nr. 226/2021 privind stabilirea măsurilor de protecție socială pentru consumatorul vulnerabil de energie, respectiv OUG nr. 118/2021 privind stabilirea unei scheme de compensare pentru consumul de energie electrică și gaze naturale pentru sezonul rece 2021-2022, cu modificările și completările ulterioare.

dintre agenții economici în perioadele de aplicare a măsurilor restrictive. În plus, perioada curentă este marcată de creșterea semnificativă a prețurilor în industria energetică, indicele corespunzător al prețurilor de producție de pe piața internă majorându-se cu aproape 30 la sută în intervalul iulie-august. Efectele se propagă deja în economie, viteza și amplitudinea transmisiei depinzând de gradul de intensitate energetică presupus de fiecare activitate (a se vedea Caseta). Dată fiind magnitudinea șocului, coeficientul de transmisie poate fi chiar mai amplu decât cel sugerat de estimările realizate pe seriile istorice, putând rezulta chiar într-o restrângere a activității economice. Deocamdată, aceste presiuni sunt atenuate de menținerea unei piețe a muncii relativ relaxate în ansamblu (în pofida dezechilibrului cerere-ofertă manifest pe anumite segmente), având în vedere dinamica modestă a costurilor unitare cu forța de muncă.

Creșterea prețurilor energiei: impact asupra ratei inflației și a activității economice

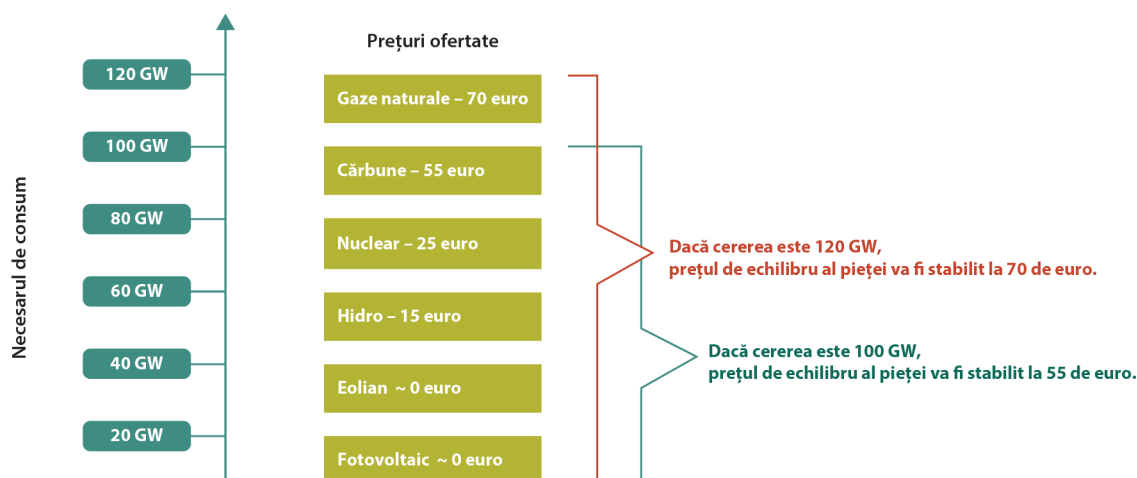
Energia reprezintă o resursă indispensabilă desfășurării activității cotidiene, fie că este vorba de populație, fie că ne referim la operatorii economici. Astfel, creșterea amplă a prețurilor acestora în perioada recentă pe plan european este de natură să se răsfrângă mai devreme sau mai târziu asupra dinamicii prețurilor de consum, majorarea generalizată a ratelor inflației la nivel comunitar putând semnală debutul unor astfel de ajustări. Totodată, au început să sporească preocupările cu privire la potențiale efecte pe termen mediu și lung ale acestor șocuri, existând riscul dezancorării anticipațiilor privind inflația ale agenților economici și, respectiv, al unei redresări a activității economice într-un ritm mai puțin alert. În acest context, caseta de față își propune să identifice cauzele care au generat asemenea creșteri pe piața gazelor naturale și energiei electrice și natura acestora (structurală sau tranzitorie), precum și să cuantifice impactul pe care aceste majorări îl vor exercita asupra dinamicii viitoare a prețurilor și a creșterii economice din România.

Ce s-a întâmplat pe piața energetică începând cu a doua jumătate a anului 2021 și cât de persistent este acest șoc?

Revenirea activității la nivel global, pe măsura ridicării restricțiilor impuse de pandemie și a redeschiderii complete a economiilor, a antrenat creșterea alertă a cererii pentru gaze naturale, atât pentru generarea de energie electrică, cât și în scopuri industriale. Pe perioada verii, această situație a fost amplificată de cererea puternică pentru producția de energie electrică, pe fondul valorilor de căldură, concomitent cu reducerea producției din surse concurente (hidro și eoliene) și manifestarea unor constrângeri la nivelul ofertei, determinate de evenimente meteorologice extreme sau de lucrări de mentenanță prelungite (dată fiind amânarea unora dintre acestea din urmă în fazele acute ale pandemiei). Pe piața europeană, un factor important al ascensiunii rapide a cotațiilor gazelor naturale (până la valori maxime istorice, spre deosebire de evoluțiile din alte regiuni) a fost unul de natură conjuncturală, reprezentat de nivelul redus al stocurilor (circa 77 la sută în luna octombrie 2021, față de aproape 95 la sută în luna corespunzătoare

din anul precedent⁵), cauzat de o iarnă prelungită, cu temperaturi sub media sezonieră. Efectul a fost accentuat de imposibilitatea refacerii stocurilor pe perioada verii, pe fondul livrării unor cantități limitate de gaze naturale de către principalii jucători, fie din cauze structurale (declinul natural al producției, tendința de renunțare la centralele care utilizează cărbune și restrângerea investițiilor în combustibili fosili în contextul procesului de decarbonizare, inițierea procedurilor de închidere a celui mai mare câmp gazifer din Țările de Jos, principalul producător din UE, creșterea concurenței pentru gazul natural lichefiat din partea economiilor asiatice, ca urmare a planului de reducere a emisiilor de carbon), fie din cauze cu substrat geopolitic (dependența de importurile de gaze rusești și problemele de aprovizionare asociate). În același timp, un rol în creșterea cotațiilor a jucat și structura pieței europene, în care ponderea dominantă (80 la sută în 2020) revine contractelor cu prețuri stabilite în funcție de raportul dintre cererea și oferta de gaze naturale (în detrimentul contractelor indexate la prețul petrolului), această trăsătură favorizând transmiterea mai rapidă a presiunilor specifice pieței. În România, peisajul a fost relativ similar, cantitatea de gaze naturale din depozite fiind mult inferioară nivelului consemnat în anul anterior (circa 74 la sută în luna octombrie 2021, comparativ cu 95 la sută cu un an în urmă); în plus, și piața internă este caracterizată de un declin natural al producției, fapt care a antrenat majorarea importurilor în ultimii ani, crescând astfel expunerea la șocurile externe.

Grafic A. Ilustrare a mecanismului de stabilire uniformă a prețului pe piața *en gros* de energie electrică



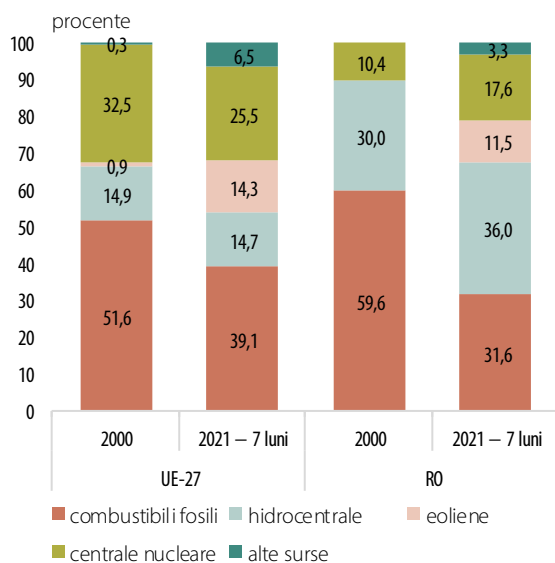
Notă: Prețul ofertat de fiecare producător este situat la nivelul specific al costului său marginal de producție, fiecare primind în final prețul de echilibru al pieței, dictat de ultima unitate de producție necesară pentru a satisface cererea.

Sursa: Agenția pentru Cooperarea Autorităților de Reglementare din Domeniul Energiei (ACER), prelucrări BNR

În ceea ce privește avansul cotațiilor energiei electrice din a doua jumătate a anului 2021 pe piețele europene și, implicit, pe cea din România, determinantă a fost creșterea amplă a costurilor de producție pentru centralele pe bază de combustibili fosili – în speță, saltul sensibil al prețului gazelor naturale (de până la cinci ori față de aceeași perioadă a anului trecut) și al cotațiilor cărbunelui (de circa trei ori). Un impact suplimentar a continuat să exercite creșterea prețurilor certificatelor de

⁵ Conform Gas Infrastructure Europe.

Grafic B. Mixul energetic



Sursa: Eurostat, calcule BNR

emisii CO₂, ca urmare a măsurilor decise la nivel european în scopul accelerării tranziției către o economie verde (de exemplu, reducerea mai amplă a plafonului de emisii de carbon sau eliminarea mai rapidă de pe piață a certificatelor nefolosite; BCE, 2021). La aceste influențe s-a adăugat diminuarea producției de electricitate a hidrocentralelor și a centralelor eoliene (determinată de precipitații reduse și lipsa vântului), care a trebuit să fie astfel compensată de generarea energiei electrice în termocentrale, confruntate deja cu probleme pe latura costurilor de producție. În final, creșterea exacerbată a cotațiilor energiei electrice reflectă inclusiv mecanismul specific de stabilire a prețurilor pe această piață, în contextul alinierii prețurilor tuturor unităților de producere a energiei electrice la costul marginal de producție al ultimei unități care intră în sistem pentru a acoperi cererea de energie electrică (Blume-Werry *et al.*, 2021; Grafic A).

La nivelul UE, deși s-au făcut progrese în ultimele decenii, acoperirea cererii din surse poluante rămâne semnificativă în mixul energetic, inclusiv în cazul României (Grafic B).

Începând cu primăvara anului 2022, după încheierea sezonului rece, piețele anticipează o anumită corecție a prețurilor pe plan european, în așteptarea unei ameliorări a dezechilibrului acut dintre cerere și ofertă care se manifestă în acest moment. De exemplu, cotațiile *futures* ale indicelui gazelor naturale TTF⁶ relevă pentru a doua jumătate a anului viitor o înjumătățire a prețurilor față de maximum istoric înregistrat în octombrie 2021 pe piața spot. Un tablou similar se conturează și pe piața electricității, cotațiile *futures* în anumite economii europene reprezentative (Germania, Franța, Țările de Jos, Italia, Spania) plasându-se în anul următor în jurul valorii de 100 euro/MWh, comparativ cu nivelurile actuale de pe piața spot, de circa 200 euro/MWh în luna octombrie 2021. Cu toate acestea, atât în cazul gazelor naturale, cât și în cel al energiei electrice, prețurile de livrare pentru anul 2022 continuă să se plaseze la praguri sensibil superioare celor consemnate în 2019 (valori de 2,5-3 ori mai mari), indicând astfel importanța factorilor cu acțiune mai persistentă. Totodată, nu poate fi exclusă prelungirea influenței nefavorabile a factorilor conjuncturali, în scenariul în care și sezonul rece 2021-2022 va fi mai lung și mai frigos decât în mod normal.

Pe un orizont mai îndelungat, prețurile energiei de pe plan european ar putea să se stabilizeze la niveluri mai reduse, sub acțiunea dominantă a unui factor structural, respectiv accelerarea tranziției spre o economie verde la nivelul UE. Procesul presupune majorarea alertă a producției de energie electrică din surse regenerabile (concomitent cu electrificarea sistemului de încălzire a gospodăriilor populației; CE, 2021), ceea ce implică o reducere a influenței costurilor mai mari de producție din partea electricității bazate pe combustibili fosili (CE – DG Energie, 2021). Este de așteptat ca tranziția să nu fie chiar lină, în condițiile angajării autorităților europene

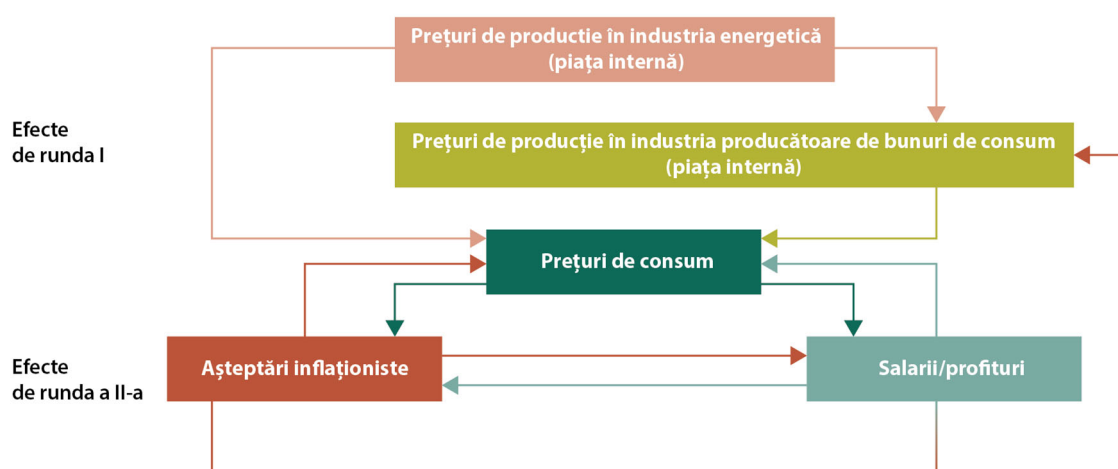
⁶ Facilitatea de transfer de titluri (TTF) – Bursa de gaze din Rotterdam, indice de referință al pieței europene.

și a celor naționale pentru reducerea mai alertă a emisiilor de gaze cu efect de seră în UE (cu 55 la sută până în anul 2030 față de nivelul din 1990, comparativ cu ținta anterioară de 40 la sută). Strategia presupune renunțarea mai rapidă la centralele pe bază de combustibili fosili, în special la cele pe cărbune⁷, și preluarea producției acestora de către sursele cu emisii scăzute de carbon, precum energia nucleară sau cea produsă din surse regenerabile (hidro, eoliană, solară). Dată fiind volatilitatea producției din surse regenerabile, apariția unor dezechilibre între cerere și ofertă este de natură să genereze noi fluctuații ample ale prețurilor în anii de tranziție. Programele Naționale de Redresare și Reziliență au alocate sume importante pentru investiții în energia regenerabilă, alte măsuri menite să faciliteze procesul vizând: creșterea gradului de integrare a piețelor europene de electricitate (prin extinderea capacităților de interconectare), dezvoltarea mult mai rapidă a unor modalități de stocare fiabile și la costuri rezonabile a energiei electrice regenerabile, respectiv sporirea eficienței energetice la nivelul consumatorilor finali.

Impactul asupra ratei inflației

Fluctuațiile cotațiilor energiei electrice și ale gazelor naturale se transmit în rata inflației direct, prin prețurile plătite de consumatorii finali, dar și indirect, pe canalul costurilor de producție ale altor bunuri și servicii din coșul de consum. Aceste efecte de runda întâi sunt considerate tranzitorii, impactul lor persistând la nivelul ratei anuale a inflației timp de patru trimestre în cazul efectelor directe și, uneori, o perioadă mai lungă de timp în cazul celor indirecte, ca urmare a faptului că transmisia creșterii costurilor de producție în prețuri nu se produce întotdeauna imediat și nici liniar. Mai departe însă, în absența unei reacții a politicii monetare, creșterile de prețuri ample, manifestate o perioadă prelungită, au potențialul de a afecta așteptările inflaționiste pe termen mediu ale agenților economici, influențând comportamentul acestora de stabilire a prețurilor și salariilor în viitor. Aceste efecte, de runda a doua, au o natură mai persistentă, putând marca traiectoria prețurilor pe un orizont mai îndelungat comparativ cu cele de runda întâi (Grafic C).

Grafic C. Canale de transmisie a variației prețurilor de producție din industria energetică în variația prețurilor de consum



⁷ În cadrul celei mai recente conferințe ONU privind schimbările climatice (COP26, 31 octombrie – 12 noiembrie 2021), 190 de state și organizații s-au angajat să descurajeze investițiile în noi centrale pe bază de cărbune și să elimine treptat această sursă de energie până în 2030 în economiile dezvoltate, respectiv 2040 în celelalte state.

Cel mai simplu mod de evaluare a măsurii în care prețul energiei afectează consumatorul casnic are la bază structura facturii asociate acestor utilități, ponderea costurilor aferente mărfii fiind de circa 70 la sută în cazul gazelor naturale și de aproximativ 50 la sută în cel al electricității. Pe fondul celor mai recente evoluții și al poverii costurilor cu achiziția mărfii, principalii furnizori de gaze naturale vor implementa scumpiri de circa 40 la sută în perioada octombrie-noiembrie cel puțin la nivelul contractelor aferente consumatorilor pasivi⁸, care au primit deja notificări în acest sens. Și în cazul energiei electrice, ofertele de pe piața concurențială se plasau în luna septembrie 2021 cu circa 30 la sută peste cele aferente contractelor încheiate la începutul anului, ceea ce sugerează că în ianuarie 2022 (momentul în care sunt renegociate cele mai multe contracte pe această piață), creșterea se va reflecta și la nivelul acestei componente din cadrul IPC. Date fiind magnitudinea scumpirilor și situația în continuare tensionată pe piețele de profil, autoritățile au adoptat mai multe măsuri pentru protejarea consumatorilor, inclusiv a celor vulnerabili. În luna septembrie a fost adoptată Legea consumatorului vulnerabil (nr. 226/2021), conform căreia sunt acordate ajutoare pentru încălzire în sezonul rece consumatorilor cu venituri mici. În condițiile în care punerea în aplicare a legii presupune un proces de durată, acordarea ajutorului social implicând depunerea documentelor justificative, aprobarea acestora de către primării, notificarea furnizorilor, pentru intervalul noiembrie 2021 – martie 2022, a fost adoptată Legea nr. 259/2021 pentru aprobarea OUG nr. 118/2021. Compensările propuse de acest act normativ se acordă în funcție de consum, direct în factură, eligibile fiind circa două treimi dintre gospodării. Pentru traiectoria prețurilor, această schemă de compensare presupune, în esență, o redistribuire a scumpirii, o parte din aceasta fiind suportată de către stat pe perioada iernii, atunci când consumul este mai mare, pentru ca, începând cu luna aprilie, prețul să nu mai fie afectat de măsurile de sprijin și să revină la nivelul stipulat în contracte.

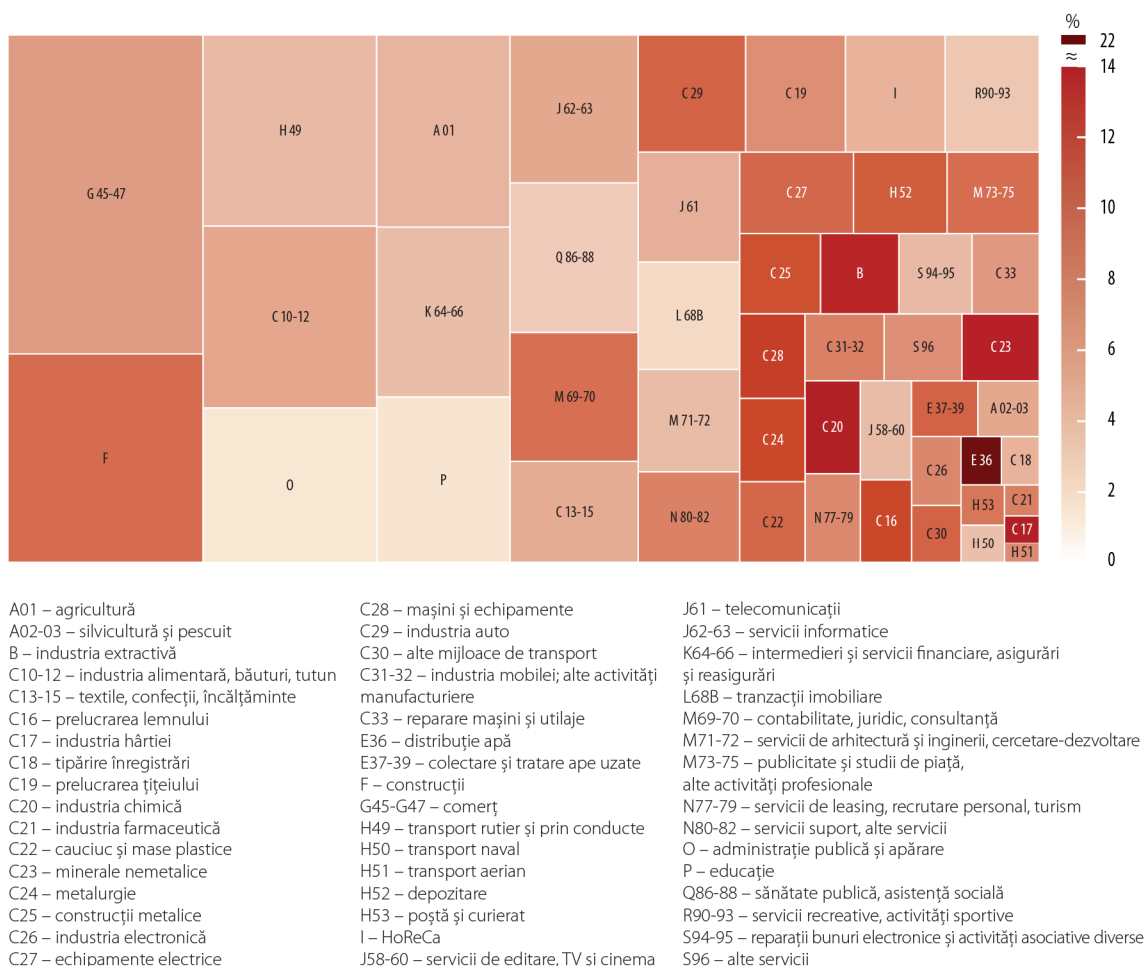
Pe lângă efectele directe, proporționale cu ponderea deținută de componentele energetice în coșul IPC (4,6 la sută în cazul energiei electrice și 3,1 la sută în cel al gazelor naturale), șocul de pe piața energiei se va transmite în rata anuală a inflației și prin intermediul costurilor de producție, energia reprezentând un input în procesul de fabricație, alături de materii prime, materiale, forță de muncă. Impactul va fi cu atât mai amplu cu cât procesul de producție este mai intens din punct de vedere energetic, cele mai expuse ramuri fiind cele care produc bunuri intermediare sau de capital. În cazul industriilor producătoare de bunuri de consum, direct relevante pentru prețurile finale, ponderea cheltuielilor cu energia variază între 1 la sută și 3 la sută, potrivit datelor bilanțiere disponibile pentru anul 2020. Abordarea este însă incompletă, întrucât nu ține cont de consumul de energie utilizat de-a lungul lanțului de producție pentru fabricarea celorlalți factori de producție. Astfel, dacă la consumul energetic direct se adaugă și cel indirect, realizat de sectoarele situate în amonte pe lanțul de producție, ponderile variază de la sub 5 la sută în producția bunurilor alimentare și a confecțiilor, până la circa 7 la sută pentru bunurile farmaceutice și producția de mobilă, respectiv peste 8 la sută în cazul electrocasnicilor⁹. În rândul serviciilor prestate populației, se observă o intensitate

⁸ Peste jumătate dintre consumatorii casnici nu optaseră încă pentru o ofertă pe piața concurențială la mijlocul anului 2021.

⁹ Calcule realizate pe baza datelor din tabelul intrări-ieșiri (cele mai recente date disponibile sunt aferente anului 2015).

energetică mai redusă, sub 3 la sută pentru serviciile de învățământ și cele medicale, un consum ușor mai ridicat în cazul segmentului ospitalității (circa 4 la sută) și semnificativ mai crescut pentru serviciile de curierat și de turism (peste 7 la sută; Grafic D).

Grafic D. Intensitatea energetică în economie – efecte directe și indirecte



Notă: Sectoarele economice reprezentate în grafic produc aproximativ 90 la sută din totalul VAB din economie. Aria fiecărui dreptunghi este proporțională cu ponderea sectorului reprezentat în VAB, iar intensitatea culorii cu ponderea energiei utilizate atât direct, cât și indirect, pe lanțul de producție, pentru satisfacerea cererii finale. Calculele au fost realizate pe baza celor mai recente date disponibile pentru tabelul intrări-ieșiri și vizează anul 2015.

Sursa: Eurostat, calcule BNR

Pentru a cuantifica măsura în care un șoc la nivelul prețurilor de producție ale bunurilor energetice de pe piața internă este transmis în cele finale de consum, au fost estimate o serie de modele de tip *VECM* (vector de corecție a erorilor). Estimarea a presupus două etape. Prima a vizat transmiterea prețurilor de producție din industria energetică de pe piața internă (IPPII energie) în prețurile producției industriale pentru bunurile de consum (IPPII consum), iar a doua, dinspre acestea din urmă către prețurile finale, fiind utilizată o măsură a inflației de bază care asigură cea mai bună corespondență între structura ramurilor industriale și cea a coșului de consum, respectiv CORE2 ajustat exclusiv servicii, din care au fost

ulterior eliminate și efectele de runda întâi ale modificărilor cotei TVA¹⁰. În cazul primului canal (IPPII energie – IPPII consum), estimările indică o transmisie de circa 4 la sută din magnitudinea șocului inițial al IPPII energie în variația IPPII consum în decurs de un an. Mai departe, modificarea IPPII consum este estimată a fi transferată în inflația de bază în proporție de aproximativ 50-70 la sută pe același orizont de timp. Pe ansamblu, cumulând efectele estimate, un scenariu de creștere a IPPII energie cu 20 la sută ar genera un impact de aproximativ 0,4-0,6 puncte procentuale la nivelul inflației de bază pe parcursul unui an. Rezultatul obținut reflectă nu numai efectele indirecte de runda întâi, prin intermediul costurilor de producție, ci și efecte de runda a doua, prin intermediul anticipațiilor agenților economici. Având în vedere magnitudinea șocului care afectează activitatea economică, este posibil ca agenții economici să transfere chiar mai rapid și într-o proporție mai mare presiunea asupra costurilor în prețurile finale față de ceea ce indică modelele econometrice, construite pe baza seriilor istorice.

În cazul unui șoc singular, de tip *one-off*, de o magnitudine limitată, transmisia prin intermediul așteptărilor inflaționiste ale agenților economici este anticipată a avea un impact relativ redus (de exemplu, corespunzător celui descris anterior asupra IPPII energie, impactul prin acest canal ar fi în jur de 0,1 puncte procentuale). Însă în contextul actual, caracterizat de șocuri repetate de ofertă, de o magnitudine substanțială – asociate atât variațiilor prețurilor bunurilor energetice, cât și prețurilor materiilor prime agroalimentare, dar și perturbărilor produse în lanțurile globale de producție și aprovizionare –, o eventuală deteriorare a anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu ar putea genera importante efecte de runda a doua, în ipoteza în care politica monetară nu ar acționa în sensul prevenirii acestora.

Impactul asupra activității economice

Creșterea prețurilor bunurilor energetice, precum și a prețurilor altor materii prime și materiale se vor reflecta în următoarele perioade și asupra dinamicii PIB real, într-o manieră contracționistă, cu efecte anticipat a persista cel puțin o perioadă de timp. Dintre canalele relevante de transmisie a acestor șocuri sunt de subliniat cele cu privire la venitul disponibil real al gospodăriilor populației și la resursele disponibile pentru investiții ale firmelor, în condițiile în care inputurile energetice sunt dificil de substituit cu alți factori de producție, cel puțin pe termen scurt și mediu. Impactul cumulat al creșterii prețurilor bunurilor energetice asupra dinamicii PIB real este proiectat la aproximativ -0,4 puncte procentuale în următorii doi ani, magnitudinea acestui impact fiind condiționată de ipotezele adoptate¹¹ și de setul de informații disponibile la data publicării prezentului *Raport*. Șocurile aferente sunt proiectate a se reflecta atât asupra componentei ciclice (*gap-ul* PIB), în principal ca rezultat al atenuării cererii agregate interne, cât și asupra dinamicii PIB potențial.

¹⁰ A se vedea Caseta 1. „Transmisia modificării prețurilor producției industriale pentru piața internă în variația prețurilor de consum”, publicată în *Raportul asupra inflației*, ediția din noiembrie 2017.

¹¹ De exemplu, setul de elasticități estimate cu ajutorul Modelului de analiză și prognoză pe termen mediu (MAPM) al BNR utilizate inclusiv la fundamentarea unor scenarii adverse.

Evoluția consumului gospodăriilor populației, marcată deja de incertitudini privind perspectiva situației medicale, este anticipată a fi grevată de impactul asupra venitului disponibil al gospodăriilor populației provenind din creșteri ale prețurilor bunurilor energetice¹². Deteriorarea traiectoriei investițiilor, care au manifestat totuși o reziliență notabilă în context pandemic, se transpune într-o acumulare mai redusă de capital și în pierderi de eficiență în utilizarea factorilor de producție, cu impact asupra dinamicii PIB potențial. Acesta din urmă ar urma să fie influențat și de capacitatea mai redusă a economiei de a genera noi locuri de muncă. Afectarea investițiilor poate fi coroborată cu o deteriorare a activității într-o serie de sectoare-cheie ale economiei (de exemplu, producția industrială), inclusiv ca urmare a creșterilor costurilor de producție generate de prețurile bunurilor energetice. La rândul lor, exporturile de bunuri și servicii, deja afectate de persistența sincopelor în lanțurile de aprovizionare, sunt anticipate a reflecta dificultățile firmelor exportatoare generate de creșterea costurilor de producție (cu impact asupra competitivității externe prin preț) și diminuarea resurselor pentru investiții (cu efecte adverse asupra productivității). Dinamica importurilor de bunuri și servicii este, de asemenea, proiectată a resimți șocurile asupra cererii interne și, respectiv, pe cele asupra exporturilor de bunuri și servicii. Totuși, importurile ar putea câștiga cotă de piață pe anumite segmente de bunuri unde producătorii interni ar fi mai afectați de scumpirea energiei decât competitorii externi (cu acces la tehnologii mai eficiente energetic).

Referințe

Banca Centrală Europeană, *Buletinul economic* nr. 6/2018, Caseta 3 – „Oil Prices, the Terms of Trade and Private Consumption”

Banca Centrală Europeană, *Buletinul economic* nr. 6/2021, Caseta 5 – „EU Emissions Allowance Prices in the Context of the ECB’s Climate Change Action Plan”

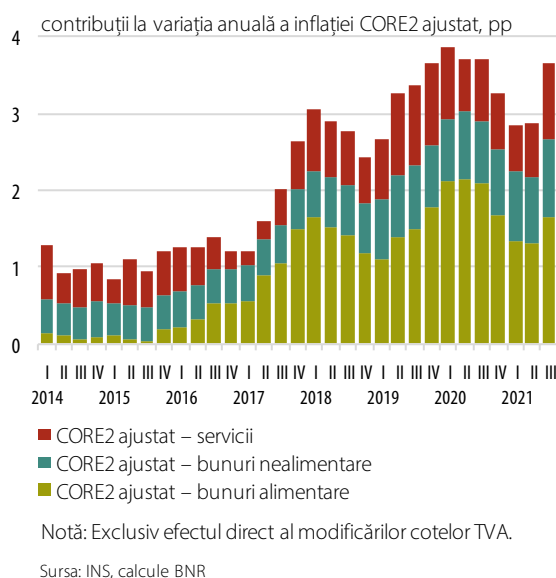
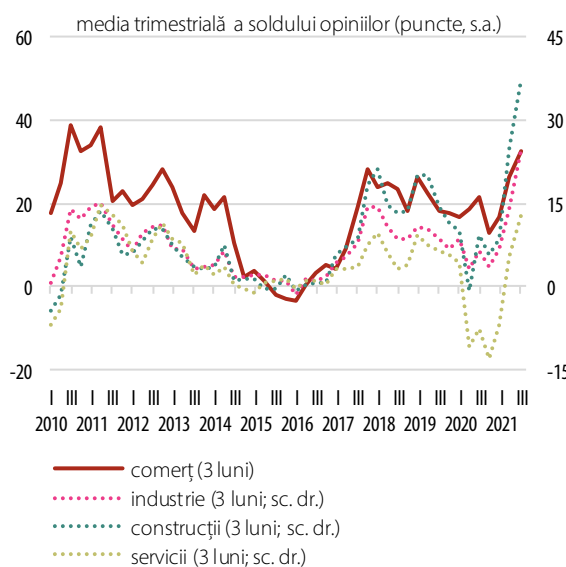
Blume-Werry, E., Faber, T., Hirth, L., Huber, C., și Everts, M. – „Eyes on the Price: Which Power Generation Technologies Set the Market Price”, *Economics of Energy & Environmental Policy*, 10(1): 251-265, 2021

Comisia Europeană – *Questions and Answers – Making our Energy System Fit for our Climate Targets*, 2021, disponibil la: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/QANDA_21_3544

Comisia Europeană, Direcția Generală Energie – *Quarterly Report on European Electricity Markets*, vol. 14, ediția a 2-a, 2021

„Planul Național Integrat în domeniul Energiei și Schimbărilor Climatice (PNIESC) 2021-2030”, publicat ca anexă la H.G. nr. 1.076/2021, *Monitorul Oficial al României*, Partea I, nr. 963 bis/2021

¹² De exemplu, creșterea prețului petrolului afectează consumul printr-o serie de canale directe și indirecte. A se vedea, de exemplu, referința BCE, 2018.

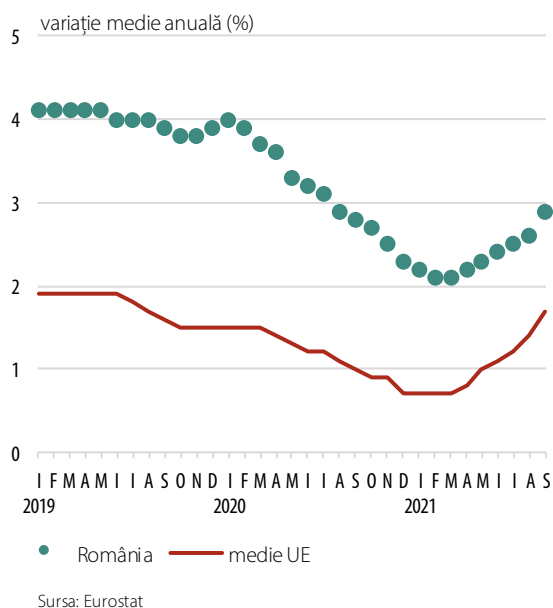
Grafic 1.4. Componentele inflației de bază CORE2 ajustat**Grafic 1.5. Anticipații privind evoluția prețurilor**

În structură, cea mai însemnată contribuție la accelerarea inflației de bază a revenit segmentului bunurilor alimentare, rata anuală de creștere a prețurilor urcând la 4,4 la sută în septembrie (față de 3,5 la sută în iunie) (Grafic 1.4). Tendința a caracterizat toate grupele importante de alimente procesate (panificație, uleiuri, carne, lactate) și a reflectat cererea robustă (inclusiv ca urmare a redeschiderii industriei ospitalității), dar și majorarea cotațiilor materiilor prime agricole. Cu toate că recolta autohtonă a fost deosebit de bogată în 2021, prețurile s-au aliniat celor internaționale, a căror traiectorie a fost imprimată de evoluția favorabilă a cererii mondiale de alimente, concomitent cu deteriorarea perspectivelor. O accelerare a ratei anuale s-a observat și în cazul serviciilor de piață (+1 punct procentual, până la 3,6 la sută), însă, în acest caz, factorul principal a fost unul de natură idiosincratică, și anume majorarea amplă a polițelor RCA, ulterior ieșirii din piață a furnizorului care practica cele mai reduse prețuri, falimentul acestuia fiind urmat de o serie de scumpiri în lanț implementate de operatorii rămași activi. Dincolo de acest caz particular, se remarcă accelerări ușoare ale ratei anuale de creștere în cazul unor servicii de piață, care au beneficiat de relaxarea restricțiilor și refacerea încrederii: servicii de alimentație publică, servicii culturale și de agrement. În cazul bunurilor nealimentare, rata anuală de creștere a avut o evoluție mai temperată (+0,3 puncte procentuale, până la 2,8 la sută), reflectând cu precădere influențele din partea cererii.

Operatorii economici din toate domeniile de activitate și-au ajustat ascendent așteptările privind evoluția prețurilor pe termen scurt în trimestrul III, până la valori apropiate de maximele istorice ale seriilor disponibile (Grafic 1.5). O deteriorare a

intervenit și la nivelul anticipațiilor inflaționiste ale analiștilor bancari, rata inflației așteptată pe orizontul de un an depășind în luna octombrie limita superioară a intervalului țintei pentru prima dată în ultimii opt ani; pe orizontul de doi ani, valoarea prognozată se menține totuși în interiorul acestuia.

Grafic 1.6. IAPC mediu anual



Rata medie anuală a inflației IPC și-a continuat traiectoria ascendentă în intervalul analizat, ajungând în luna septembrie 2021 la 3,6 la sută în cazul indicatorului determinat pe baza metodologiei naționale și până la 2,9 la sută pentru valoarea calculată conform structurii armonizate (+0,7 puncte procentuale, respectiv +0,5 puncte procentuale față de finele trimestrului II). Deoarece majorarea inflației medii anuale la nivel comunitar a avut o amplitudine ușor mai ridicată, România și-a redus marginal decalajul față de media europeană, rămânând însă printre statele membre cu cea mai ridicată inflație medie IAPC (al treilea cel mai înalt nivel, după Ungaria și Polonia) (Grafic 1.6).

Față de valoarea prognozată în ediția din luna august a *Raportului asupra inflației*, rata anuală a inflației IPC la sfârșitul trimestrului III 2021 a înregistrat un nivel efectiv superior cu 1 punct procentual, contribuții la

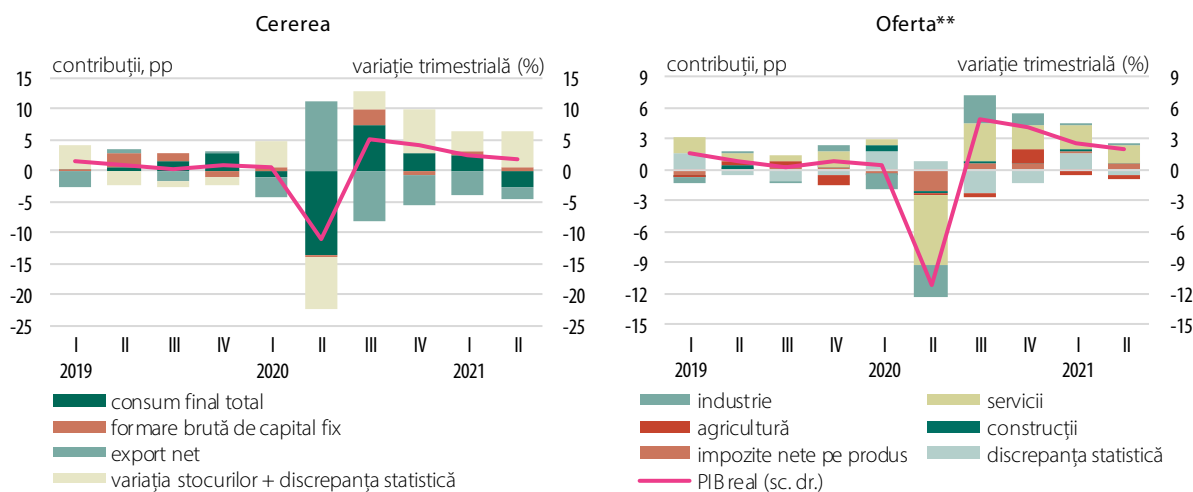
eroarea de prognoză revenind tuturor componentelor principale. Principala explicație pentru magnitudinea erorii rezidă în dificultatea de a surprinde cu acuratețe efectele exercitate asupra variabilelor prognozate de frecvența și amplitudinea șocurilor care au afectat activitatea economică în ultima perioadă. Printre evoluțiile punctuale cu impact material se numără: creșterea puternică a polițelor RCA, scumpirea țigaretelor (în absența unei majorări de acciză), dar și creșterea atipică a prețului lemnului de foc pe perioada verii.

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

În trimestrul II 2021, PIB și-a temperat ușor viteza de creștere, până la 1,9 la sută în termeni trimestriali, evoluție atribuită însă influenței negative imprimate de scăderea producției agricole asupra consumului populației. Exceptând această componentă, absorbția internă a continuat să se extindă, iar cererea externă netă și-a redus efectul de erodare asupra dinamicii PIB real, în principal ca urmare a frânării importurilor, pe fondul parcursului modest al industriei (Grafic 2.1). Activitatea economică își va păstra probabil panta crescătoare în următoarea perioadă, o contribuție importantă revenind sectorului agricol, în timp ce majoritatea celorlalte sectoare vor fi afectate de persistența perturbărilor care grevează procesele de aprovizionare și producție la scară internațională, de creșterea costurilor, dar și de incertitudinea cu privire la cel de-al patrulea val pandemic (Grafic 2.2).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică*



*) serii ajustate sezonier

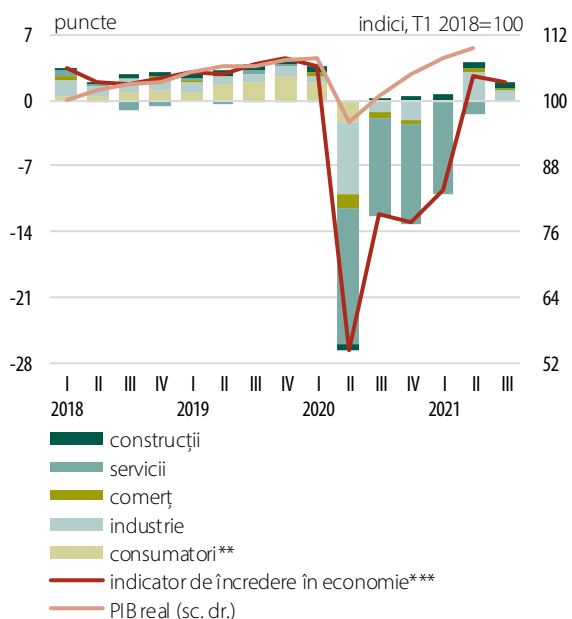
**) diferența dintre total și suma componentelor este explicată de ajustarea prin metoda directă a poziției „servicii”

Sursa: INS, calcule BNR

Restrângerea consumului final al populației în intervalul aprilie-iunie (cu 2,6 la sută, variație trimestrială) a fost imprimată de componentele asociate evoluției sectorului agricol¹³ – condițiile meteorologice mai puțin favorabile din prima parte a anului au determinat amânarea perioadei de recoltare a principalelor culturi, traiectoria urmând a se inversa în trimestrul următor. În schimb, cumpărările de bunuri și servicii și-au intensificat creșterea (până la circa 6,5 la sută față de primul trimestru), o contribuție

¹³ Autoconsum, industrie casnică și achiziții de pe piața țărănească.

Grafic 2.2. PIB și sentimentul economic*



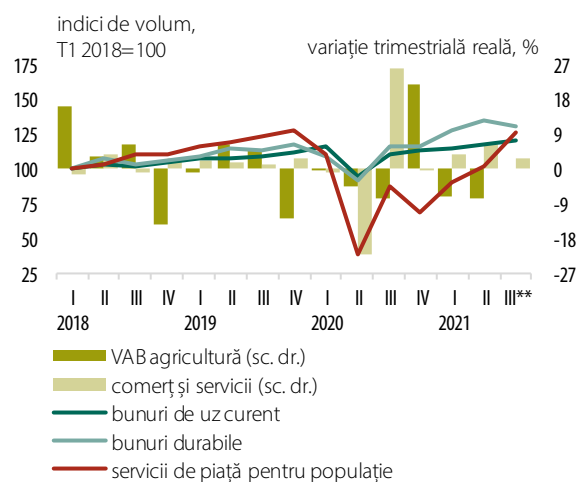
*) serii ajustate sezonier

**) date disponibile până în aprilie 2020

***) deviație față de media istorică
(iunie 2002 – septembrie 2021)

Sursa: INS, CE-DG ECFIN, calcule BNR

Grafic 2.3. Achizițiile comerciale și sectorul agricol*



*) serii ajustate sezonier

**) iul.-aug.

Sursa: INS, calcule BNR

importantă revenind comerțului cu alimente, sub impulsul eforturilor susținute ale marilor lanțuri de *retail* pentru extinderea rețelilor de magazine și digitalizarea operațiunilor (cu efect favorabil în planul productivității). Relaxarea restricțiilor asupra activităților recreative, pe fondul ameliorării situației pandemice, a antrenat intensificarea achizițiilor de îmbrăcăminte, încălțăminte, de produse farmaceutice și cosmetice, dar și a încasărilor din servicii de piață prestate populației (în special HoReCa și turism), Grafic 2.3.

Deși aceste segmente și-au păstrat traiectoria ascendentă pe parcursul sezonului estival, așteptările pentru a doua jumătate a acestui an pe ansamblul activității de comerț și servicii converg către o atenuare a dinamicii, în condițiile în care creșterea recentă a prețurilor bunurilor de consum și majorarea facturilor pentru utilități pe perioada iernii conduc la o atenție sporită din partea populației cu privire la gestionarea cheltuielilor. O influență în același sens va exercita și reinăsprirea restricțiilor de mobilitate, în contextul agresivității deosebite a noului val pandemic. Datele pentru intervalul iulie-august privind cifra de afaceri din comerț și servicii confirmă această perspectivă (decelerare cu aproximativ 4 puncte procentuale a ritmului trimestrial), traiectoria fiind imprimată mai ales de vânzările auto care, după creșteri susținute în prima jumătate a anului (de peste 13 la sută, față de semestrul II din 2020), s-au redus cu 4,2 la sută comparativ cu media trimestrului II, inclusiv pe fondul unei anumite diminuări a interesului pentru Programul de reînnoire a parcului auto, precum și al problemelor de ofertă cauzate de lipsa semiconductoarelor pe plan mondial. Totodată, achiziții în scădere au înregistrat și bunurile pentru amenajarea și dotarea locuinței, majorarea costurilor cu transportul internațional de mărfuri, alături de anumite blocaje la nivelul lanțurilor de aprovizionare, acționând ca un inhibitor important al ofertei și determinând și unele creșteri de preț.

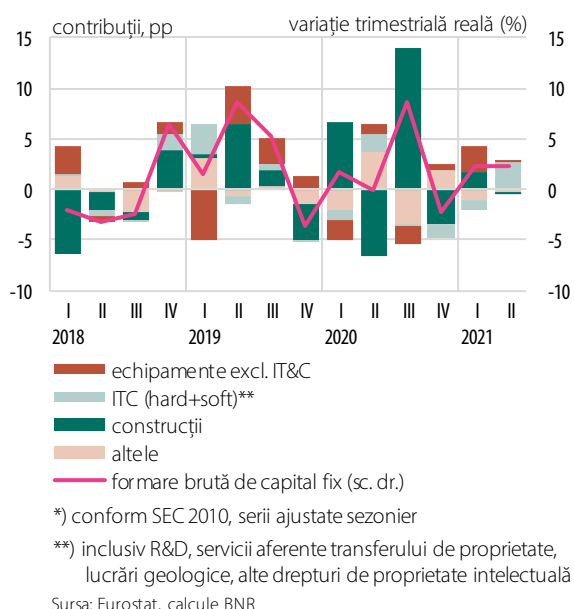
Execuția bugetului general consolidat a generat în trimestrul II 2021 un deficit de 19,2 miliarde lei (1,6 la sută din PIB), semnificativ inferior valorii consemnate în aceeași perioadă a anului anterior (27,1 miliarde lei, echivalent cu 2,6 la sută din PIB), sub impactul crizei pandemice și al măsurilor asociate. Față de trimestrul I¹⁴, deficitul bugetar a înregistrat totuși o creștere, dar sensibil mai modestă decât cele evidențiate în anii precedenți. Creșterea a decurs din majorarea cheltuielilor bugetare totale¹⁵ – regăsită predominant la nivelul unor componente de natură curentă¹⁶, dar și al cheltuielilor de capital¹⁷ – care a depășit avansul veniturilor bugetare totale¹⁸. Dincolo de majorarea sumelor primite de la UE, acest avans a reflectat sporul de încasări înregistrat atât de anumite venituri fiscale (TVA, accize și impozitul pe salarii și venit), cât și de contribuțiile de asigurări¹⁹.

Ameliorarea execuției bugetare s-a prelungit și în trimestrul III 2021, în condițiile în care deficitul a consemnat o scădere mai pronunțată decât cea din perioada similară

din 2020 (la 10,5 miliarde lei, respectiv 0,9 la sută din PIB)²⁰, pe fondul diminuării cheltuielilor bugetare totale și al continuării creșterii veniturilor în raport cu trimestrul anterior. Astfel, deficitul bugetar cumulat pe primele nouă luni din anul curent a urcat la 44,3 miliarde lei (3,8 la sută din PIB), valoare mult inferioară celei din intervalul corespunzător din anul anterior (67,3 miliarde lei, respectiv 6,4 la sută din PIB).

Formarea brută de capital fix a rămas pe o pantă crescătoare în trimestrul II (2,4 la sută față de primele trei luni ale anului), aportul principal aparținând achizițiilor IT&C (echipamente și *software*), Grafic 2.4. Investițiile își vor păstra probabil ritmul pozitiv, economia românească atrăgând în continuare investiții directe semnificative²¹ și având alocate resurse nerambursabile importante, aferente atât cadrului multianual european recent încheiat

Grafic 2.4. Investiții*



¹⁴ Când execuția bugetară a generat un sold negativ de -14,6 miliarde lei (echivalent cu 1,2 la sută din PIB).

¹⁵ În termeni anuali reali însă, creșterea acestora a continuat să încetinească (la 4,7 la sută, de la 7,9 la sută în trimestrul anterior).

¹⁶ Incluzând: cheltuielile cu proiectele cu finanțare din fonduri externe nerambursabile (impactul creșterii lor asupra soldului bugetar fiind însă cvasiechilibrat de evoluția relativ similară a sumelor primite de la UE), cu dobânzile (a căror dinamică anuală reală a rămas negativă), cu bunuri și servicii, precum și alte cheltuieli. Cheltuielile de personal au înregistrat în schimb un nivel doar marginal mai mare, iar în termeni anuali variația reală a acestora a continuat să scadă, coborând în teritoriul negativ.

¹⁷ În sens contrar a acționat ușoara comprimare a cheltuielilor cu asistența socială, a căror dinamică anuală reală a devenit negativă ca urmare a efectului de bază asociat indemnizațiilor de șomaj tehnic acordate în intervalul similar din 2020.

¹⁸ În același timp, veniturile bugetare totale și-au amplificat ritmul anual de creștere reală (la 18,1 la sută, de la 15,2 la sută) – inclusiv pe fondul continuării manifestării efectului de bază asociat facilităților fiscale acordate în 2020 în condițiile pandemiei COVID-19, precum și stării de urgență instituite în acest context –, majorându-și implicit ecartul pozitiv față de dinamica cheltuielilor bugetare totale.

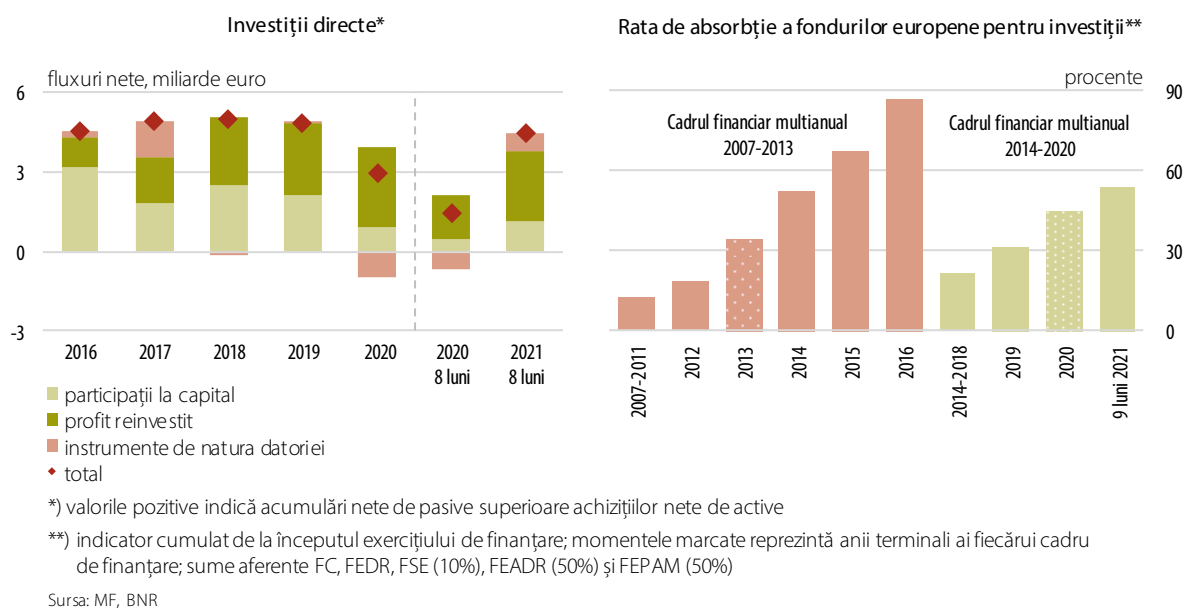
¹⁹ Toate componentele menționate au înregistrat și accelerări ale creșterii anuale în termeni reali.

²⁰ În trimestrul III 2020, deficitul bugetului general consolidat a coborât la 22,1 miliarde lei (2,1 la sută din PIB).

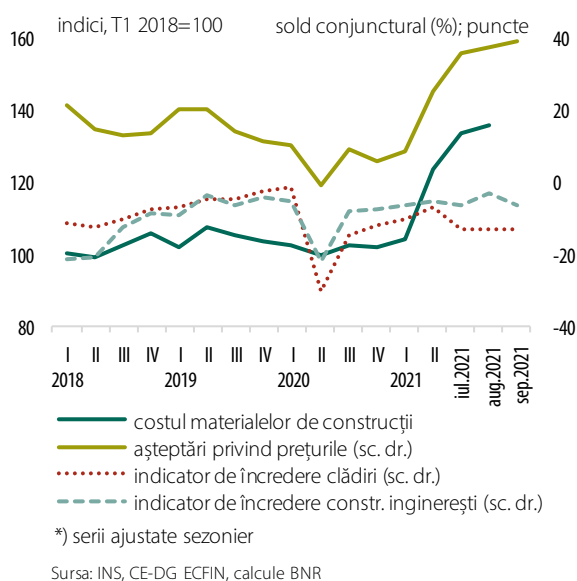
²¹ În primele opt luni ale acestui an, influxurile de participații la capital pentru firme ISD (inclusiv reinvestirea profiturilor) au consemnat cele mai mari valori pentru această perioadă din anii ulteriori crizei financiare (3,8 miliarde euro). În plus, creditele intragrup și-au inversat traiectoria, marcând intrări nete de circa 600 de milioane euro (față de ieșiri nete de aproape 1 miliard de euro în anul 2020).

(absorbite în proporție de 55 la sută până la jumătatea lunii octombrie), cât și exercițiului bugetar demarat în acest an, concomitent cu instrumentul NGEU²² (Grafic 2.5). Cu toate acestea, o intensificare de ritm este puțin probabilă în perioada următoare, în condițiile în care parcursul economiei locale (și, implicit, cel al acumulărilor de capital ale companiilor și populației) va fi afectat în continuare de creșterea globală a cotațiilor materiilor prime, de majorarea cheltuielilor de transport și de dificultățile de aprovizionare.

Grafic 2.5. Investiții directe și rata de absorbție a fondurilor europene pentru investiții



Grafic 2.6. Indicii ale perspectivei în construcții*



Investițiile de natura construcțiilor s-au restrâns ușor în termeni trimestriali (cu 0,4 la sută)²³, iar dinamizarea acestora nu se întrevide în următoarele luni, în condițiile în care firmele de profil întâmpină dificultăți în recuperarea costurilor de producție, pe fondul creșterii prețului materialelor, inclusiv din cauza insuficienței stocurilor. Prelungirea termenelor de procurare a materialelor și diferențele mari între prețurile actuale și cele precontractate este posibil să pericliteze în continuare proiectele aflate în derulare și să conducă chiar la amânarea demarării unor noi. Tendința va fi probabil mai pregnantă în cazul construcțiilor de clădiri (realizate cu precădere din surse private), după cum sugerează și înrăutățirea vizibilă a încrederii operatorilor (pe parcursul trimestrului III indicatorul CE-DG ECFIN asociat acestui segment a consemnat cel mai scăzut nivel de la începutul anului, respectiv -13 puncte), Grafic 2.6.

²² Comisia Europeană a aprobat PNRR pentru România în data de 27 septembrie, iar primele fonduri (prefinanțări în sumă de 1,3 miliarde euro) vor intra probabil în luna noiembrie.

²³ Conform datelor privind formarea brută de capital fix (SEC 2010).

Pe lângă influențele negative la nivelul ofertei, segmentul rezidențial va fi erodat și de temperarea puterii de cumpărare a populației, astfel încât scade probabilitatea concretizării proiectelor autorizate (în pofida creșterii remarcabile a suprafeței aferente acestora în cursul ultimelor 12 luni). Totodată, revenirea investițiilor în clădiri nerezidențiale este nesigură, mai ales pe segmentul birourilor (unde incertitudinea privind raportul telemuncă/prezență fizică în structura viitoare a modelului de lucru prelungește starea de expectativă în rândul dezvoltatorilor cu privire la demararea unor proiecte noi), dar și pe cel comercial, unde nu sunt anunțate livrări de mari suprafețe până la sfârșitul acestui an (dominante fiind spațiile de mici dimensiuni). Rămân totuși optimiste semnalele din piață în cazul construcțiilor logistice, România având astfel perspectiva de a-și consolida poziția de *hub* pentru regiunea de Sud-Est a Europei. Probleme în derularea proiectelor au întâmpinat și operatorii de construcții ingineresti (în intervalul mai-august, volumul lucrărilor s-a plasat cu 15 la sută sub media primelor patru luni ale anului curent). Totuși, situația se va ameliora în ultima parte a anului, întrucât pentru proiectele în execuție finanțate integral sau parțial din surse publice s-a putut solicita, în luna septembrie, o ajustare a valorii contractelor în conformitate cu variația prețurilor la materiale²⁴.

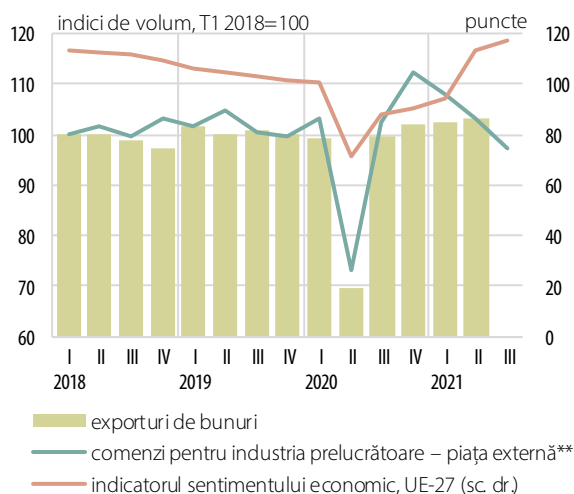
Achizițiile de echipamente (cu excepția celor din sfera IT&C) au încetinit față de primele trei luni ale anului, dar volumul acestora a rămas superior mediei trimestrelor III-IV 2020 (cu peste 10 la sută), preocupările companiilor continuând să reflecte prioritățile conturate odată cu izbucnirea crizei pandemice – creșterea gradului de automatizare și reducerea consumului energetic al proceselor tehnologice, creșterea capacităților de producție a energiei verzi, precum și înnoirea flotelor companiilor de transport.

Pe fondul îmbunătățirii graduale a sentimentului economic global, exporturile românești și-au păstrat panta moderat crescătoare în trimestrul II. O intensificare de ritm nu se întrevide însă pentru următoarele luni, în contextul disponibilității reduse pe plan mondial a microcipurilor. Trenarea activității industriale locale s-a regăsit într-o decelerare a importurilor. Este posibil ca evoluția să se prelungească, inclusiv pe seama temperării cererii de consum, ceea ce va antrena o nouă reducere a efectului negativ imprimat de cererea externă netă asupra dinamicii PIB (față de trimestrul I, acesta a scăzut la jumătate, până la -1,9 puncte procentuale).

În trimestrul II, volumul exporturilor de bunuri a crescut cu 0,7 la sută (variație trimestrială), principala contribuție aparținând livrărilor de bunuri intermediare și de consum (cu accelerări de ritm observate în industria prelucrării lemnului, fabricarea produselor din cauciuc și plastic, industria ușoară și cea a materialelor de construcții). În schimb, creșterea cifrei de afaceri externe a încetinit în industria echipamentelor electrice și în cea de mașini și echipamente, în timp ce livrările de autovehicule și componente s-au plasat la nivelul din primul trimestru (Grafic 2.7). Importurile de bunuri s-au majorat cu 1 la sută în termeni trimestriali, marcând o temperare de ritm față de intervalul anterior, atribuită tuturor categoriilor majore, cu excepția bunurilor de consum (Grafic 2.8).

²⁴ Potrivit Ordonanței Guvernului nr. 15/31.08.2021 privind reglementarea unor măsuri fiscal-bugetare.

Grafic 2.7. Exporturi*

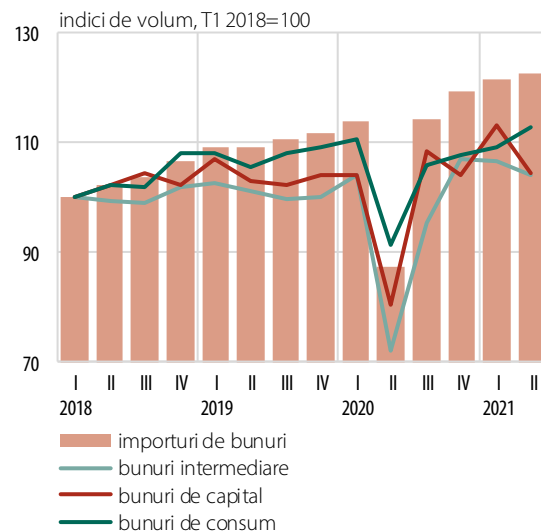


*) serii ajustate sezonier

**) iul.-aug. pentru ultimul moment

Sursa: INS, CE-DG ECFIN, calcule BNR

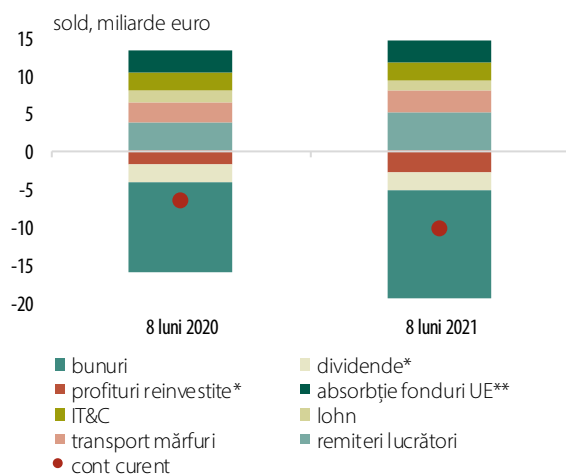
Grafic 2.8. Importuri*



*) serii ajustate sezonier

Sursa: INS, Eurostat

Grafic 2.9. Contul curent și principalele componente



*) firme ISD

**) înregistrate în conturile de venituri

Sursa: BNR

Dezechilibrul balanței bunurilor a reprezentat în continuare principalul canal de adâncire a deficitului contului curent, a cărui valoare a depășit 10 miliarde euro în primele opt luni (Grafic 2.9). O contribuție suplimentară a venit profiturilor reinvestite aferente companiilor ISD, pe fondul îmbunătățirii rezultatelor economice din acest an. Cu o valoare de 2,7 miliarde euro, aceste influxuri constituie sursa cea mai importantă pentru finanțarea deficitului de cont curent din fonduri negeneratoare de datorie, iar perspectiva este favorabilă, dată fiind dinamica moderat-pozitivă a economiei locale, anticipată pentru a doua jumătate a acestui an. În ceea ce privește cea de a doua sursă – fluxurile înregistrate în contul de capital – valoarea cumulată pe primele opt luni s-a diminuat (până la 1,7 miliarde euro), semnale optimiste conturându-se însă și în acest caz, dacă avem în vedere fondurile europene consistente alocate României începând din acest an, destinate

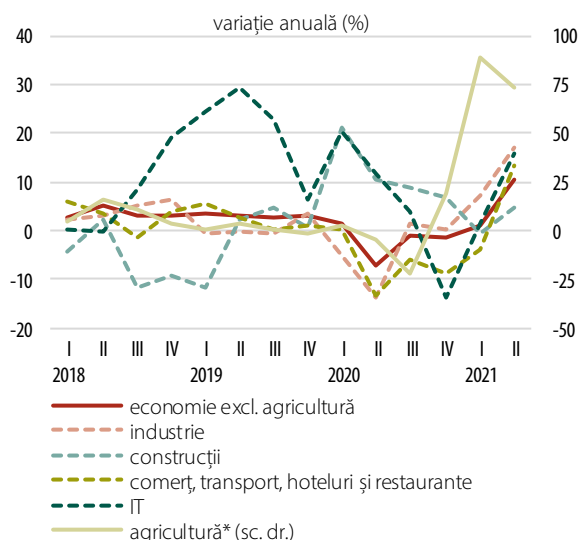
finanțării unor proiecte de investiții. Pe lângă aportul direct în finanțarea autonomă a contului curent, aceste fluxuri au potențialul de a stimula noi investiții directe, o intensificare a proiectelor realizate din fondurile respective (în special pentru ameliorarea infrastructurii, tranziția spre economia verde, digitalizare) regăsindu-se și într-o creștere a atractivității economiei locale.

Productivitatea muncii

Productivitatea muncii în economie a continuat să avanseze într-un ritm moderat în intervalul aprilie-iunie – avans trimestrial de 0,3 la sută, în ușoară decelerare față de primele trei luni ale anului. Temperarea a reflectat însă în bună măsură câteva

influențe conjuncturale care și-au lăsat amprenta asupra activității din agricultură și industrie – întârzierea recoltării, respectiv penuria ce caracterizează piața microcomponentelor electronice –, ambele sectoare beneficiind însă de o serie de investiții aflate în derulare, care oferă perspective pozitive în ceea ce privește productivitatea pe termen mediu. De altfel, investițiile pe ansamblul economiei au afișat o dinamică favorabilă și în trimestrul II 2021, remarcându-se avansul cheltuielilor

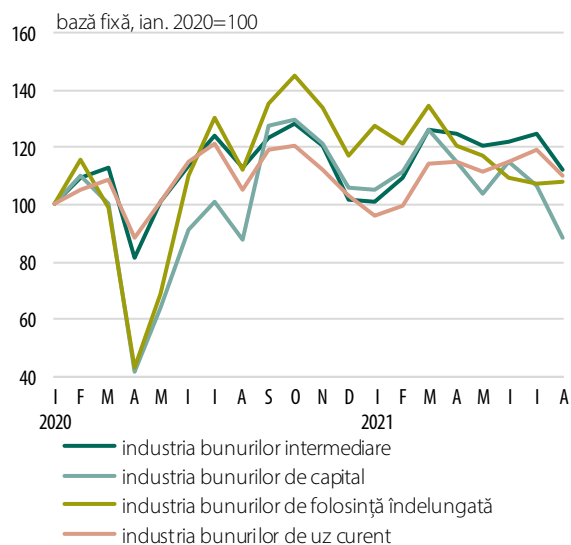
Grafic 2.10. Productivitatea muncii în economie



*) schimbare metodologică începând cu T1 2021

Sursa: INS, calcule BNR

Grafic 2.11. Productivitatea muncii în industria prelucrătoare



Sursa: INS

cu componenta IT&C, atât *software*, cât și echipamente, fapt ce sugerează continuarea procesului de digitalizare care a accelerat odată cu debutul pandemiei. Efectul benefic al acestor investiții în planul productivității muncii se resimte însă gradual, fructificarea integrală a potențialului noilor tehnologii realizându-se treptat, pe măsură ce forța de muncă reușește să le asimileze și să le utilizeze eficient (Grafic 2.10).

Comparativ cu primele trei luni ale anului, segmentul industrial și-a redus productivitatea muncii în trimestrul II 2021 și în prima parte a trimestrului III, în principal ca urmare a constrângerilor pe latura ofertei care au determinat contracția activității în industria auto și parțial în unele ramuri conexe (Grafic 2.11). Lipsa ansamblurilor electronice a făcut ca principalii producători din acest sector să își întrerupă activitatea pentru mai multe zile pe parcursul trimestrului, situație care este de așteptat să se perpetueze cel puțin până la finalul anului. Industria manufacturieră continuă totuși să beneficieze de parcursul alert al cererii din partea populației, ramurile producătoare de bunuri de consum (îndeosebi de uz curent, grevate mai puțin intens de criza componentelor) afișând în perioada analizată cele mai favorabile ritmuri. În ciuda materializării unor proiecte de investiții importante în sectoare semnificative precum industriile de fabricare a materialelor de construcții, a echipamentelor electrice, a altor mijloace de transport sau metalurgia, perspectivele în industrie se mențin rezervate pentru perioada imediat următoare, în condițiile persistenței blocajelor existente în lanțurile internaționale de producție. În sensul unor potențiale câștiguri de productivitate, se remarcă recent un interes în creștere al operatorilor din industria manufacturieră pentru investițiile în producția proprie de energie în cogenerare, date fiind costurile tot mai împovărătoare cu această resursă.

Evoluții pe piața muncii

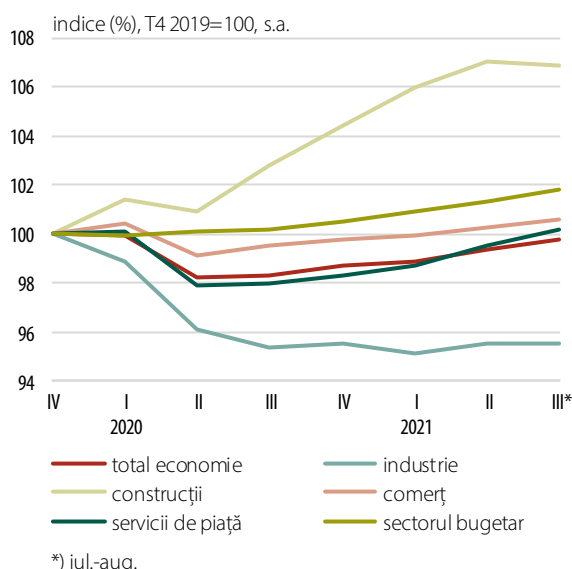
Condițiile de pe piața muncii s-au menținut favorabile în intervalul iulie-august 2021, comparativ cu trimestrul II. Totuși, se remarcă o temperare a optimismului în rândul

operatorilor economici, care poate fi pusă pe seama îngrijorărilor privind înrăutățirea situației medicale și economice în ultima parte a anului. Rata anuală de creștere a salariilor se menține sub nivelul preciză, însă deteriorarea așteptărilor inflaționiste ar putea genera presiuni viitoare, în contextul renegocierii contractelor la început de an.

Dinamica anuală a efectivului de salariați din economie s-a menținut pe o traiectorie ascendentă în perioada iulie-august 2021, urcând până la 1,6 la sută (față de 1,3 la sută în trimestrul II 2021). Extinderi ale schemelor de personal s-au observat în aproape toate sectoarele economice, un ritm alert al angajărilor remarcându-se în domeniile avantajate de contextul pandemic (sănătate, IT, poștă și curierat) sau în construcții, a căror activitate a fost favorizată de proiectele rezidențiale aflate în derulare. O evoluție pozitivă a prezentat și sectorul HoReCa, unde numărul de angajați a ajuns în proximitatea nivelului pre-pandemic. Industria în schimb continuă să evolueze modest, numărul de angajați stabilizându-se la un prag inferior celui de dinaintea izbucnirii crizei sanitare – doar câteva ramuri au scheme de personal vizibil superioare pragului respectiv: industria echipamentelor electrice, a materialelor nemetalice și cea farmaceutică (Grafic 2.12).

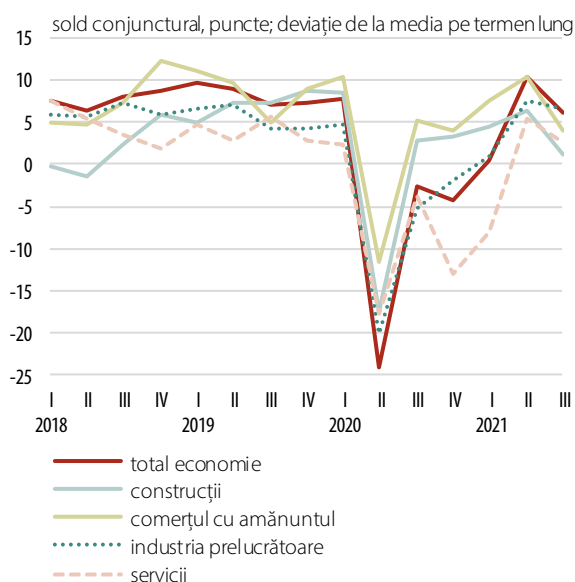
Capacitatea economiei de a crea locuri de muncă s-a menținut relativ redusă, inclusiv pe fondul avansării procesului de automatizare și digitalizare, rata locurilor de muncă vacante rămânând constantă în prima jumătate a anului 2021, în timp ce ambele rate ale șomajului s-au poziționat pe o traiectorie descendentă de la începutul anului. Astfel, rata șomajului BIM²⁵ a coborât de la 5,9 la sută în trimestrul I 2021 la 5,3 la sută în trimestrul II, iar cele mai recente date cu frecvență lunară indică o poziționare la circa 5,2 la sută în intervalul iulie-august. În același timp, rata șomajului înregistrat s-a diminuat până la 2,9 la sută în perioada iulie-august 2021 (față de 3,2 la sută în trimestrul II și 3,3 la sută în trimestrul I), în intervalul analizat expirând perioada

Grafic 2.12. Efectivul salariaților din economie



Sursa: INS, calcule și estimări BNR

Grafic 2.13. Așteptările operatorilor economici privind numărul de salariați în următoarele 3 luni*

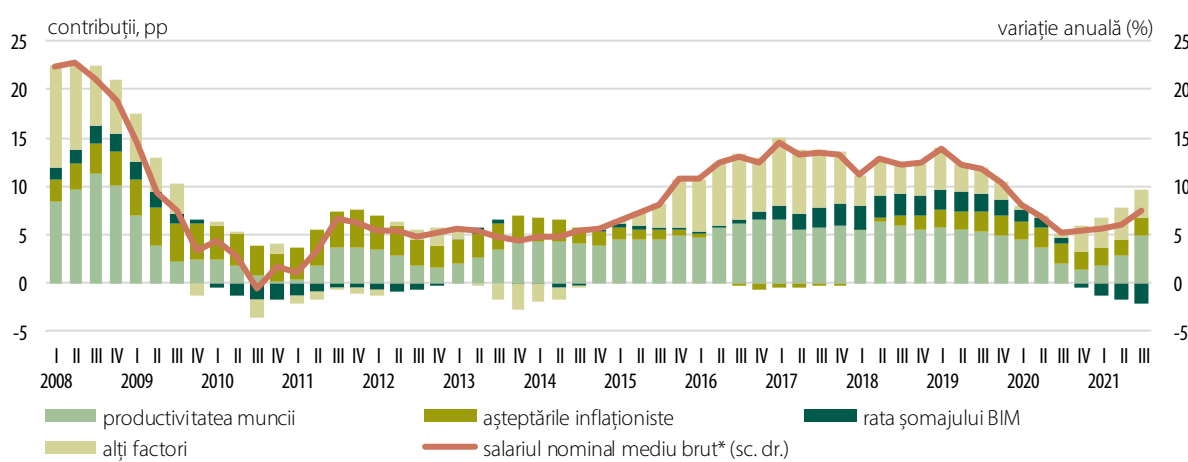


Notă: Media pe termen lung se referă la perioada iunie 2002 – septembrie 2021.

Sursa: INS, CE-DG ECFIN, calcule BNR

²⁵ Indicatorul rămâne afectat de modificările metodologice implementate la nivel european în scopul armonizării seriilor de date între statele membre, astfel că valorile aferente anului 2021 nu sunt comparabile cu cele disponibile pentru anii anteriori.

de acordare a indemnizației de șomaj acordată persoanelor afectate de criza COVID-19 în urmă cu un an, a cărei durată maximă era stabilită la 12 luni. Semnalele privind cererea de forță de muncă au rămas relativ favorabile pentru ultima parte a anului 2021, observându-se însă o temperare a optimismului operatorilor economici generată probabil de temerea față de o posibilă înrăutățire a situației medicale în ultima parte a anului și, prin urmare, o înăsprire a restricțiilor, dar și de problemele legate de aprovizionare și creșterea costurilor cu materiile prime și utilitățile, factori care limitează activitatea – indicatorul DG ECFIN privind numărul de angajați s-a plasat la 107,2 puncte în luna septembrie, în coborâre cu 6 puncte față de maximum înregistrat în luna aprilie 2021 (Grafic 2.13). În perspectivă, agravarea situației epidemiologice ar putea avea repercusiuni și asupra ofertei de forță de muncă, deja marcată de deficiențe structurale cronice; relevante în acest sens sunt și rezultatele celui mai recent sondaj Manpower, care plasează în continuare România în rândul țărilor în care procentul companiilor care se confruntă cu deficit de personal calificat/pregătit este unul covârșitor (aproape 80 la sută).

Grafic 2.14. Contribuția factorilor determinanți la dinamica salariului mediu brut pe economie²⁶

*) corectat cu efectul transferului sarcinii fiscale a obligațiilor privind contribuțiile sociale datorate de angajator către angajat începând cu anul 2018

Notă: În această specificație a curbei Phillips pe piața muncii, dinamica salariilor este determinată de productivitatea muncii, condițiile de pe piața muncii și anticipațiile privind inflația ale participanților pe piața muncii (presupuse adaptive) astfel:

$$\Delta \text{salariu mediu brut}_t = \beta_1 \Delta \text{salariu mediu brut}_{t-1} + \beta_2 \Delta \text{productivitatea muncii}_t + \beta_3 \Delta \text{IPC}_{t-2} + \beta_4 \Delta \text{rata șomajului BIM}_{t-2} + \text{alți factori}$$

Sursa: INS, Eurostat, estimări și prognoze BNR

Rata anuală de creștere a câștigului salarial mediu brut pe economie s-a temperat în perioada iulie-august 2021 până la 6,1 la sută, de la 9,6 la sută în trimestrul II, traiectoria sa fiind puternic marcată de impactul programelor guvernamentale de retenție a forței de muncă din ultimul an. Ajustând efectul acestor măsuri, se observă o ușoară intensificare a dinamicii salariilor efectiv suportate de companii (care s-a menținut totuși sub nivelurile consemnate în anii anteriori izbucnirii pandemiei), aceasta fiind susținută de evoluția favorabilă a productivității muncii. Influențe de sens contrar au continuat să exercite condițiile mai puțin favorabile de pe piața muncii din trimestrele anterioare. Totodată, efectele directe și de demonstrație din

²⁶ Salariul mediu brut pe economie și productivitatea muncii au fost ajustate prin excluderea persoanelor aflate în șomaj tehnic și a indemnizațiilor aferente suportate de stat în T2 2020, respectiv a sumelor decontate de stat în T3 2020 pentru reactivarea contractelor suspendate în perioada stării de urgență (în cuantum de 41,5 la sută din salariul brut). Productivitatea muncii și rata șomajului BIM au fost corectate cu impactul modificării metodologice operate la începutul anului 2021 la nivelul ocupării forței de muncă.

partea sectorului bugetar s-au restrâns considerabil; în acest caz, dinamica anuală salarială a intrat în teritoriul negativ, temperarea indusă de decizia de plafonare a salariilor la finele anului 2020 fiind amplificată de renunțarea la acordarea tichetelor de vacanță de către autorități și, probabil, de diminuarea stimulentele acordate în sistemul de sănătate personalului implicat în tratarea pacienților infectați cu virusul SARS-CoV-2 și/sau în procesul de vaccinare a populației (Grafic 2.14).

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

Ascensiunea cotațiilor internaționale ale principalelor materii prime din prima jumătate a anului s-a prelungit în intervalul iulie-august, date fiind creșterile substanțiale pe segmentul bunurilor energetice. Contribuția celor din urmă a fost decisivă pentru saltul consistent al prețurilor de import și al celor de producție pentru piața internă. O menținere a presiunilor s-a remarcat și pe filiera materiilor prime agricole, în pofida recoltei autohtone bogate, având în vedere estimările mai puțin favorabile pe plan global. Presiuni suplimentare ar putea veni în perioada următoare pe canalul costurilor unitare cu forța muncă, acestea fiind deja vizibile în unele ramuri industriale.

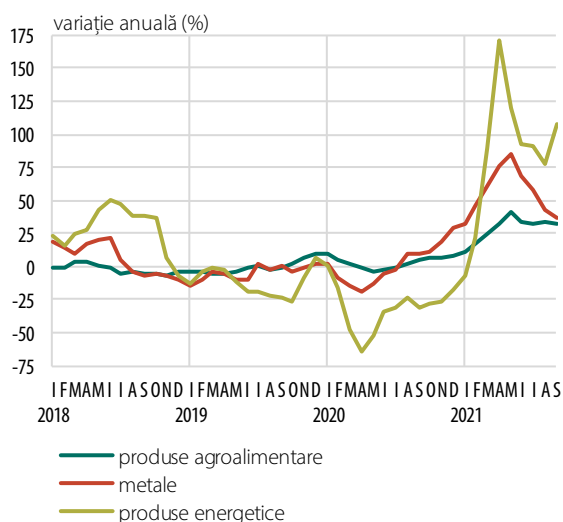
2.1. Prețurile de import

În trimestrul III, cotațiile materiilor prime s-au menținut pe traiectorie crescătoare, pe fondul evoluțiilor din zona energetică. Din perspectivă curentă, prețurile materiilor prime energetice au consemnat un nou avans, indicele corespunzător calculat de Banca Mondială majorându-se cu peste 16 la sută în termeni trimestriali, rata anuală depășind astfel 90 la sută. Contribuția decisivă a revenit ascensiunii cotațiilor gazelor naturale și ale cărbunelui, dată fiind cererea puternică pentru producția de energie electrică, peste care s-a suprapus efectul unui deficit de ofertă, generat de diminuarea producției din surse regenerabile. În Europa, prețurile gazelor naturale au crescut la niveluri record sub influența unui cumul de factori: (i) reorientarea către utilizarea gazelor în producerea energiei electrice (în detrimentul cărbunelui) în contextul strategiei de decarbonizare promovate în cadrul UE, (ii) nivelurile reduse ale stocurilor, (iii) limitarea cantităților furnizate de către principalii jucători (Rusia, Norvegia, Țările de Jos) și (iv) cererea susținută pentru gaz natural lichefiat din partea țărilor asiatice. În cazul cotației Brent, aceasta a urmat o traiectorie moderat-ascendentă, respectiv o creștere trimestrială de 6 la sută, ulterior avansului de peste 13 la sută în trimestrul II. La începutul lunii octombrie prețul petrolului a sărit însă peste pragul de 80 dolari SUA/baril, pe fondul deciziei OPEC+ de a nu majora limitele agreeate pentru creșterea producției și al uraganelor care au afectat temporar facilitățile de producție din SUA.

Încetinirea avansului activității industriale, în contextul problemelor înregistrate la nivelul lanțurilor de producție (atât criza semiconductorilor, cât și cea legată de transportul naval), și aprecierea dolarului american au favorizat o ușoară temperare a

avansului anual al indicelui prețurilor metalelor industriale calculat de Banca Mondială pe parcursul trimestrului III, acesta rămânând însă consistent (46 la sută). Evoluțiile în domeniul energetic exercită influențe mixte asupra traiectoriei prețurilor diferitelor metale, producția energointensivă și poluantă fiind descurajată atât de creșterea prețurilor, cât și de eforturile autorităților de reducere a poluării. Astfel, diminuarea puternică a producției de oțel (foarte poluantă), corelată și cu o încetinire a activității de construcții din China (pe seama eforturilor de reformare a sistemului financiar), a condus la o prăbușire a cererii pentru minereul de fier și, prin urmare, a cotației acestuia. În același timp însă restrângerea producției de aluminiu (una dintre cele mai energointensive industrii) a favorizat creșterea puternică a cotației acestuia (tendința fiind accentuată de problemele de aprovizionare cu bauxită, pe fondul crizei politice din Guinea). Alte metale precum nichelul, zincul sau litiul, folosite cu precădere în industria electronică, și-au menținut nivelurile în apropierea maximelor istorice.

Grafic 2.15. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, calcule BNR

Indicele cotațiilor agroalimentare calculat de FAO și-a temperat creșterea în perioada iulie-septembrie, rata anuală menținându-se însă la un nivel ridicat (peste 33 la sută), în condițiile unei cereri robuste (Grafic 2.15). Evoluțiile din ultima parte a intervalului indică potențiale intensificări de ritm pe unele segmente (cereale, plante oleaginoase, zahăr), în contextul reevaluării perspectivei recoltelor, impuse de diverse fenomene meteo (secetă și îngheț în Brazilia, uragane în SUA, precipitații abundente în unele zone ale Europei).

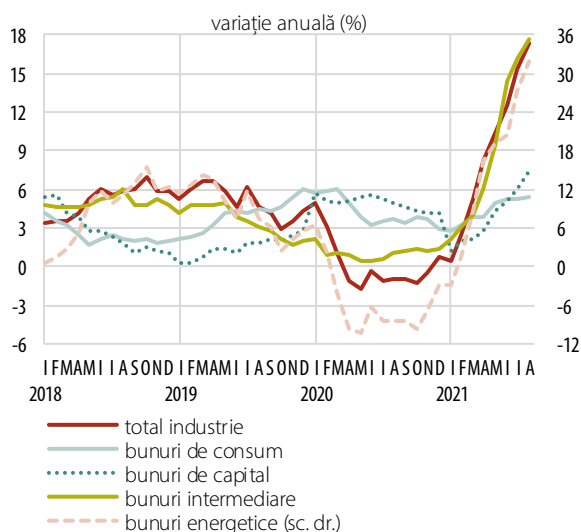
Trendul ascendent generalizat al prețurilor materiilor prime din prima jumătate a anului s-a reflectat și la nivelul indicelui valorii unitare a importurilor, care în trimestrul II și-a consolidat traiectoria ascendentă (+6,3 puncte procentuale față de trimestrul I, până la 107,2 la sută), astfel încât presiunile de creștere provenite din partea prețurilor de import s-au

intensificat. Mișcările cele mai ample în sens ascendent s-au consemnat în cazul metalelor și produselor energetice, indicii valorii unitare corespunzători acestor grupe de bunuri având accelerări însemnate de ritm. De asemenea, au continuat să exercite presiuni prețurile externe pentru produsele alimentare, grupele cu contribuție semnificativă la această tendință fiind carnea, grăsimile, zahărul.

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

Dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă și-a continuat parcursul puternic ascendent, în perioada iulie-august 2021 ajungând la 16,4 la sută (+6 puncte procentuale față de trimestrul II). Majorările ample ale prețurilor produselor energetice, în special energie electrică și gaze naturale, au reprezentat principalul factor explicativ, acestea regăsindu-se în avansul semnificativ al grupei bunurilor energetice și fiind preluate rapid și de prețurile altor categorii de bunuri, în special în ramurile cu un consum energetic ridicat (Grafic 2.16). Sondajul INS/DG ECFIN din

Grafic 2.16. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Sursa: INS, Eurostat

septembrie 2021 sugerează continuarea tendințelor curente și în perioada următoare, soldul conjunctural aferent evoluției anticipate a prețurilor majorându-se cu peste 8 puncte procentuale față de perioada iulie-august.

Grupa bunurilor energetice consemnează cea mai însemnată creștere (29,7 la sută, +11,1 puncte procentuale față de trimestrul II), cu cea mai ridicată contribuție la accelerarea dinamicii anuale a prețurilor producției industriale. Evoluția reflectă traiectoria pronunțat ascendentă a cotațiilor energiei electrice și gazelor naturale. În cazul acestora, alături de factorii externi își pun amprenta și factorii interni: stocurile mici²⁷ și declinul natural al producției autohtone, care contribuie la majorarea importurilor în cazul gazelor, respectiv oferta autohtonă redusă de energie electrică (atât cea din hidrocentrale și centrale eoliene ca urmare a condițiilor meteo

neprielnice, cât și cea din termocentrale și centrale nucleare confruntate cu întreruperi conjuncturale).

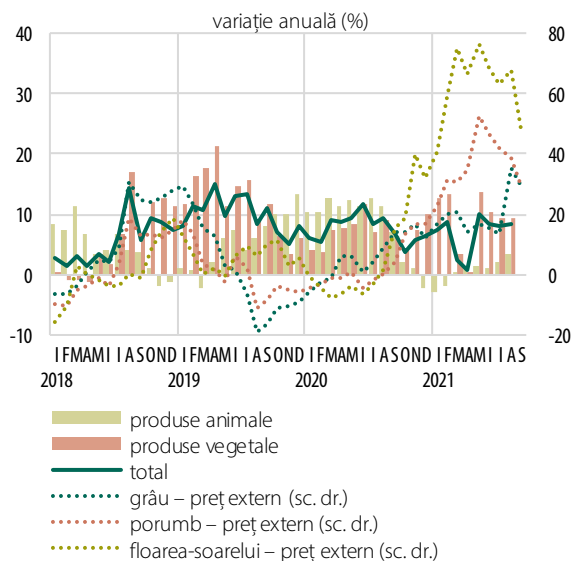
Accelerări de ritm au consemnat și bunurile intermediare (+7 puncte procentuale, până la 16,9 la sută) și cele de capital (2,8 puncte procentuale, până la 6,8 la sută), influența ascensiunii prețurilor produselor energetice (producția de profil fiind caracterizată de o intensitate energetică mai ridicată) fiind amplificată de costurile mari de transport și de scumpirea mai amplă a unor materii prime (aluminiiu și lemn²⁸).

Și dinamica anuală a prețurilor de producție a bunurilor de consum a continuat să se majoreze (+0,6 puncte procentuale, până la 5,3 la sută), în principal pe seama alimentelor (produsele din carne având un rol decisiv). Evoluția a încorporat, de asemenea, influența unor efecte de bază favorabile în industria farmaceutică, determinate de scumpirile ample ale acestor produse în perioada similară a anului anterior. Deși se observă o detensionare a presiunilor în cazul cărnii de porc, odată cu majorarea ofertei în Europa (în condițiile interzicerii exportului Germaniei către China), creșterile de preț la celelalte categorii de carne, în special de pui (în contextul cazurilor de gripă aviară în numeroase țări europene), precum și sporirea costurilor cu utilitățile reprezintă o sursă de presiune pentru operatorii de profil, condițiile favorabile ale cererii interne facilitând transferarea acestora în preț.

²⁷ Odată cu liberalizarea pieței, s-a renunțat la impunerea unor stocuri minime pentru fiecare furnizor, iar cantitatea de gaze din depozite este mult inferioară nivelului consemnat în anul anterior; în intervalul iulie-august aceasta a reprezentat circa 50 la sută din capacitatea totală de înmagazinare (comparativ cu peste 80 la sută în perioada similară a anului anterior).

²⁸ Deși prețul extern al lemnului consemnează începând cu luna iunie o inversare a tendinței ascendente, producătorii autohtoni resimt în continuare presiuni, pe fondul restrângerii ofertei interne, ca urmare înăsprii progresive în ultimii ani a legislației în domeniu.

Grafic 2.17. Prețurile producției agricole



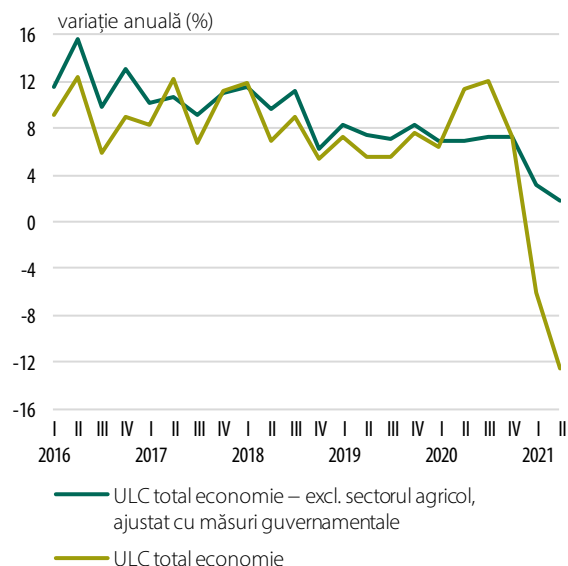
Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

În perioada iulie-august variația anuală a prețurilor producției agricole a cunoscut o accelerare față de media trimestrului II, până la 8,1 la sută (+1,8 puncte procentuale), tendința fiind vizibilă atât pe segmentul vegetal (+1,2 puncte procentuale, până la 9,4 la sută), cât și pe cel al produselor de origine animală (+1,6 puncte procentuale, până la 2,7 la sută). În primul caz se remarcă o accelerare puternică pe segmentul cartofilor, pe fondul manifestării unui efect de bază și al unor estimări mai pesimiste privind producția în prima parte a intervalului. În perioada următoare prețul cerealelor este de așteptat să resimtă efectul perspectivelor mai puțin favorabile la nivel global, dată fiind corelația accentuată a prețurilor interne cu cele externe. În ceea ce privește produsele de origine animală, evoluția este asociată mișcărilor ascendente la majoritatea sortimentelor de carne, cu excepția celei de porc (Grafic 2.17).

Costurile unitare cu forța de muncă

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe total economie s-a adâncit în teritoriul negativ în trimestrul II 2021, până la -12,6 la sută (față de -6,1 la sută în trimestrul I), reflectând schimbarea metodologică operată la începutul anului la

Grafic 2.18. Costurile unitare cu forța de muncă



Sursa: INS, calcule BNR

nivelul ocupării forței de muncă²⁹, dar și un puternic efect de bază asociat primului val pandemic. Astfel, pentru a surprinde mai bine evoluția explicată de fundamentele economice s-a recurs la excluderea sectorului agricol, precum și la ajustarea indicatorului cu măsurile guvernamentale de retenție a forței de muncă. Variația anuală a ULC în acest caz prezintă o evoluție mai temperată, diminuându-se până la 1,8 la sută, față de 3,1 la sută în primele trei luni ale anului, pe fondul evoluției economice favorabile (Grafic 2.18).

Ulterior însă, datele cu frecvență lunară aferente sectorului industrial, disponibile pentru intervalul iulie-august, relevă o accelerare a dinamicii anuale a costurilor salariale până la 6,1 la sută (față de -13,4 la sută în trimestrul II 2021). Dincolo de dispararea efectului de bază asociat primului val pandemic, activitatea industrială din numeroase

ramuri manufacturiere este perturbată de sincopile manifestate în lanțurile de aprovizionare, care antrenează creșteri cu două cifre ale ULC (peste 15 la sută) în industrii producătoare de bunuri intermediare (prelucrarea lemnului, chimie, minerale nemetalice, fabricarea echipamentelor electrice), precum și în cele producătoare de

²⁹ Excluderea unui număr considerabil de persoane care produc bunuri agricole destinate exclusiv sau majoritar autoconsumului din categoria persoanelor ocupate.

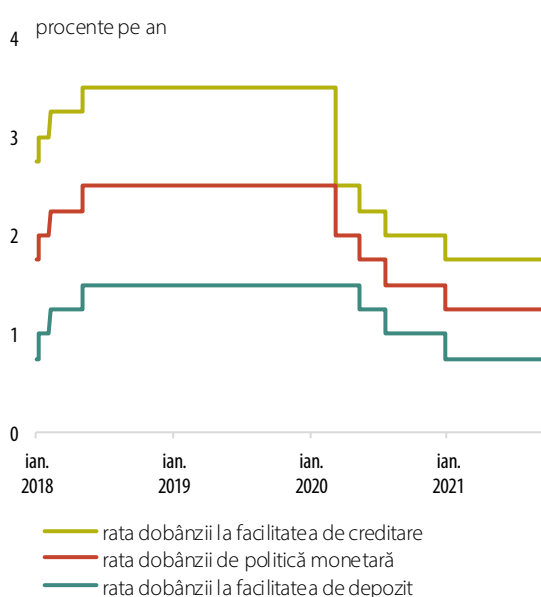
bunuri de capital (auto). Dacă în ramurile menționate anterior creșterile ULC nu sunt neapărat asociate unor presiuni inflaționiste sau unor pierderi de competitivitate, evaluarea nu este valabilă și pentru unele segmente din sectorul bunurilor de consum, în speță industria ușoară și fabricarea mobilei (cu variații anuale cuprinse între 10 la sută și 23 la sută); în industria alimentară și a fabricării băuturilor dinamica a fost mai moderată, de aproximativ 4 la sută. Singurele ramuri în care dinamica productivității a depășit-o pe cea a salariilor au fost industria farmaceutică, metalurgia, industria calculatoarelor și a produselor electronice și sectorul de fabricare a altor mijloace de transport.

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În luna august 2021, BNR a prelungit statu-quo-ul ratelor dobânzilor reprezentative, în condițiile păstrării controlului strict asupra lichidității de pe piața monetară, pentru ca în octombrie să majoreze cu 0,25 puncte procentuale rata dobânzii de politică monetară, la 1,50 la sută, precum și ratele dobânzilor aferente facilității de depozit și facilității de creditare, la 1,00 la sută, respectiv la 2,00 la sută, în contextul preservării controlului ferm asupra lichidității din sistemul bancar (Grafic 3.1). Ratele RMO aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost păstrate la nivelurile în vigoare, de 8 la sută, respectiv 5 la sută. Continuarea ajustării conduitei politicii monetare a vizat readucerea și menținerea ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe orizontul mai îndepărtat de timp, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile în contextul procesului de consolidare fiscală și în condiții de protejare a stabilității financiare.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Deciziile Consiliului de administrație al BNR din luna august au fost adoptate în condițiile înrăutățirii evoluției curente și, mai ales, a celei anticipate a inflației, însă, preponderent, sub impactul șocurilor adverse pe partea ofertei și într-un context marcat de incertitudini și riscuri crescute decurgând din evoluția pandemiei și din măsurile restrictive asociate.

Astfel, rata anuală a inflației a continuat să crească deasupra limitei de sus a intervalului țintei în iunie și să depășească nivelul prognozat, urcând la 3,94 la sută, de la 3,75 la sută în luna mai și de la 3,05 la sută în martie, în principal ca efect al scumpirii combustibililor, pe fondul majorării cotațiilor petrolului³⁰. Totodată, noile date au reconfirmat redresarea considerabil mai alertă decât cea anticipată a activității economice în primele trei luni

³⁰ Ușoare influențe au venit și din creșterea prețurilor legumelor și fructelor, precum și a prețului produselor din tutun. În același timp, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a stopat trendul descendent în trimestrul II, ceva mai devreme decât s-a anticipat, mărindu-se marginal în iunie, la 2,9 la sută, de la 2,8 la sută în martie; evoluția reflecta efectele temporare ale creșterii relativ abrupte a cererii de consum odată cu relaxarea unor restricții, mai ales în cazul serviciilor, suprapuse celor venind din perturbări pe partea ofertei și din costuri asociate scumpirii materiilor prime și măsurilor de prevenire a răspândirii coronavirusului.

ale anului, implicând redeschiderea *gap*-ului pozitiv al PIB în acest interval, în devans cu două trimestre față de prognoza pe termen mediu din luna mai, asociată și cu o creștere foarte amplă în termeni anuali a deficitului de cont curent.

Inclusiv pe acest fond, în contextul exercițiului de prognoză din august, traiectoria anticipată a ratei anuale a inflației a fost din nou revizuită considerabil în sens ascendent pe termen scurt și într-o mai mică măsură pe cel de-al doilea segment al orizontului proiecției, în principal ca urmare a creșterii probabil mult mai consistente consemnate deja în iulie de tarife/prețurile produselor energetice – gaze naturale, energie electrică și combustibili³¹. Acestea erau de natură să amplifice și să prelungească impactul inflaționist tranzitoriu al șocurilor pe partea ofertei, dar și să genereze, ca revers, efecte de bază dezinflaționiste semnificative în 2022³², suplimentar celor asociate scumpirii energiei electrice în luna ianuarie 2021 și creșterii cotației petrolului din primul semestru al anului curent.

În același timp, presiunile factorilor fundamentali erau așteptate să devină mai pregnant inflaționiste pe orizontul proiecției decât se anticipase anterior, în condițiile intensificării lor totuși graduale, având în vedere perspectiva creșterii excedentului de cerere agregată la cote relativ mai ridicate, deși într-un ritm ceva mai lent, date fiind: (i) redeschiderea acestuia în devans față de previziunile anterioare și (ii) creșterea probabil robustă a economiei în anii următori, doar marginal mai temperată decât cea previzionată în luna mai, în contextul atragerii de fonduri europene aferente instrumentului „Next Generation EU”, de natură să contrabalanseze, cel puțin parțial, impactul contracționist al consolidării bugetare. Ușoare efecte inflaționiste relativ mai pronunțate se anticipau și din partea dinamicii prețurilor importurilor non-energie, iar pe segmentul apropiat de timp, din anticipații inflaționiste pe termen scurt și din efecte indirecte ale unor șocuri pe partea ofertei.

În aceste condiții, rata anuală a inflației era așteptată să urce mult mai pronunțat deasupra intervalului țintei în semestrul II 2021 decât se anticipase anterior, până la 5,6 la sută în decembrie 2021, iar, în urma corecțiilor descendente din prima parte a anului viitor, antrenate de efecte de bază, să coboare, dar să și rămână marginal sub limita de sus a intervalului țintei, respectiv la 3,4 la sută³³. Totodată, rata anuală a inflației CORE2 ajustat era anticipată să își accelereze creșterea în semestrul II 2021, iar, după o mică fluctuație, să se stabilizeze la nivelul de 3,4 la sută³⁴.

Evoluția pandemiei și a măsurilor restrictive asociate generau totuși, cel puțin pe termen scurt, incertitudini și riscuri crescute la adresa noii perspective, date fiind reluarea creșterii infectărilor pe plan intern și încetinirea puternică a ritmului vaccinării, precum și semnele emergenței unui nou val pandemic în Europa și pe alte

³¹ Prezumate a adăuga circa 1 punct procentual la dinamica anuală a inflației încă din prima lună a semestrului II 2021.

³² Influențe în dublu sens pe orizonturi diferite de timp, dar similare ca intensitate celor previzionate anterior, erau așteptate să vină din trendul ascendent al cotațiilor internaționale ale unor materii prime, mai ales agroalimentare, resimțite prioritar la nivelul inflației de bază.

³³ Față de 4,1 la sută, respectiv 3,0 la sută anticipate pentru aceleași momente de referință de proiecția macroeconomică anterioară (*Raportul asupra inflației*, ediția din mai 2021).

³⁴ Superior valorilor de 2,8 la sută și 3,1 la sută indicate de precedentă prognoză pentru finalul anului 2021, respectiv al orizontului proiecției.

continente, pe fondul răspândirii rapide a variantei Delta, mai contagioase, de coronavirus. Surse de incertitudini și riscuri rămăneau, însă, și conduita politicilor fiscale și absorbția fondurilor europene, în special a celor aferente programului „Next Generation EU”. Din această perspectivă, importante erau coordonatele preconizatei rectificări bugetare și strategia de consolidare bugetară prezumată a fi elaborată până în toamnă, conform recomandărilor instituțiilor europene, precum și aprobarea de către CE a Planului Național de Redresare și Reziliență.

Datele statistice publicate ulterior au arătat că rata anuală a inflației și-a mărit considerabil distanța față de limita de sus a intervalului țintei în primele două luni ale trimestrului III, urcând ușor peste așteptări, până la 5,25 la sută în august, în principal sub impactul creșterii considerabile a prețurilor gazelor naturale și energiei electrice în luna iulie și al continuării scumpirii combustibililor, preponderent pe seama categoriei non-benzină și motorină. În același timp, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accentuat întrucâtva trendul ascendent, inclusiv în raport cu așteptările, majorându-se la 3,2 la sută în august – evoluție reflectând, însă, la rândul ei, prioritar efecte directe și indirecte ale șocurilor interne și externe pe partea ofertei³⁵, potențate de cererea sporită de bunuri și servicii manifestată ulterior ridicării restricțiilor de mobilitate.

În același timp, activitatea economică a continuat să crească în trimestrul II 2021, într-un ritm trimestrial relativ încetinit³⁶, dar ceva mai alert decât s-a anticipat, făcând probabilă mărirea excedentului de cerere agregată în acest interval în linie cu prognoza din luna august. Totodată, pe fondul efectului de bază asociat contracției severe suferite de economie în perioada similară a anului trecut, dinamica ei anuală s-a majorat la 13,0 la sută, de la -0,2 la sută în trimestrul I, cu susținerea tuturor componentelor majore ale cererii agregate. Principalul determinant l-a constituit consumul privat, care s-a mărit totuși sub așteptări în termeni anuali și a fost secondat îndeaproape, ca aport, de variația stocurilor. O contribuție pozitivă, deși mult mai modestă, a avut formarea brută de capital fix³⁷, iar exportul net și-a diminuat aportul negativ la dinamica anuală a PIB față de trimestrul anterior³⁸. Soldul negativ al balanței comerciale și-a accentuat însă adâncirea în termeni anuali, iar deficitul de cont curent a continuat să crească alert, depășind cu mult pe ansamblul semestrului I 2021 nivelul înregistrat în perioada similară a anului anterior.

Totodată, redresarea pieței muncii a continuat în trimestrul II, slăbind totuși în intensitate în debutul semestrului II, probabil pe fondul unor sincopă în aprovizionare și al incertitudinilor legate de majorarea costurilor materiale. De asemenea, perspectiva continuării creșterii angajărilor în trimestrul IV – relevată de sondaje de specialitate – era marcată de incertitudini, în contextul înrăutățirii accelerate a situației epidemiologice pe plan intern și al nivelului foarte scăzut al vaccinării.

³⁵ Mai cu seamă creșterea cotațiilor unor mărfuri și a costurilor cu energia și transportul, precum și blocajele persistente în lanțurile de producție și aprovizionare.

³⁶ De 1,8 la sută, față de 2,5 la sută în trimestrul I 2021.

³⁷ În contextul redinamizării puternice a construcțiilor noi, în principal pe seama segmentului rezidențial, care a devansat, ca impact, scăderea considerabilă a variației investițiilor nete în utilaje (inclusiv mijloace de transport).

³⁸ În condițiile creșterii deosebit de ample a variației exporturilor de bunuri și servicii, pe fondul unui efect de bază, care a surclasat majorarea dinamicii importurilor.

Pe piața financiară, principalele cotații ale segmentului monetar interbancar au consemnat ajustări ascendente în luna august și mai cu seamă în septembrie – de la minime ale ultimilor aproximativ patru ani atinse în intervalul iunie-iulie –, inclusiv în contextul așteptărilor privind creșterea în viitorul apropiat a ratei dobânzii de politică monetară, iar randamentele titlurilor de stat și-au accentuat parcursul crescător în a doua parte a trimestrului III, mai ales pe scadențele medii și lungi. Totodată, cursul de schimb leu/euro a consemnat o creștere pronunțată la mijlocul lunii august, după scăderea acumulată în prima parte a trimestrului III sub influența unor factori sezonieri, iar ulterior a continuat să manifeste o tendință moderat ascendentă, inclusiv în condițiile restrângerii diferențialului ratelor dobânzilor – ca urmare a noilor majorări ale ratelor dobânzilor-cheie efectuate de două bănci centrale din regiune – iar mai apoi, pe fondul tensionării mediului politic intern.

De asemenea, dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a urcat mai ferm în teritoriul de două cifre în primele două luni ale trimestrului III 2021, în contextul intensificării fără precedent a activității de creditare în monedă națională în luna iulie, inclusiv cu susținerea programelor guvernamentale, dar și al dinamizării moderate a creditării în valută.

Evaluările actualizate în acest context au evidențiat perspectiva creșterii mult mai pronunțate a ratei anuale a inflației pe orizontul scurt de timp față de previziunile din august, sub impactul șocurilor adverse puternice pe partea ofertei – îndeosebi externe –, potențat pe plan intern de liberalizarea în acest an a pieței energiei electrice pentru consumatorii casnici. Responsabile de noua înrăutățire a perspectivei pe termen scurt a inflației erau noile majorări ample anticipate a fi consemnate de prețurile produselor energetice, în principal de prețul gazelor naturale, pe fondul ascensiunii abrupte a cotațiilor pe piața *en gros* autohtonă și pe plan european și, într-o mai mică măsură, de prețul combustibililor, prioritar pe seama componentei non-benzină și motorină. Acestea erau de natură să amplifice și să prelungească deviația pozitivă a ratei anuale a inflației de la limita de sus a intervalului țintei, dar să genereze ulterior efecte de bază dezinflaționiste semnificative.

Din partea excedentului de cerere agregată, se prefigurau totuși presiuni inflaționiste slab perceptibile și mai estompate pe termen scurt decât s-a anticipat anterior, având în vedere decalajele temporale necesare manifestării acestora, precum și probabila încetinire mai evidentă a creșterii PIB non-agricultură în semestrul II 2021 față de previziunile din luna august – inclusiv pe fondul efectului de erodare exercitat asupra veniturilor populației și firmelor de scumpirea utilităților și alimentelor – implicând o cvasistagnare a excedentului de cerere agregată în acest interval, față de ușoara creștere prognozată anterior.

Impactul inflaționist al șocurilor pe partea ofertei putea fi însă chiar mai puternic și mai prelungit decât cel evidențiat în noile evaluări, date fiind ascensiunea continuă/abruptă a cotațiilor unor mărfuri energetice și non-energetice, precum și persistența blocajelor în lanțurile de producție și aprovizionare, asociate cu costuri crescute de transport, dar și ponderea mare deținută în coșul IPC de prețurile alimentelor, energiei și combustibililor, precum și gradul potențial de transferare în prețurile de consum a creșterilor de costuri materiale, în condițiile unei cereri încă solide, deși în temperare.

Astfel, prin magnitudinea lui, puseul inflaționist potențial provocat de aceste șocuri – implicând urcarea considerabilă și relativ persistentă a ratei anuale a inflației deasupra intervalului țintei – risca să dezancoreze anticipațiile inflaționiste pe termen mediu și să genereze pe această cale efecte secundare importante, eventual printr-o spirală salarii-prețuri, având în vedere și tendința de scădere a gradului de relaxare a pieței muncii.

Incertitudini și riscuri considerabile decurgeau și din conduita politicii fiscale, prezumată a deveni restrictivă în 2021, în condițiile în care coordonatele recente rectificări bugetare și eventuala prelungire a instabilității mediului politic intern erau de natură să pericliteze consolidarea bugetară. Totodată, situația finanțelor publice putea fi afectată suplimentar de volumul ridicat al cheltuielilor permanente și de scumpirea drastică a energiei și a materialelor de construcții, dar și de eventuale abordări menite să atenueze impactul creșterii prețurilor unor utilități, prioritar pentru populație, precum și de noi măsuri guvernamentale motivate de deteriorarea abruptă a situației epidemiologice.

Un grad ridicat de incertitudine caracteriza însă și perspectiva absorbției fondurilor europene alocate României prin Mecanismul de redresare și reziliență – având în vedere inclusiv condițiile ce trebuiau îndeplinite pentru începerea atragerii sumelor alocate –, precum și a celor aferente noului Cadru financiar multianual 2021-2027. Totodată, în condițiile înrăutățirii alerte a situației sanitare și ale nivelului foarte scăzut al vaccinării pe plan intern, valul patru al pandemiei și măsurile restrictive asociate generau incertitudini și riscuri crescute la adresa previziunilor, atenuate totuși de gradul mai redus de severitate a restricțiilor probabil reinstituite și de capacitatea crescută de adaptare a firmelor și populației la cerințele de distanțare socială.

Un asemenea context a justificat continuarea ajustării conduitei politicii monetare în vederea readucerii și menținerii pe termen mediu a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe orizontul mai îndepărtat de timp, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile în contextul procesului de consolidare fiscală și în condiții de protejare a stabilității financiare.

Astfel, în ședința din 5 octombrie 2021, Consiliul de administrație al BNR a decis majorarea ratei dobânzii de politică monetară cu 0,25 puncte procentuale, până la 1,50 la sută, concomitent cu păstrarea controlului ferm asupra lichidității de pe piața monetară. Totodată, rata dobânzii pentru facilitatea de depozit a fost majorată la 1,00 la sută, de la 0,75 la sută, iar cea aferentă facilității de creditare la 2,00 la sută, de la 1,75 la sută, în timp ce ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost păstrate la nivelurile în vigoare (de 8 la sută, respectiv 5 la sută).

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu zilnic al tranzacțiilor interbancare³⁹ și cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare și-au inversat parcursul descendent, majorându-se pe ansamblul trimestrului III. Cursul de schimb leu/euro a consemnat o scădere graduală în prima parte a trimestrului, pe care și-a corectat-o însă relativ abrupt la mijlocul intervalului, iar apoi a continuat să manifeste o tendință moderat ascendentă. Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a urcat mai ferm în teritoriul de două cifre în perioada iulie-august, iar cea a lichidității din economie s-a reamplificat considerabil.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare s-a menținut în jumătatea inferioară a coridorului ratelor dobânzilor până spre finele lunii iulie, pentru ca ulterior să urce și să tindă să rămână în apropierea ratei dobânzii de politică monetară, pe fondul controlului strict asupra lichidității exercitat de către banca centrală. Prin urmare, în trimestrul III, media indicatorului și-a inversat parcursul descendent, majorându-se la 1,18 la sută (+0,10 puncte procentuale față de precedentele trei luni).

Pe parcursul trimestrului III, BNR a continuat să sporească rolul depozitelor la termen în drenarea excedentului semnificativ de lichiditate de pe piața monetară⁴⁰, începând din august să organizeze cu frecvență săptămânală licitații de depozite 1W, la rată fixă a dobânzii (rata dobânzii de politică monetară) și alocare integrală⁴¹. Condițiile lichidității au dobândit chiar un caracter restrictiv spre finele intervalului, în contextul formării unor deficite zilnice de lichiditate, sub impactul contracționist conjugat al factorilor autonomi⁴². Astfel, după ce în debutul trimestrului III au continuat să fluctueze foarte ușor în partea inferioară a coridorului ratelor dobânzilor, randamentele ON au cunoscut o ajustare ascendentă în ultima decadă a lunii iulie, ajungând și rămânând o vreme în apropierea ratei dobânzii de politică monetară⁴³, pentru ca spre finele lunii septembrie să tindă să urce deasupra acesteia.

La rândul lor, cotațiile ROBOR 3M-12M au rămas relativ constante în iulie, în preajma minimelor ultimilor aproximativ patru ani atinse în luna precedentă, pentru ca în august și, mai cu seamă, spre finele lunii septembrie să consemneze ajustări ascendente, atingând, din perspectiva valorilor zilnice, valori maxime ale ultimelor

³⁹ Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară (exclusiv BNR), ponderată cu volumul tranzacțiilor.

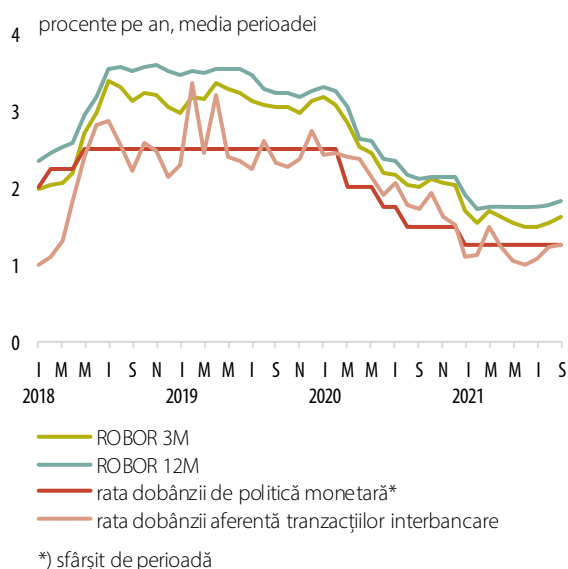
⁴⁰ Banca centrală a organizat în luna iulie trei licitații de atragere de depozite 1W, la rată fixă a dobânzii (rata dobânzii de politică monetară) și alocare integrală, față de două în iunie, iar începând din 9 august a efectuat săptămânal astfel de operațiuni. Stocul mediu zilnic al depozitelor atrase s-a majorat astfel în trimestrul III la 3,4 miliarde lei, de la 2,3 miliarde lei în precedentele trei luni.

⁴¹ Apelul băncilor la facilitatea de depozit oferită de banca centrală, deși în scădere vizibilă, a rămas totuși semnificativ, îndeosebi spre finele perioadelor de constituire a RMO.

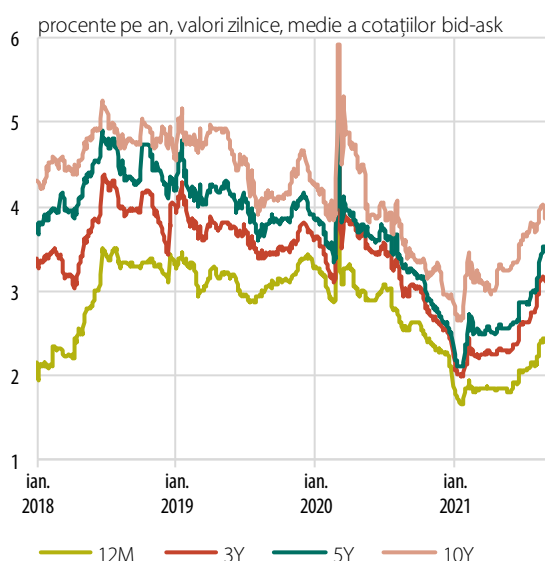
⁴² În acest context, unele instituții de credit au apelat facilitatea de creditare a băncii centrale.

⁴³ Ele au coborât doar temporar, la finele perioadelor de constituire a RMO din august și septembrie, în apropierea limitei de jos a coridorului ratelor dobânzilor.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



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



opt luni (în condițiile unui avans pe ansamblul perioadei de până la 0,24 puncte procentuale în cazul ROBOR 3M), inclusiv în contextul consolidării așteptărilor instituțiilor de credit privind majorarea în viitorul apropiat a ratei dobânzii de politică monetară. Mediile trimestriale ale cotațiilor au consemnat totuși doar creșteri minore față de precedentele trei luni, la 1,56 la sută în cazul ROBOR 3M (de la 1,55 la sută) și la 1,69 la sută, respectiv 1,79 la sută, pe scadențele de 6 luni și 12 luni (de la 1,66 la sută, respectiv 1,75 la sută), Grafic 3.2.

Evoluțiile de pe piața titlurilor de stat au reacționat în trimestrul III, mai cu seamă, la: (i) veștile privind creșterea peste așteptări a ratei anuale a inflației în luna iunie și redresarea mult mai alertă decât cea anticipată a activității economice în trimestrul I, (ii) coordonatele noii prognoze de inflație a BNR, cu impact asupra așteptărilor inflaționiste ale operatorilor, precum și la (iii) tensiunile politice declanșate la începutul lunii septembrie⁴⁴. Ele au resimțit, totodată, influențe venite din creșterea în intervalul august-septembrie a randamentelor titlurilor de stat pe termen lung din economiile dezvoltate și din regiune, pe fondul accelerării inflației și al revirimentului activității economice, dar și al revizuirii în consecință a așteptărilor privind conduita viitoare a politicii monetare în aceste state, inclusiv ca urmare a semnalelor date de către băncile centrale, în particular de către Fed⁴⁵.

În aceste condiții, cotațiile de referință de pe segmentul secundar al pieței⁴⁶ și-au accentuat în trimestrul III parcursul ascendent pe întreg spectrul de maturități, îndeosebi în a doua parte a intervalului, atingând, din perspectiva valorilor zilnice, maxime ale ultimelor circa 12-18 luni (Grafic 3.3). Astfel, în septembrie, valorile medii ale cotațiilor pe 6 luni și

12 luni s-au majorat față de cele din ultima lună a trimestrului II cu până la 0,57 puncte procentuale (la 2,21 la sută, respectiv 2,41 la sută), cele pe 3 ani și 5 ani cu până la 0,89 puncte procentuale (la 3,11 la sută, respectiv 3,47 la sută), iar cele pe 10 ani,

⁴⁴ Agenția de rating Fitch a semnalat pe 7 septembrie în cadrul unui comunicat de presă riscul indus de criza politică la adresa consolidării fiscale.

⁴⁵ În septembrie, Fed a semnalat iminența inițierii moderării ritmului achizițiilor de active financiare, precum și începerea în devans a ciclului de majorare a ratei dobânzii, iar BCE a decis reducerea moderată a ritmului cumpărărilor nete de active financiare în cadrul programului PEPP. În regiune, băncile centrale din Ungaria și din Cehia au continuat în trimestrul III ciclul de întărire a politicii monetare.

⁴⁶ Medii ale cotațiilor *bid-ask*.

cu 0,70 puncte procentuale (la 3,97 la sută). Prin urmare, curba randamentelor și-a accentuat pe ansamblul perioadei înclinația pozitivă.

Și pe segmentul primar al pieței, randamentele medii au continuat să avanseze pe ansamblul trimestrului III pe toate scadențele. Astfel, acestea s-au majorat în septembrie față de iunie cu până la 0,91 puncte procentuale în cazul titlurilor cu maturități reziduale de 3 ani și 6 ani (la 3,34 la sută, respectiv 3,75 la sută) și cu până la 0,61 puncte procentuale pentru cele cu maturități de 9 ani, 13 ani și 15 ani (la 3,88 la sută, 4,34 la sută, respectiv 4,33 la sută). În cazul titlurilor pe termen scurt (6 luni și 12 luni), randamentele medii au crescut în august față de iunie cu până la 0,30 puncte procentuale (la 1,91 la sută, respectiv 2,27 la sută)⁴⁷.

Interesul investitorilor pentru titlurile de stat pe termen mediu și lung (5-10 ani) a rămas relativ scăzut în iulie⁴⁸, dar a crescut în intervalul august-septembrie, după cum arată și evoluția raportului dintre volumul solicitat și cel anunțat în cadrul licitațiilor, care s-a mărit nesemnificativ în prima lună a trimestrului III la 0,9, însă s-a majorat ulterior la 1,9, respectiv 3,1. Volumul total al titlurilor puse în circulație pe ansamblul trimestrului III a fost ușor superior celui din trimestrul precedent⁴⁹ (13,0 miliarde lei, față de 11,8 miliarde lei), iar valoarea emisiunilor nete s-a majorat considerabil (la 10,2 miliarde lei, de la -0,4 miliarde lei în trimestrul II), dat fiind volumul redus al titlurilor scadente în acest interval; totodată, raportul dintre volumul acceptat și cel anunțat s-a majorat în trimestrul III față de valoarea la care coborâse în precedentele trei luni, rămânând totuși subunitar (la 0,95, de la 0,82 în trimestrul II).

Pe fondul evoluției cotațiilor relevante ale pieței monetare interbancare și a IRCC, dar și în condițiile unor modificări în structura fluxului de împrumuturi, rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebancari și-a prelungit tendința descendentă pe ansamblul perioadei iulie-august 2021, diminuându-se cu 0,14 puncte procentuale în raport cu media trimestrului II, până la 5,53 la sută, în timp ce rata medie a dobânzii la depozitele noi la termen ale acestora și-a stopat scăderea, crescând marginal (+0,05 puncte procentuale), la 1,11 la sută.

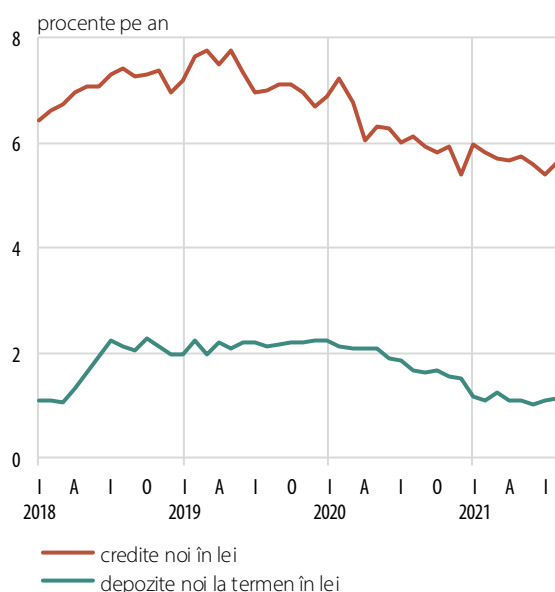
Comportamentele au fost relativ similare din perspectiva celor două sectoare majore. Astfel, pe segmentul populației, rata medie a dobânzii la creditele noi și-a continuat declinul, coborând pe ansamblul perioadei cu 0,14 puncte procentuale în raport cu media din trimestrul II 2021, până la 6,61 la sută. Evoluția a fost imprimată de scăderea ratei medii a dobânzii la creditele noi pentru locuințe (-0,48 puncte procentuale, până la 3,84 la sută pe ansamblul celor două luni, în condițiile coborârii ei în august la

⁴⁷ În cadrul licitațiilor din septembrie, MF a respins integral ofertele de cumpărare aferente acestei categorii de titluri.

⁴⁸ MF a recurs în această lună, în premieră pentru ultimii 12 ani, la emiterea de certificate de trezorerie cu scadența de 1 lună (în valoare de 1,8 miliarde lei).

⁴⁹ Totodată, în iulie, MF a emis pe piața externă titluri denominate în euro în valoare totală de 3,5 miliarde euro (2,0 miliarde euro pe maturitatea de 9 ani, la randamentul de 1,76 la sută, și 1,5 miliarde euro pe maturitatea de 20 de ani, la randamentul de 2,99 la sută). De asemenea, MF a pus în circulație lunar titluri de stat destinate populației: (i) prin programul „Fidelis”, au fost emise în iulie, atât titluri denominate în lei, cu maturitățile de 1 an și 2 ani, la randamente de 2,95 la sută și 3,25 la sută, cât și în euro, cu scadența peste 2 ani, și randamentul de 1,00 la sută, în valoare totală de 905,1 milioane lei; (ii) prin programul „Tezaur”, au fost emise în august titluri de stat cu maturitățile de 1, 3 și 5 ani, la randamentele de 3,15 la sută, 3,50 la sută și 3,85 la sută, iar în septembrie au fost puse în circulație titluri cu maturitățile de 1 an, 3 ani și 5 ani, la randamentele de 3,25 la sută, 3,75 la sută, respectiv 4,15 la sută. Totodată, în august au fost emise pe piața internă titluri denominate în euro cu scadența de 5 ani (maturitatea reziduală de 2,3 ani) la randamentul mediu de -0,04 la sută, în valoare totală de 176,3 milioane euro.

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



minimul ultimilor aproape patru ani, de 3,81 la sută), în corelație cu descreșterea IRCC, în timp ce costul mediu cu dobânda al creditelor noi pentru consum și-a inversat parcursul descendent din ultimii aproximativ doi ani (+0,18 puncte procentuale față de trimestrul II, până la o medie de 8,75 la sută). În cazul ambelor categorii, fluxul de credite a urcat la niveluri record în iulie și s-a restrâns doar ușor în luna următoare (Grafic 3.4).

Rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi ale societăților nefinanciare a consemnat o scădere comparabilă ca amplitudine (-0,20 puncte procentuale față de trimestrul II, până la o medie de 3,97 la sută, atingând în luna august un nivel minim al ultimilor patru ani), în condițiile diminuării considerabile a costului mediu cu dobânda al creditelor de valoare mare, peste echivalentul a 1 milion de euro (-0,38 puncte procentuale, până la 3,47 la sută), însă

mult mai ușoară a celui aferent împrumuturilor sub acest prag (-0,08 puncte procentuale, până la 4,27 la sută). Fluxul total de credite adresat acestui segment s-a amplificat în iulie până în apropierea vârfurilor istorice, inclusiv cu aportul în creștere al programului „IMM Invest România”, înregistrând însă o corecție descendentă mai semnificativă în august.

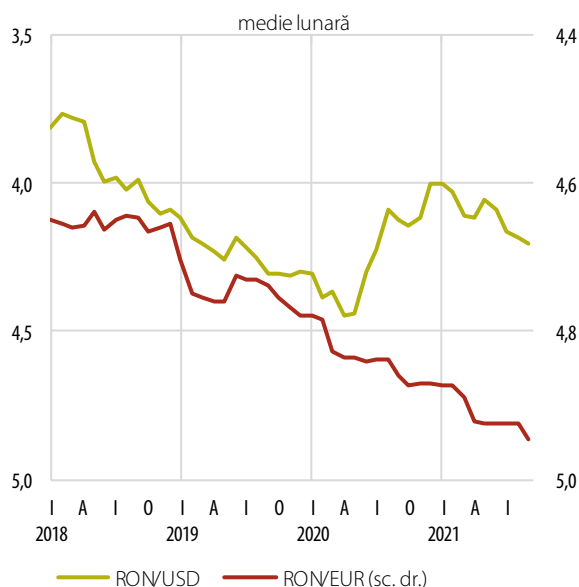
Randamentul mediu al depozitelor noi la termen a crescut ușor, în premieră pentru ultimele șapte trimestre, atât pe segmentul populației (+0,06 puncte procentuale comparativ cu trimestrul anterior, până la o medie de 1,17 la sută), cât și pe cel al societăților nefinanciare (+0,04 puncte procentuale, față de trimestrul II, până la un nivel mediu de 1,10 la sută).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro a consemnat o scădere graduală în prima parte a trimestrului III, pe care și-a corectat-o însă relativ abrupt la mijlocul intervalului, iar apoi a continuat să manifeste o tendință moderat ascendentă (Grafic 3.5).

În luna iulie, evoluția cursului de schimb leu/euro s-a decorelat mai evident de mișcările prevalente pe plan regional. Astfel, în condițiile scăderii episodice a apetitului global pentru risc în prima parte a intervalului, ca reacție la creșterea infectărilor cu varianta Delta și la temerile privind o posibilă grăbire a normalizării politicii monetare în SUA, dolarul american a continuat să se aprecieze față de euro, iar cursurile de schimb ale monedelor din regiune și-au accentuat ascensiunea – mișcări doar parțial inversate spre finele lunii, ulterior ședinței de politică monetară a Fed. Raportul leu/euro a rămas însă cvasistabil în prima parte a lunii, în contextul acțiunilor BNR vizând controlul lichidității de pe piața monetară, iar ulterior a consemnat chiar o

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



scădere graduală⁵⁰, ce s-a prelungit și în luna următoare, sub influența unor factori interni de natură sezonieră, dar și pe fondul unei scăderi a aversiunii globale față de risc.

Scăderea astfel acumulată s-a corectat însă abrupt la mijlocul lunii august, iar apoi rata de schimb leu/euro a continuat să crească, inclusiv în condițiile restrângerii diferențialului ratelor dobânzilor – ca urmare a noilor majorări ale ratelor dobânzilor-cheie efectuate de către două bănci centrale din regiune –, precum și pe fondul nervozității instalate pe piața financiară internațională ulterior publicării minutedi ședinței FOMC din 27-28 iulie, care a realimentat așteptările investitorilor privind inițierea în devans de către Fed a restrângerii programului de cumpărări de active financiare. Evoluția ascendentă s-a sincronizat doar parțial cu mișcarea cursurilor de schimb ale monedelor din regiune, care spre finele lunii au cunoscut temporare ajustări descrescătoare, sub influența relativei refaceri a apetitului global pentru risc, ca reacție la semnalele președintelui Fed privind abordarea cu precauție a retragerii stimulului monetar (Tabel 3.1).

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	8 luni 2020			8 luni 2021		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	7 757	11 404	-3 646	5 305	13 163	-7 858
Investiții directe	-217	1 256	-1 472	789	5 200	-4 411
Investiții de portofoliu	-50	10 434	-10 484	748	5 037	-4 289
Derivate financiare	-15	x	-15	66	x	66
Alte investiții	4 401	-286	4 687	-220	2 926	-3 145
– numerar și depozite	3 861	-533	4 394	-1 172	130	-1 302
– împrumuturi	75	662	-587	-109	-303	195
– altele	465	-415	880	1 061	3 099	-2 038
Active de rezervă ale BNR (net)	3 638	0	3 638	3 921	0	3 921

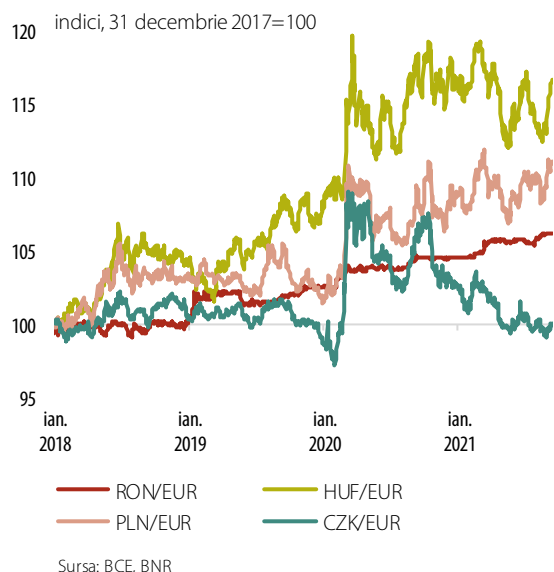
*) „+” creștere/„-” scădere

cvasistabilizeze pe noul palier, inclusiv în contextul acțiunilor BNR în sfera gestionării lichidității, în timp ce ratele de schimb ale monedelor din regiune, în particular ale zlotului și forintului, au crescut abrupt, receptând intens influențele venite din mediul extern.

⁵⁰ Pe ansamblul lunii iulie, leul și-a menținut practic neschimbată valoarea în raport cu euro, în timp ce forintul s-a depreciat cu 2,0 la sută, zlotul cu 1,3 la sută, iar coroana cehă cu 0,7 la sută.

⁵¹ În data de 7 septembrie, agenția de rating Fitch a semnalat într-un comunicat de presă riscurile generate de criza politică și destrămarea coaliției de guvernare la adresa procesului de consolidare fiscală.

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



Cererea netă de valută a nerezidenților pe piața valutară interbancară s-a reamplificat semnificativ în septembrie, precum și pe ansamblul trimestrului III față de precedentele trei luni. Creșterea din acest interval fost însă compensată aproape integral de ajustarea, la o valoare marginal pozitivă, a soldului tranzacțiilor rezidenților pe ansamblul perioadei, reflectând inclusiv un *pattern* sezonier.

Pe ansamblul trimestrului III, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 0,5 la sută în termeni nominali^{52,53} și s-a apreciat cu 1,6 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a depreciat cu 2,8 la sută în termeni nominali și cu 0,7 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea monedei americane a crescut în raport cu euro. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb, în trimestrul III, leul și-a menținut constantă deprecierea în raport cu euro și a consemnat prima depreciere față de dolarul SUA din ultimele cinci trimestre (Grafic 3.6).

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Dinamica anuală⁵⁴ a masei monetare (M3) s-a reamplificat considerabil în intervalul iulie-august față de trimestrul II (la 17,7 la sută⁵⁵, de la 15,1 la sută)⁵⁶, în condițiile în care, după saltul consemnat la finele trimestrului II – atribuibil totuși în mare parte unui efect statistic⁵⁷ –, ea a continuat să crească, dar relativ mai lent, în corelație cu caracteristicile execuției bugetare, dar și cu avansul creditului acordat sectorului privat (Tabel 3.2).

Plusul de ritm al M3 a venit din reaccelerarea pronunțată a creșterii deosebit de alerte a masei monetare în sens restrâns (M1) – până la cea mai înaltă valoare a ultimilor circa patru ani și jumătate, ca medie trimestrială –, în principal pe seama evoluției depozitelor ON ale populației⁵⁸, respectiv ale societăților nefinanciare. Totodată,

⁵² Pe baza valorilor medii din septembrie, respectiv iunie, ale cursului de schimb.

⁵³ Deprecieri mai mari în raport cu euro au consemnat în acest interval forintul (0,7 la sută) și zlotul (1,5 la sută), în timp ce coroana cehă s-a apreciat față de moneda unică europeană cu 0,2 la sută.

⁵⁴ În absența altor precizări, în această secțiune variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni nominali.

⁵⁵ Cea mai înaltă valoare din ultimii 12 ani și jumătate, ca medie trimestrială.

⁵⁶ În termeni reali, creșterea anuală a M3 s-a temperat ușor în raport cu luna iunie, în condițiile majorării ratei anuale a inflației, dar a rămas la un nivel de două cifre pe ansamblul perioadei, superior mediei trimestrului II (12,0 la sută în intervalul iulie-august, față de 11,0 la sută în precedentele trei luni).

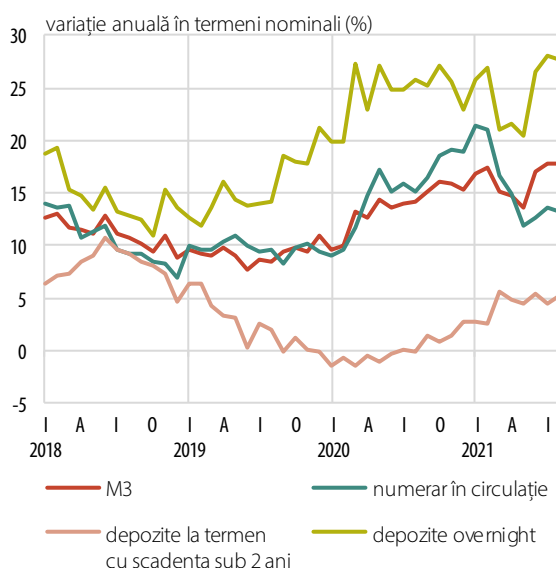
⁵⁷ Asociat reclasificării unor depozite ale populației de către o instituție de credit. Acestea au fost incluse anterior în poziția pasive financiare pe termen lung din bilanțul consolidat net al instituțiilor financiare monetare, reprezentând, prin urmare, o contrapartidă a M3 și nu o componentă a acesteia.

⁵⁸ Reflectând inclusiv efectul statistic menționat.

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

	variație procentuală în termeni nominali					
	2020		2021			
	III	IV	I	II	iul.	aug.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	14,5	15,7	16,4	15,1	17,7	17,8
M1	22,5	23,5	23,3	20,2	24,1	23,7
Numerar în circulație	15,8	18,9	19,7	13,2	13,7	13,2
Depozite overnight	25,2	25,3	24,6	22,8	28,1	27,7
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	0,5	1,7	3,6	4,9	4,5	5,3

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



dinamica depozitelor la termen sub doi ani s-a menținut la maximul ultimilor doi ani și jumătate atins în trimestrul anterior, în condițiile în care temperarea ușoară a ritmului foarte ridicat al plasamentelor societăților nefinanciare a fost contrabalansată ca efect de accelerarea puternică a celui de pe segmentul instituțiilor financiare nemonetare (IFNM)⁵⁹, în timp ce soldul depozitelor similare ale populației a continuat să cvasistagneze față de aceeași perioadă a anului precedent. În acest context, ponderea M1 în M3 a continuat să se mărească, ajungând în luna august la 71,2 la sută – un nou nivel record al perioadei post-februarie 1994 (Grafic 3.7).

Din perspectiva categoriilor de deținători ai M3, majorarea variației anuale a masei monetare s-a datorat cu precădere reamplificării notabile a dinamicii depozitelor populației. Dincolo de efectul statistic menționat, aceasta a reflectat probabil inclusiv efectele dinamizării creditului acordat acestui sector instituțional și ale redresării intrărilor de fonduri europene de natura contului curent, destinate în principal sectorului agricol, dar și scăderea variației deținerilor de titluri de stat ale persoanelor fizice⁶⁰, care a rămas totuși deosebit de înaltă. La rândul său, ritmul de creștere a plasamentelor societăților nefinanciare a continuat să se mărească (până la cea mai înaltă valoare din ultimii aproximativ 12 ani și jumătate⁶¹), în corelație cu saltul de dinamică consemnat de împrumuturile sectorului. În schimb, influențe de sens opus au venit din evoluția sumelor

primite de la buget de aceste entități – în condițiile scăderii variației cheltuielilor bugetare cu subvențiile, a celor de capital și, în mai mică măsură, a celor cu bunurile și serviciile –, precum și din creșterea dinamicii plăților efectuate către bugetul de stat în contul impozitului pe profit, care a devenit substanțial pozitivă⁶².

Din perspectiva contrapartidelor M3, în sensul accelerării expansiunii monetare au acționat în principal evoluția creditului acordat sectorului privat și, într-o mai mică măsură, scăderea dinamicii depozitelor administrației publice centrale – îndeosebi pe

⁵⁹ Recordul ultimelor 12 trimestre.

⁶⁰ În perioada iulie-august s-au desfășurat trei emisiuni de titluri de stat pentru populație: (i) două emisiuni de titluri de stat prin programul „Fidelis”, în lei (volum total subscris de 614,6 milioane lei) și în euro (volum total subscris de 58,9 milioane euro) și (ii) o emisiune de titluri de stat în lei în cadrul programului „Tezaur” (volum total subscris de 722,5 milioane lei); în intervalul analizat au ajuns la maturitate titluri de stat pentru populație în valoare de 723,4 milioane lei.

⁶¹ Evaluare pe baza datelor trimestriale.

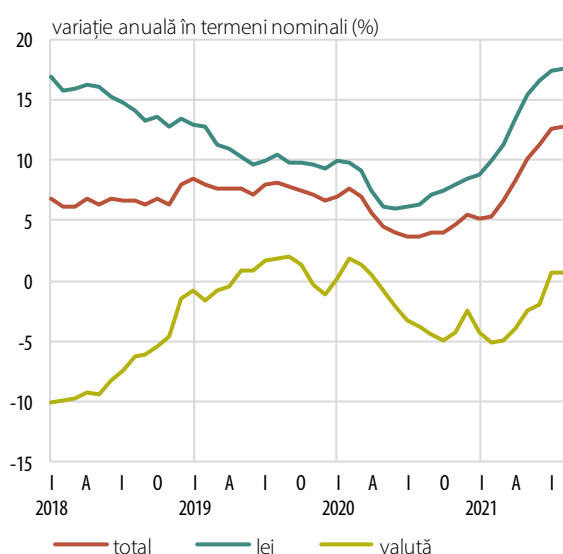
⁶² Conform datelor privind execuția bugetului general consolidat.

seama contracției celor în valută⁶³ –, precum și o nouă pierdere de ritm a pasivelor financiare pe termen lung⁶⁴. Acestea au fost doar în mică măsură contrabalansate, ca impact, de diminuarea vizibilă a variației deținerilor de titluri de stat ale instituțiilor financiare monetare.

Creditul acordat sectorului privat

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a urcat mai ferm în teritoriul de două cifre în perioada iulie-august, ajungând la o valoare medie de 12,7 la sută⁶⁵, de la 9,8 la sută în trimestrul II⁶⁶. Ascensiunea a fost antrenată și de această dată cu precădere de componenta în lei, care a continuat să-și accelereze creșterea, până la

Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede



17,4 la sută pe ansamblul perioadei – cea mai înaltă valoare din ultimii cinci ani⁶⁷ –, în contextul intensificării fără precedent a activității de creditare în luna iulie⁶⁸, inclusiv cu aportul mărit al programelor guvernamentale („IMM Invest România”⁶⁹, „Noua casă”), succedată doar de o ușoară temperare în luna august. O influență pozitivă modestă a continuat să vină și din partea creditului în valută (exprimat în euro), a cărui variație a reintrat marginal în teritoriul pozitiv, în premieră pentru ultimele șase trimestre. Pe acest fond, ponderea în total a împrumuturilor în lei și-a prelungit mersul ușor ascendent, ajungând în luna august la 71,3 la sută (Grafic 3.8).

Dinamizarea creditului acordat sectorului privat a fost impulsivă și în acest interval de împrumuturile ambelor sectoare instituționale. Astfel, creditul acordat societăților nefinanciare și-a mărit din nou avansul în termeni anuali (la un nou maxim al

ultimilor 12 ani, ca medie trimestrială), în condițiile unui salt de dinamică consemnat în luna iulie, urmat doar de o temperare minoră. Plusul de ritm s-a datorat în continuare cu precădere evoluției componentei în lei, cu aportul major al finanțărilor pe termen mediu și lung – inclusiv cu susținerea programului „IMM Invest România” –, căruia i s-a alăturat influența creșterii în termeni anuali a celor pe termen scurt, în

⁶³ În pofida influenței pozitive a emisiunii de euroobligațiuni în valoare de 3,5 miliarde euro efectuate în luna iulie 2021 de către Ministerul Finanțelor; aceasta a avut, totodată, contrapondere în evoluția activelor externe nete ale sistemului bancar, a căror dinamică anuală medie a continuat totuși să se tempereze.

⁶⁴ Inclusiv conturile de capital.

⁶⁵ Cel mai înalt nivel din ultimii 12 ani, ca medie trimestrială.

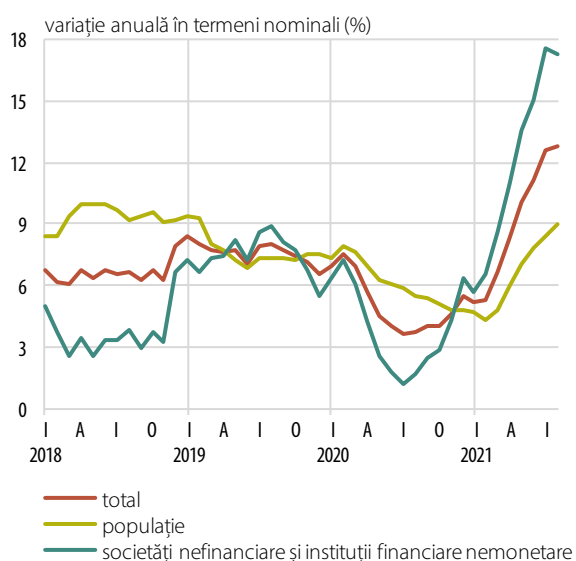
⁶⁶ Și în termeni reali, ritmul mediu de creștere anuală a creditului acordat sectorului privat a continuat să se mărească (la 7,3 la sută în intervalul iulie-august – recordul ultimilor 12 ani –, de la 6,0 la sută în precedentele trei luni), chiar și în condițiile majorării ratei anuale a inflației.

⁶⁷ Evaluare pe baza datelor trimestriale.

⁶⁸ Volumul creditelor noi în lei a atins un nou vârf istoric în luna iulie.

⁶⁹ „IMM Invest România” este un program de ajutor de stat aprobat 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 în lei acordate IMM și microîntreprinderilor și subvenționează dobânda pe o perioadă de opt luni de la data acordării creditului și alte costuri ale finanțării (comisioane de administrare și risc) pe toată durata de derulare a creditului garantat în cadrul programului. Perioada de valabilitate a acestei scheme de ajutor de stat a fost prelungită până la data de 31 decembrie 2021 (inițial 30 iunie 2021); pentru anul 2021, plafonul total al garanțiilor ce pot fi acordate este în valoare de 15 miliarde lei, din care 1 miliard de lei este alocat subprogramului „AGRO IMM INVEST”.

Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



premieră pentru ultimele șapte trimestre. O contribuție notabilă a avut totuși și componenta în valută (exprimată în euro), a cărei variație s-a mărit consistent (până la cea mai înaltă valoare din ultimele șapte trimestre), inclusiv pe seama dinamizării puternice a finanțării atrase sub forma liniilor de credit⁷⁰ (Grafic 3.9).

La rândul său, creșterea anuală a creditului acordat populației și-a prelungit ascensiunea (la maximum ultimelor 10 trimestre), pe fondul majorării la o valoare de două cifre a variației componentei în lei. Tendința ascendentă a caracterizat atât dinamica înaltă a creditelor pentru locuințe, cât și pe cea – semnificativ mai moderată totuși –, a celor pentru consum și alte scopuri, în condițiile în care fluxurile ambelor categorii de credite au atins noi maxime istorice în luna iulie și s-au menținut în apropierea acestora în august. Componenta în valută

(exprimată în euro) a continuat în schimb să își accentueze ușor declinul amplu în termeni anuali.

⁷⁰ Împrumuturi de tip reînnoibil automat și acordate pe descoperit de cont.

4. Perspectivile inflației

Rata anuală a inflației IPC este anticipată să consemneze o tendință ascendentă până în aprilie 2022, alimentată în principal de avansul componentelor exogene ale coșului IPC, în special bunuri energetice și, într-o măsură mai mică, de cel al inflației de bază. Ulterior, sub ipoteza stabilizării prețurilor energiei, a reducerii anticipațiilor inflaționiste și a disipării graduale a impactului șocurilor asupra costurilor de producție, aceasta va scădea treptat, revenind la limita superioară a intervalului țintei la mijlocul anului 2023. Un profil similar, dar pe un palier semnificativ mai redus, va consemna și rata anuală a inflației CORE2 ajustat. Aceasta va recepta pe termen scurt presiuni însemnate din partea costurilor de producție cu materiile prime și alte materiale, urmând să crească până în trimestrul II 2022. Ulterior, prognoza indică o atenuare lentă și o revenire în intervalul de variație al țintei în trimestrul II 2023. Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației rămâne înclinată în sens ascendent față de traiectoria descrisă în scenariul de bază, în pofida reconfigurării substanțiale a coordonatelor acestuia. Incertitudini sporite sunt asociate evoluției viitoare a prețurilor componentelor energetice și ale materiilor prime pe piețele internaționale.

Scenariul de bază

4.1. Ipoteze externe

Pe fondul îmbunătățirii semnificative a situației epidemiologice și al relaxării restricțiilor de mobilitate, activitatea economică a principalilor parteneri comerciali din Europa ai României și-a reluat creșterea în trimestrul II al anului curent. În acest context, prognozele macroeconomice indică și în următoarele trimestre un ritm

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2021	2022
Creșterea economică în UE efectiv (%)	5,1	4,6
Inflația anuală din zona euro (%)	2,2	1,7
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	1,4	1,6
Inflația anuală IPC SUA (%)	4,3	3,1
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,5	-0,5
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,19	1,18
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	71,5	77,7

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

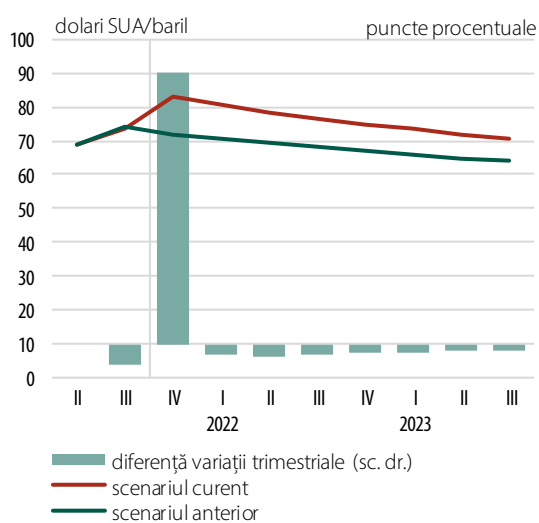
robust al dinamicii PIB real „UE efectiv”, variabilă care aproximează evoluția cererii externe, ce implică un ritm mediu anual peste potențial al acesteia în 2021 (Tabel 4.1). Astfel, indicatorul este preconizat să depășească, în trimestrul IV 2021, nivelul prepandemie (trimestrul IV 2019), iar ulterior să avanseze lent până la orizontul prognozei. În 2022, deși va decelera, se anticipează menținerea dinamicii medii anuale la o valoare relativ apropiată celei din acest an. Comparativ cu *Raportul* anterior, indicatorul a fost revizuit în sens ascendent, atât pentru anul curent, cât și (într-o mică măsură) pentru anul 2022, principalele diferențe fiind date de evoluțiile peste așteptări din trimestrul II 2021. Un factor limitativ este reprezentat de intensificarea,

În ultima perioadă, a dificultăților întâmpinate de lanțurile de aprovizionare și producție, în condițiile în care zona euro are o dependență sporită de materii prime (inclusiv energetice, cu prețuri în creștere) și produse intermediare din import (de exemplu, microcipuri). Pe acest fond, deviația PIB UE efectiv este evaluată a atinge valoarea zero (închidere completă) în trimestrul IV 2021 și a se deschide ulterior, doar gradual, în teritoriul pozitiv.

Conform celei mai recente prognoze a BCE, rata anuală a inflației IAPC din zona euro este proiectată în creștere pe parcursul anului curent, până la un nivel de 3,1 la sută la sfârșitul acestuia⁷¹. Acest puseu este evaluat însă a avea un caracter temporar, fiind favorizat de efecte de bază asociate modificării impozitelor indirecte și ajustării prețurilor produselor energetice, dar și de majorarea costurilor de producție, cauzată de perturbările în lanțurile de producție asociate pandemiei și, respectiv, de creșterea tarifelor serviciilor odată cu relaxarea restricțiilor. Sincopel în lanțurile de producție și aprovizionare s-au dovedit mai persistente decât era anticipat, eventuala prelungire pe termen mediu a acestor probleme putând conduce la acumularea de presiuni inflaționiste suplimentare. Ulterior, rata anuală a inflației este anticipată să cunoască o temperare, cu valori de 1,4 la sută pentru sfârșitul anului viitor, respectiv 1,5 la sută la orizontul prognozei, trimestrul III 2023. O evoluție similară este anticipată și în cazul ratei anuale a inflației IAPC exclusiv energie. Aceasta este estimată să avanseze până la un nivel de 2,1 la sută în trimestrul IV 2021, ulterior înregistrând o corecție și poziționându-se la 1,5 la sută la sfârșitul anului 2021, respectiv 1,6 la sută la orizontul prognozei. Traectoria a fost revizuită ascendent comparativ cu *Raportul* anterior, pe fondul anticipării unui ritm mai alert al activității economice.

În absența perspectivelor de convergență robustă a ratei inflației către nivelul de referință, pe parcursul intervalului de proiecție se anticipează menținerea caracterului

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



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

stimulativ al politicii monetare a BCE. Astfel, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este proiectată a înregistra în continuare valori negative, ceea ce, suprapus dinamicii puternic ascendente a ratei inflației pe termen scurt, induce un caracter extrem de acomodativ al condițiilor monetare reale.

Traectoria cursului de schimb EURUSD rămâne marcată de incertitudini ample. Prognoza anticipează o depreciere a euro până la sfârșitul anului curent, urmată de o apreciere doar lentă a monedei europene față de dolarul american până la orizontul proiecției.

Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent a fost fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și consemnează o creștere în trimestrul IV 2021, până la valori de peste 82 USD/baril, urmată de o scădere treptată pe parcursul

⁷¹ Cele mai recente estimări de tip „semnal” indică riscuri de revizuire în sus pe termen scurt a inflației prognozate pentru zona euro.

intervalului de proiecție, până la valori în jurul a 71 USD/baril la orizontul acestuia (Grafic 4.1). Principalii determinanți ai evoluției anticipate rămân cererea globală, corelată cu situația epidemiologică la nivel mondial, dar și cu actuala criză energetică și, respectiv, pe partea ofertei, acordurile OPEC+ privind ritmul revenirii la un nivel al producției similar celui prepandemic⁷². Proiecția evoluției viitoare a prețului petrolului este în continuare grevată de incertitudini ridicate, în condițiile în care materia primă a atins deja, pe termen scurt, cotații maxime în perspectiva ultimilor 3-4 ani.

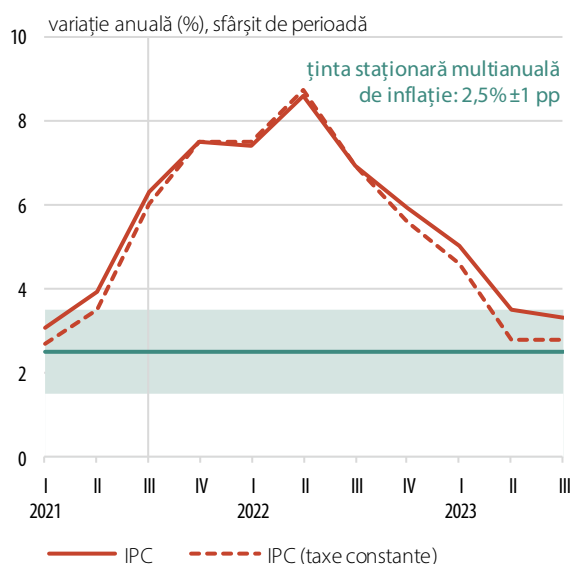
4.2. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC este anticipată să consemneze o tendință ascendentă până în aprilie 2022, alimentată în principal de avansul componentelor exogene ale coșului IPC, în special bunuri energetice și, într-o măsură mai mică, de cel al inflației de bază,

pe fondul majorării ample a costurilor de producție cu materiile prime și alte materiale (Grafic 4.2).

La finalul anului curent, indicatorul este prognozat la valoarea de 7,5 la sută (Tabel 4.2). Acest nivel este așteptat să fie atins după o încetinire temporară a trendului ascendent observat recent, pe fondul intrării în vigoare a măsurilor de compensare pentru consumul de energie electrică și gaze naturale al consumatorilor casnici⁷³, care se vor reflecta și asupra ratei inflației IPC pe perioada aplicării acestor prevederi (noiembrie 2021 – martie 2022). Ulterior, în aprilie 2022, odată cu expirarea acestor măsuri, rata anuală a inflației IPC va reflecta majorări de o magnitudine substanțială, atingând 8,6 la sută în trimestrul II 2022. Evaluările sunt marcate de incertitudini cu privire la modul în care se vor reflecta statistic aceste măsuri legislative în calculul indicilor de preț de către INS. Sub ipoteza stabilizării prețurilor energiei, a reducerii anticipațiilor inflaționiste și a dispărării graduale a impactului șocurilor asupra costurilor de producție, rata anuală a inflației se va atenua din a doua jumătate a anului viitor, menținându-se însă la finalul acestuia la 5,9 la sută, substanțial peste limita superioară a intervalului țintei. Indicatorul va reveni la limita superioară a benzii de variație în trimestrul II 2023, în contextul unor efecte de bază favorabile asociate componentei energetice. La orizontul prognozei, trimestrul III 2023, inflația va atinge 3,3 la sută.

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației



Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2021	2022				2023		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	7,5	7,4	8,6	6,9	5,9	5,0	3,5	3,3
Proiecție IPC*	7,5	7,5	8,7	6,9	5,6	4,6	2,8	2,8

*) calculat la taxe constante

⁷² În luna octombrie, membrii OPEC+ au agreat menținerea acordului din data de 19 iulie privind creșterea doar graduală a producției până la finele anului 2022, în pofida dinamicii piețelor internaționale de energie.

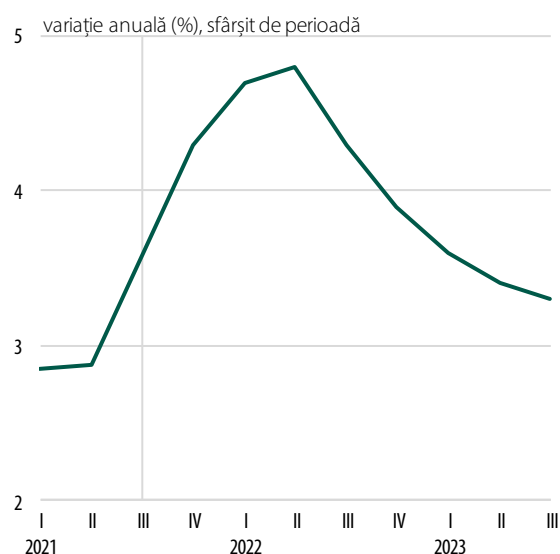
⁷³ Prevăzute de Legea nr. 259/2021 pentru aprobarea OUG nr. 118/2021.

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

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2021	2022				2023		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
CORE2 ajustat	4,3	4,7	4,8	4,3	3,9	3,6	3,4	3,3

La rândul său, rata medie anuală a inflației IPC va reflecta presiunile inflaționiste recente într-o manieră mai persistentă, indusă de modul specific de calcul al acestui indicator, urmând a evolua pe o traiectorie ascendentă până în trimestrul III 2022, când va atinge un maxim de 7,8 la sută. Ulterior, variabila este anticipată în decelerare treptată, până la 4,4 la sută la orizontul prognozei (Tabel 4.3).

Grafic 4.3. Inflația anuală CORE2 ajustat



Sursa: INS, proiecție BNR

Comparativ cu *Raportul* precedent, prognoza curentă indică majorări mai ample și persistente ale prețurilor produselor energetice dar și, într-o măsură mai mică, ale celor din coșul indicelui CORE2 ajustat. În aceste condiții, rata anuală a inflației IPC a suferit revizuirii ascendente substanțiale la finele anului curent (+1,9 puncte procentuale) și al celui viitor (+2,5 puncte procentuale). Totuși, pe termen mediu, odată cu consumarea majorărilor de prețuri ale componentelor exogene și, ulterior, a eliminării acestora din calculul ratei anuale a inflației, prognoza de inflație este relativ similară celei din *Raportul* anterior (+0,1 puncte procentuale în trimestrul II 2023).

Conform proiecției actualizate, rata anuală a inflației de bază se va poziționa pe o traiectorie în creștere până în iunie 2022, când va atinge un maxim de

4,8 la sută (Grafic 4.3). Pe termen scurt, traiectoria este marcată de presiunile însemnate din partea costurilor producătorilor (cheltuielile cu energia, materiile prime – în special produsele agroalimentare, bunurile intermediare, transportul), a căror transmisie în prețurile de consum este facilitată de evoluția favorabilă a cererii. La acestea se adaugă majorarea anticipațiilor inflaționiste, semnificativă în prima parte a intervalului de prognoză și mai puțin pronunțată ulterior, precum și creșterea prețurilor bunurilor din import⁷⁴. Un factor suplimentar, de natură idiosincronică, este reprezentat de scumpirea recentă a polițelor de asigurare RCA. Disiparea treptată a majorărilor acestor costuri va favoriza temperarea graduală a anticipațiilor inflaționiste pe parcursul intervalului de prognoză. În ipoteza actuală, a unor șocuri tranzitorii, dar mai persistente relativ la proiecția anterioară, și inflația importată se va înscrie pe o traiectorie în decelerare. Deviația PIB, evaluată la valori pozitive, este proiectată în deschidere marginală, menținându-se însă la niveluri semnificativ inferioare celor anterioare izbucnirii pandemiei și, în plus, revizuite descendent față de *Raportul* anterior, mai ales pe termen mediu. În aceste condiții, rata anuală a inflației de bază va urma o traiectorie descendentă lentă începând din a doua parte a anului viitor, revenind în interiorul intervalului țintei în trimestrul II 2023.

⁷⁴ Inflația importată este aproximată pe baza ratei inflației IAPC exclusiv energie din zona euro.

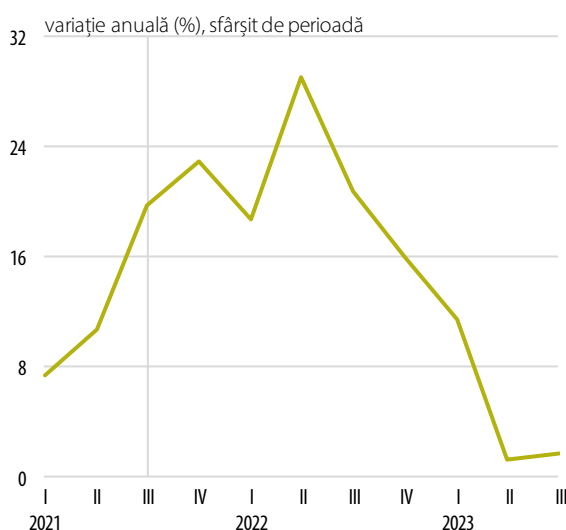
Comparativ cu *Raportul* din august, rata anuală a inflației de bază a fost revizuită în sus pentru sfârșitul anului curent și al celui viitor (cu +0,9 puncte procentuale și, respectiv, +0,5 puncte procentuale), dar se plasează la același nivel în trimestrul II 2023 (orizontul proiecției precedente). Corecția a fost determinată pe termen scurt în principal de presiunile în accentuare asupra costurilor de producție și de înclinația sporită a operatorilor de a le transmite în prețurile finale. La acestea se adaugă scumpirea neanticipată în proiecția anterioară a polițelor RCA. Revizuirii ascendente au suferit și anticipațiile inflaționiste (mai însemnate pe termen scurt) și rata anuală a inflației externe pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză. În sens opus, respectiv al unor presiuni de mai mică amploare, acționează reevaluarea deviației PIB, cu un efect cumulat mai vizibil la finele intervalului proiecției, ceea ce explică și convergența la acest orizont către nivelul anticipat anterior.

Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

	puncte procentuale		
	T4 2021	T4 2022	T3 2023
Bunuri energetice	3,8	2,8	0,3
Prețuri LFO	0,4	0,3	0,2
Prețuri administrate	0,4	0,2	0,2
CORE2 ajustat	2,7	2,5	2,0
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,4	0,3	0,5

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

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor bunurilor energetice



Sursa: INS, proiecție BNR

Nivelul prognozat al contribuției cumulate a componentelor de inflație aflate în afara sferei de influență a politicii monetare – prețurile bunurilor energetice (combustibili, energie electrică, gaze naturale)⁷⁵, cele volatile ale alimentelor (LFO), cele administrate și cele ale produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC a înregistrat o nouă corecție ascendentă semnificativă față de *Raportul* precedent. Contribuția cumulată este de 5,0 puncte procentuale la finele anului curent, respectiv 3,7 puncte procentuale la sfârșitul celui viitor, în urma unor revizuirii de 1,5 puncte procentuale și, respectiv, de 2,4 puncte procentuale. Ajustarea reflectă în principal contribuția mai ridicată a componente energiei. O decelerare mai semnificativă a contribuției este anticipată a avea loc abia pe parcursul anului 2023, odată cu ieșirea din baza de calcul a lunilor afectate de majorările substanțiale ale prețurilor energiei electrice și gazelor naturale previzionate a continua și în perioadele următoare. Astfel, la orizontul proiecției, nivelul prognozat al contribuției componentelor de inflație aflate în afara sferei de influență a politicii monetare la rata anuală a inflației IPC este de 1,2 puncte procentuale (Tabel 4.4).

Ritmul anual de creștere a prețurilor bunurilor energetice este anticipat a înregistra o nouă dinamizare în prima parte a intervalului de proiecție, peste valorile deja semnificative înregistrate în

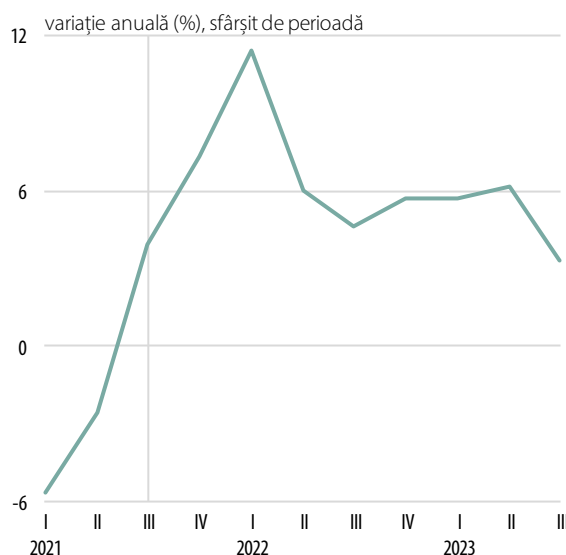
prezent. Astfel, se prevede continuarea în perioadele următoare a majorărilor de prețuri atât în cazul energiei electrice, cât și al gazelor naturale, în contextul trendului

⁷⁵ Grupa exclude energia termică, aceasta fiind inclusă în categoria produselor cu prețuri administrate.

ascendent al cotațiilor de pe piețele externe⁷⁶. Pentru finele anului curent, o contribuție inflaționistă în creștere este atribuită și prețului combustibililor, reflectând majorarea recentă a cotațiilor țițeiului⁷⁷, în timp ce evoluțiile nefavorabile de pe piața lemnului vor fi parțial atenuate prin reducerea TVA, de la 19 la sută la 5 la sută. În acest context, valorile previzionate pentru dinamica anuală a prețurilor bunurilor energetice sunt de 22,9 la sută pentru finele anului curent și de 16,0 la sută pentru sfârșitul celui viitor (Grafic 4.4), o decelerare substanțială fiind anticipată abia în ultima parte a intervalului de proiecție, pe seama efectelor statistice de bază și în ipoteza disipării presiunilor inflaționiste curente. Ambele valori sunt revizuite în sus față de *Raportul asupra inflației* precedent (+6,6 puncte procentuale în decembrie 2021 și +14,1 puncte procentuale în decembrie 2022), cu precădere pe fondul încorporării celor mai recente informații disponibile vizând ajustarea tarifelor de către principalii furnizori de energie electrică și gaze naturale de pe piață⁷⁸.

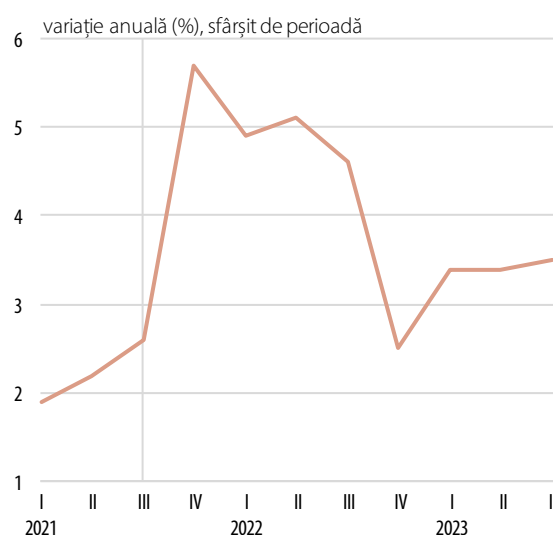
Dinamica anuală a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) este prevăzută a se poziționa la finele anilor 2021 și 2022 la nivelul de 7,3 la sută și, respectiv, de 5,7 la sută (Grafic 4.5). Comparativ cu prognoza anterioară, sunt anticipate evoluții ușor mai nefavorabile pe termen scurt, pe fondul condițiilor prielnice de cerere, dinamica anuală pentru sfârșitul anului curent fiind reevaluată în sus cu 1,0 punct procentual. Pentru anii 2022 și 2023, traiectoria a fost fundamentată în ipoteza înregistrării unor producții agricole normale⁷⁹.

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor administrate



Sursa: INS, proiecție BNR

⁷⁶ Detalii privind cauzele care au condus la acest trend ascendent, precum și evoluțiile anticipate ale prețurilor la energia electrică și gazele naturale în perioadele următoare sunt prezentate în Caseta „Creșterea prețurilor energiei: impact asupra inflației și a activității economice”.

⁷⁷ Pe fondul cererii solide din SUA, cel mai mare consumator de carburanți din lume.

⁷⁸ Impactul majorărilor anticipate pentru perioadele următoare se va reflecta însă doar parțial în facturile consumatorilor casnici, având în vedere măsurile adoptate la nivel legislativ (Legea nr. 259/2021 pentru aprobarea OUG nr. 118/2021), care vizează o serie de compensări pentru consumul de energie electrică și gaze naturale al consumatorilor casnici (în perioada noiembrie 2021 – martie 2022).

⁷⁹ Raportat la mediile multianuale calculate ale variabilei.

Scenariul de evoluție a grupei produselor cu prețuri administrate⁸⁰ prevede creșteri anuale ale prețurilor aferente de 5,7 la sută pentru finele anului curent și 2,5 la sută pentru sfârșitul celui viitor (Grafic 4.6), fundamentate în principal pe baza evoluțiilor istorice. Suplimentar, valoarea pentru decembrie 2021 reflectă o majorare de 30 la sută a tarifului la energia termică livrată consumatorilor casnici, anticipată pentru luna noiembrie⁸¹, în timp ce nivelul previzionat pentru finele anului viitor este marcat de reducerea TVA, de la 19 la sută la 5 la sută, a acestui tarif începând cu luna ianuarie 2022⁸². În acest context, valoarea prognozată pentru sfârșitul anului curent a fost revizuită în sens ascendent cu 3,1 puncte procentuale, iar cea pentru decembrie 2022 în sens descendent cu 0,9 puncte procentuale.

Dinamica anuală a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este prognozată la 5,2 la sută la finele anului curent și 4,4 la sută la sfârșitul anului viitor, traiectoria fiind fundamentată în principal pe baza majorărilor de acciză prevăzute în legislație, dar luând în considerare și comportamentul operatorilor din acest domeniu privind ajustarea prețului final. Față de proiecția precedentă, nivelul pentru decembrie 2021 a fost revizuit în sens ascendent cu 2,1 puncte procentuale, în condițiile demarării unui nou episod de scumpire a pachetului de țigarete în perioada august-septembrie (fără a avea la bază o majorare a accizelor).

4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁸³

Deviația PIB

În trimestrul II al anului 2021, activitatea economică a înregistrat o creștere trimestrială de 1,9 la sută⁸⁴, ușor peste prognoza pe termen scurt formulată în cadrul *Raportului* precedent. În structură, a surprins contribuția negativă a consumului, ce ar putea fi asociată sectorului agricol, pe fondul amânării perioadei de recoltare. Totodată, trebuie reamintite dificultățile de culegere a datelor statistice în contextul pandemic⁸⁵, care implică și posibile revizui viitoare ale seturilor de date. Formarea brută de capital fix a avut o contribuție pozitivă solidă, în principal pe seama echipamentelor IT&C (continuarea procesului de digitalizare), în timp ce exportul net a avut o contribuție negativă relativ diminuată față de trimestrele precedente, ocazionată de frânarea importurilor (atribuită tuturor categoriilor majore de bunuri, cu excepția celor de consum).

Comparativ cu prima jumătate a anului 2021, pentru trimestrele III și IV este preconizată o încetinire a activității economice în majoritatea sectoarelor economiei, cu excepția celui agricol. Pe fondul condițiilor climatice prielnice, producția agricolă vegetală

⁸⁰ Circa 75 la sută din ponderea grupei este deținută de medicamente și apă, canal, salubritate.

⁸¹ În contextul creșterii substanțiale a prețurilor gazelor naturale.

⁸² Conform Legii nr. 196 din 12 iulie 2021.

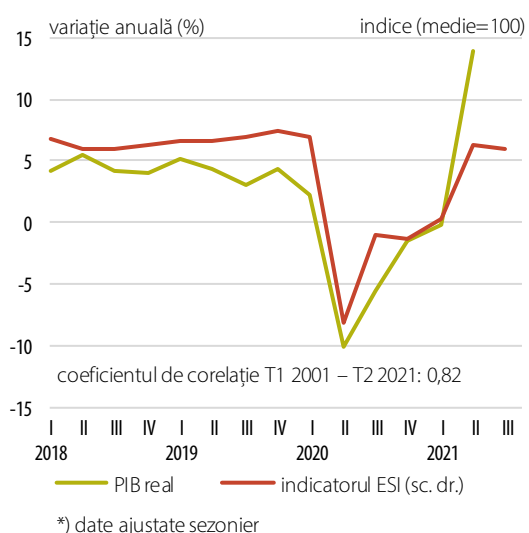
⁸³ În absența altor precizări, variațiile procentuale trimestriale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MF, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Reuters.

⁸⁴ Comunicatul INS nr. 261 din 11 octombrie 2021.

⁸⁵ În acest sens, de remarcat sunt, în trimestrul II, contribuțiile majore dar de sens contrar ale discrepantei statistice și ale celei a variației stocurilor, componente pentru care evoluțiile istorice fac dificilă atribuirea unui conținut economic explicit.

este evaluată a avea o contribuție considerabilă asupra dinamicilor trimestriale ale PIB în a doua jumătate a anului, cel mai mare impact fiind preconizat a fi localizat în trimestrul III. Totodată, creșterea prețurilor bunurilor energetice ar putea reprezenta, prin canalul majorării costurilor de producție ale companiilor și în condițiile dificultății de substituție a acestor factori de producție, un determinant al încetinirii activității economice față de prima jumătate a anului.

Grafic 4.7. Indicatorul de încredere în economie* și creșterea economică



Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Activitatea economică, în special segmentele HoReCa și cele ale activităților cultural-recreative, este evaluată a fi beneficiat, în primele două luni ale trimestrului III, de relaxarea unui număr important de restricții de mobilitate, pe fondul ameliorării situației medicale. Tot în acest context, se remarcă și un nivel înalt al încrederii agenților economici în lunile iulie și august, indicatorul ESI calculat de DG ECFIN aferent României înregistrând printre cele mai ridicate valori de la debutul pandemiei⁸⁶ (Grafic 4.7). În schimb, semnale nefavorabile provin din partea dinamicii producției industriale și a sectorului construcțiilor, pe fondul persistenței sincopelor în lanțurile de aprovizionare (în contextul crizei microcipurilor și al continuării creșterii globale a prețurilor materiilor prime), evaluate a avea un caracter mai persistent decât s-a anticipat inițial. În continuare, prognozele pe termen scurt continuă să fie suplimentate de monitorizarea unei suite extinse de indicatori cu frecvență ridicată⁸⁷

corelați cu dinamica activității economice, pentru a dispune de date în timp cvasireal și, eventual, pentru a suplini acuratețea posibil mai redusă a unora din indicatorii statistici tradiționali în contextul actual.

În ceea ce privește situația medicală, pe fondul nivelului redus de vaccinare al populației, în prima lună a trimestrului IV s-a observat o înrăutățire fără precedent a crizei sanitare (în luna octombrie, numărul infectărilor s-a aflat pe o pantă ascendentă, depășind cu mult maximele precedentelor valuri pandemice), afectând încrederea agenților economici. În acest context, pe lângă introducerea graduală a unor restricții de mobilitate locale, corelate cu gradul de infectare, la sfârșitul lunii octombrie au fost adoptate și restricții la nivel național⁸⁸. Deși riscurile la adresa activității economice interne sunt apreciate a fi predominant descendente, factori cu potențial de a atenua evoluțiile nefavorabile ar putea fi legați de: (i) prelungirea până la sfârșitul anului a schemelor de ajutor de stat, de exemplu, cele privind decontarea șomajului tehnic⁸⁹

⁸⁶ În paralel cu înregistrarea unui maxim istoric al indicatorului aferent zonei euro.

⁸⁷ Pentru ultimele două luni ale trimestrului III 2021, semnalele privind activitatea economică sunt preponderent favorabile și provin din partea unor indicatori precum: cifra de afaceri în comerțul cu amănuntul, zborurile internaționale, înmatriculări de noi societăți și PFA, indicatorul de încredere ESI, ROBOR la 3 luni, indicele Sentix. În prima lună a trimestrului IV, semnalele sunt mixte, unele relativ favorabile provenind din partea unor indicatori precum zborurile internaționale, indicele Sentix și indicele de mobilitate Google, iar altele mai puțin favorabile, din partea randamentelor titlurilor de stat cu maturitate de 10 ani și a căutărilor Google pentru cuvântul „criză”.

⁸⁸ Conform Hotărârii nr. 94 din 25 octombrie 2021 a Comitetului Național pentru Situații de Urgență.

⁸⁹ Conform OUG nr. 111 din 2 octombrie 2021.

și (ii) continuarea permițerii accesului populației la activitățile neesențiale, condiționat de deținerea unui certificat verde (ce a generat, recent, și o creștere a interesului populației pentru vaccinare). În plus, exporturile sunt preconizate a beneficia de pe urma redresării activității principalilor parteneri comerciali din zona euro, pe fondul unei mai bune mențineri sub control a situației sanitare în statele respective.

După contracția de anul trecut, PIB real este proiectat a înregistra în 2021 o dinamică medie anuală substanțial superioară în termeni absoluți, inclusiv pe seama unui efect de bază favorabil (asociat revigorării alerte din ultimele două trimestre ale anului trecut)⁹⁰. Ulterior, ritmurile anuale prognozate, deși mai atenuate, rămân robuste, în apropierea celor ale PIB potențial. Față de *Raportul* din august, excluzând contribuția excepțională a agriculturii de anul acesta, proiecția a fost revizuită în sens descendent atât pentru anul curent, cât și pentru cel următor. Noua traiectorie înglobează:

(i) efectele încetinirii, mai pregnante decât estimarea anterioară, a activității economice în ultimele două trimestre ale anului curent și (ii) impactul contracționist, anticipat a persista cel puțin o perioadă de timp, din partea prețurilor energetice. Comparativ cu runda precedentă, impactul cumulat al absorbției fondurilor europene prin programul „Next Generation EU” a fost revizuit în sens ascendent pe termen mediu, în condițiile informațiilor actualizate privind un conținut investițional mai ridicat al alocărilor de fonduri. Un factor favorizant al dinamicii PIB intern este și profilul mai favorabil al redresării în ansamblu a economiilor partenerilor externi (pentru detalii, a se consulta Secțiunea 4.1. Ipoteze externe).

În structură, creșterea medie anuală a PIB este imprimată de cea a consumului gospodăriilor populației, la care se adaugă contribuția solidă a formării brute de capital fix. Aportul exporturilor nete reale este proiectat a rămâne negativ, cu valori accentuate în 2021 (comparativ cu anul anterior), iar ulterior în atenuare (detalii în subsecțiunea Componentele cererii agregate). Pentru anul curent, contribuția proiectată a variației stocurilor la dinamica medie anuală a PIB este foarte ridicată. De subliniat în acest sens este afectarea estimării agregatelor Conturilor Naționale Trimestriale începând cu trimestrul I 2020⁹¹, ceea ce implică și posibile revizuiți viitoare, de o magnitudine mai mare decât în mod obișnuit, ale seturilor de date.

Pe parcursul anului 2021, se anticipează o revigorare notabilă a dinamicii PIB potențial (evaluare ce surprinde și importante efecte de bază, în contextul dispariției șocurilor adverse induse de criza pandemică). Traiectoria va continua apoi cu ritmuri anuale robuste (similare celor din *Raportul* precedent), având contribuții consistente preponderent din partea capitalului și a productivității totale a factorilor – TFP.

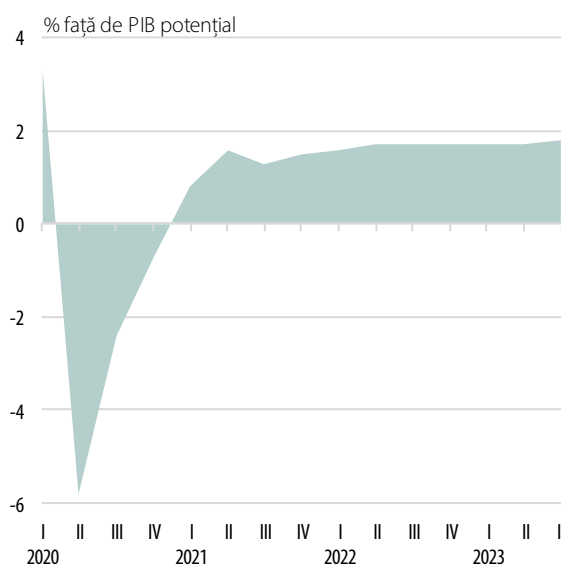
Acumularea stocului de capital este atribuită rezilienței fluxurilor de investiții. În privința acestora ar trebui remarcate continuarea avansului cheltuielilor din domeniul IT&C (*software* și echipamente), pe parcursul anului curent, precum și perspectivele favorabile, inclusiv pe termen mai lung, asociate utilizării fondurilor europene din

⁹⁰ Creșterea de pe parcursul anului 2021 reflectă, de asemenea, și un efect de *carry-over* semnificativ (cuantificat la 2,5 puncte procentuale), în contextul revigorării alerte din a doua jumătate a anului trecut. Efecte semnificative sunt, de altfel, cuantificate și în cazul componentelor PIB. Pentru referințe metodologice, a se consulta Caseta „Impactul efectului de tip *carry-over* asupra ratei medii anuale de creștere a PIB real” din *Raportul asupra inflației*, ediția din august 2013.

⁹¹ În acest sens, a se consulta Nota metodologică Orientări privind estimarea Conturilor Naționale Trimestriale (inclusiv estimări „semnal”) în contextul crizei COVID-19, Eurostat (24 aprilie 2020), disponibilă pe *website*-ul INS.

multiple surse⁹². Totuși, cuantumul resurselor disponibile pentru investiții ar putea fi afectat de creșterile substanțiale ale prețurilor bunurilor energetice. Aportul forței de muncă, proiectat în recuperare începând cu 2021, reflectă tendințele favorabile ale ratei de activitate și ale numărului mediu de ore lucrate pe angajat. Pe termen mai lung, în sens opus acționează evoluțiile demografice nefavorabile din România, cu un ritm de diminuare a populației în vârstă de muncă preconizat a fi destul de alert. Dinamica trendului TFP reflectă câștiguri importante de eficiență, susținute prin accelerarea procesului de digitalizare și dezvoltarea unor tehnologii inovatoare⁹³ în majoritatea sectoarelor economiei, ca răspuns la condițiile crizei pandemice. De subliniat este și faptul că șocul pandemic a afectat diferențiat diversele sectoare, dificultățile cele mai mari fiind localizate în domeniul HoReCa, iar continuarea acestor evoluții eterogene ar implica modificări persistente în structura economiei, prin

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

realocarea sectorială a factorilor de producție. Nu în cele din urmă, pe termen mediu și lung, dinamica trendului TFP rămâne afectată de persistența diverselor deficiențe structurale ale economiei⁹⁴, vizibile și anterior declanșării crizei.

Similar evaluării din precedentul *Raport asupra inflației*, după intrarea în teritoriul pozitiv la începutul anului curent, deviația PIB se menține la valori ușor peste 1 la sută în a doua jumătate a anului⁹⁵ (Grafic 4.8). Pe parcursul intervalului de prognoză, panta ascendentă a *gap*-ului PIB este însă mult mai atenuată comparativ cu cea din *Raportul* publicat în luna august, pe fondul revenirii preconizat mai lente a activității economice pe termen scurt și mediu. Astfel, la orizontul prognozei (trimestrul III 2023), indicatorul se poziționează sub 2 la sută, cu 1,2 puncte procentuale sub valoarea din proiecția precedentă. Această reconfigurare implică,

pe de o parte, un aport mai redus din partea variației componente ciclice a PIB la creșterea economică, iar pe de altă parte, o contribuție relativ mai consistentă din partea PIB potențial.

⁹² Cadru financiar multianual 2021-2027, programul „Next Generation EU” (2021-2026), prelungirea (derogatorie) a absorbției în Cadru financiar multianual 2014-2020.

⁹³ Aprecieri formulate urmărind analize precum *Will Productivity and Growth Return after the COVID-19 Crisis?* al Institutului Global McKinsey, *Impacts of the COVID-19 Pandemic on EU Industries* al Comisiei Europene sau *Studiu asupra economiei digitale din România* al Asociației Patronale a Industriei de Software și Servicii, realizat de Ernst & Young România.

⁹⁴ 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 (ce clasează România în categoria inovatorilor emergenți, cu un nivel de performanță sub 70 la sută relativ la media UE). Conform *IMD World Competitive Ranking 2021*, România ocupă locul 48 în clasamentul mondial de competitivitate (un avans cu 3 poziții față de anul 2020).

⁹⁵ Deviația consumului gospodăriilor populației și cea a importurilor sunt, de asemenea, evaluate a intra în teritoriul pozitiv în prima parte a anului curent, în timp ce deviația exporturilor rămâne negativă, în închidere însă până la finalul anului (având un profil corelat cu cea a cererii externe efective). De menționat sunt poziționările în teritoriul pozitiv, încă de pe parcursul anului trecut, ale deviațiilor aferente BCF și consumului public, singurele componente ale PIB cu traiectorii ce au manifestat reziliență în contextul pandemiei. Din perspectiva componentelor cererii agregate, pe întregul interval de prognoză, traiectoria deviației PIB este imprimată de cea a cererii interne, în timp ce exporturile nete exercită o contribuție ușor negativă.

Profilul actualizat al indicatorului înglobează o serie de influențe mixte din partea factorilor determinanți ai cererii agregate. Astfel, pe de o parte, condițiile monetare în sens larg vor exercita în continuare efecte stimulative, însă în reducere pe parcursul anului următor, ulterior efectele fiind ușor restrictive (spre deosebire de runda precedentă când caracterul stimulativ persista pe întregul interval de prognoză). Impactul din partea politicii fiscale și a celei de venituri este evaluat (similar *Raportului* anterior) a deveni contraciclic începând din acest an, pe fondul debutului corecției fiscale. Efectele revizuite sunt însă mai reduse pe parcursul anului curent, iar ulterior, ușor accentuate. Pe de altă parte, aportul componentei ciclice a cererii externe este superior celui din runda anterioară date fiind perspectivele îmbunătățite privind cererea externă.

Componentele cererii agregate

Consumul final este anticipat a înregistra o creștere relativ robustă, pe fondul unei contribuții însemnate din partea componentei consumul individual al gospodăriilor populației. Acesta din urmă este prevăzut a fi antrenat în 2021 de renunțarea, mai ales pe perioada sezonului estival, la cvasitotalitatea restricțiilor impuse în contextul pandemiei și de mobilizarea într-o anumită măsură a unor resurse financiare suplimentare, rezultate atât din economisirea forțată, cât și din cea cu scop preventiv, de pe parcursul anului anterior. Cu toate acestea, traiectoria consumului pe termen scurt este marcată de unele incertitudini provenind atât din deteriorarea puterii de cumpărare, cât și din evoluția situației medicale, în special în contextul virulenței sporite a variantei Delta. Pe termen mediu, evoluția consumului gospodăriilor populației, deși prevăzută a se menține la valori robuste pe fondul condițiilor relativ favorabile de pe piața muncii, este grevată de perspectivele privind creșterile prețurilor de consum.

Formarea brută de capital fix este proiectată a avea noi contribuții solide la creșterea PIB pe întreg intervalul de prognoză. Evoluția componentei, care a manifestat o reziliență notabilă în context pandemic, este totuși afectată de anumite blocaje generate de majorarea prețurilor materialelor de construcții. Acestea ar putea fi coroborate cu o posibilă încetinire a activității investiționale în industrie, inclusiv pe seama creșterilor prețurilor materiilor prime. Pe termen mediu și lung, contribuția componentei este strâns legată de conduita autorităților în privința cheltuielilor publice destinate investițiilor⁹⁶, inclusiv a celor care au ca surse de finanțare fonduri europene⁹⁷, anticipate a avea un aport suplimentar benefic, reevaluat în sus față de precedentul *Raport*. Un factor stimulativ adițional este și redresarea anticipată a încrederii mediului investițional⁹⁸, cu impact inclusiv asupra fluxurilor de investiții străine directe.

⁹⁶ Revizuite în sens ascendent pentru anul 2021, conform ultimei rectificări bugetare (OUG nr. 96/2021).

⁹⁷ Acestea sunt prevăzute a fi alocate în principal prin intermediul Cadrului financiar multianual 2021-2027 și al programului NGEU.

⁹⁸ Agențiile de rating Moody's și Standard & Poor au reconfirmat în data de 15 octombrie ratingul suveran al României la „BBB-” (ultima treaptă recomandată investițiilor), Moody's îmbunătățindu-și perspectiva de la „negativă” la „stabilă”. Mai mult, măsura de incertitudine în economie, calculată folosind divergența prognozelor analiștilor (Caseta 2 din *Raportul Anual al BNR* 2020), s-a plasat în ultimul an pe o traiectorie de reducere, însă rămâne la niveluri istorice ridicate, mai ales pe fondul valului pandemic curent.

În plan extern, fluxurile de importuri și exporturi sunt proiectate în revenire pe parcursul intervalului de prognoză (cu dinamici alerte în 2021, reflectând și importante efecte de bază, asociate comprimării drastice în 2020 a comerțului internațional). Unele efecte adverse, cu posibil caracter persistent⁹⁹, asupra schimburilor comerciale sunt date de limitările capacităților de transport de la nivel global și stocurile reduse ale unor bunuri intermediare (precum microcipurile, cu utilizare intensă în industrii importante pentru exporturile autohtone, precum cea auto).

Exporturile de bunuri și servicii sunt afectate, cel puțin pe termen scurt, de cvasistagnarea anticipată a producției industriale, pe fondul creșterii generalizate a prețurilor materiilor prime. Componenta beneficiază însă în continuare de perspectivele pozitive privind redresarea cererii externe efective. Un aport suplimentar favorabil este preconizat inclusiv din partea atragerii de fonduri europene (mai ales prin programul „Next Generation EU”) la care pot apela și firmele exportatoare în vederea creșterii productivității. O contribuție nefavorabilă este evaluată a veni din partea cursului de schimb real efectiv, proiectat în apreciere, pe fondul majorării diferențialului de inflație dintre România și partenerii comerciali, cu efecte în sensul erodării competitivității prin preț. Pe termen mai lung, un efect inhibitor este generat de caracteristicile structurale trenante ale economiei (de exemplu, recuperarea lentă a decalajelor privind infrastructura).

Dinamica importurilor de bunuri și servicii este, de asemenea, proiectată a înregistra ritmuri anuale consistente, beneficiind de pe urma efectelor de antrenare din partea componentelor cererii agregate și, respectiv, a exporturilor. Astfel, contribuția exportului net de bunuri și servicii la creșterea medie anuală a PIB, este negativă, însă cu valori în curs de atenuare pe intervalul de prognoză.

În cazul deficitului contului curent, pe ansamblul anului 2021 se prefigurează o deschidere amplă, de la 5 la sută din PIB în 2020, până la valori de peste 6 la sută (valoare ușor amplificată comparativ cu *Raportul precedent*). Această evoluție este imprimată îndeosebi de deteriorarea semnificativă a deficitului comercial, atât pe fondul acoperirii cererii interne excedentare din importuri, cât și pe cel al unor efecte de preț (ca urmare a creșterii generalizate a cotațiilor materiilor prime pe piețele internaționale, dar și a penuriei unor bunuri intermediare). Pe termen mediu, dezechilibrul extern este anticipat a se corecta doar ușor ca pondere în PIB, fiind însă așteptat să rămână poziționat la valori apropiate de 6 la sută, preponderent pe seama unor cauze structurale a căror acțiune este de natură persistentă. 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, în ușoară ameliorare în 2022. Volumul investițiilor directe, aflat pe o traiectorie favorabilă, s-ar putea bucura de efecte de antrenare generate de implementarea unor proiecte de investiții prin instrumentul de finanțare „Next Generation EU”. În același timp, transferurile de capital beneficiază de condiții favorabile, pe fondul suprapunerii

⁹⁹ De exemplu, cea mai recentă prognoză pentru zona euro a BCE (septembrie 2021) prevede dispariția graduală a blocajelor de distribuție în prima parte a anului 2022, mai târziu decât se anticipase în prognoza anterioară (publicată în luna iunie).

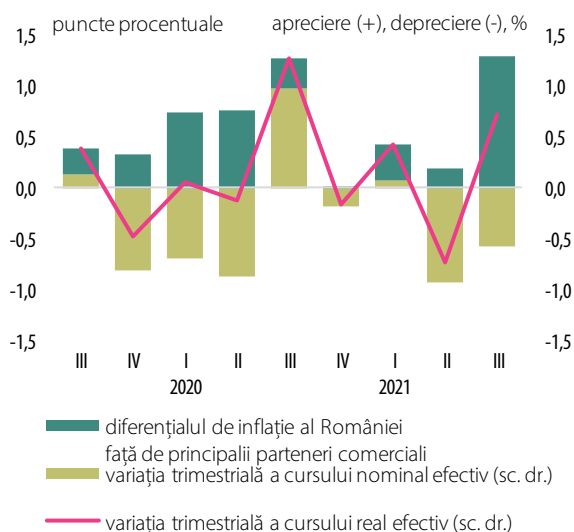
atragerii de fonduri europene din mai multe surse: cadrele financiare multianuale (2014-2020 și 2021-2027) și, respectiv, programul „Next Generation EU”.

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 efectiv¹⁰⁰ al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici¹⁰¹.

Scenariul de bază al proiecției prevede reducerea caracterului stimulat al indicelui condițiilor monetare reale în sens larg pe parcursul anului viitor și, ulterior, poziționarea acestora la valori ușor restrictive începând cu anul 2023.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



Sursa: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics, BNR, calcule BNR

În structură, ratele reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și la depozitele noi la termen sunt anticipate a avea un impact stimulat (în principal pe seama avansului accelerat pe termen scurt al așteptărilor privind inflația), însă în diminuare pe parcursul intervalului de proiecție. Componenta aferentă efectului cursului de schimb real efectiv (Grafic 4.9) este estimată a exercita, prin intermediul canalului exporturilor nete, o contribuție restrictivă în accentuare, pe seama aprecierii cursului real efectiv. Aceasta din urmă va avea loc în contextul unei inflații interne semnificativ mai ridicate decât cea a partenerilor comerciali.

Aportul efectului de avuție și de bilanț este estimat a se menține stimulat pe parcursul întregului interval de prognoză, însă valorile sunt în curs de atenuare începând cu a doua jumătate a anului 2022.

În structură, impactul favorabil provine din partea ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni), pe fondul caracterului amplu acomodat, dar și persistent, al componentei convenționale a politicii monetare a BCE. În același timp, efectul stimulat al variației deviației cursului de schimb real efectiv al leului îl contrabalansează pe cel restrictiv al primei de risc suveran. Dinamica anticipată a primei de risc suveran are loc în contextul fluctuațiilor aversiunii la risc a investitorilor față de piețele emergente, fiind susceptibile îndeosebi cele caracterizate de dezechilibre macroeconomice acumulate anterior declanșării actualei crize, acestea fiind amplificate de situația pandemică.

¹⁰⁰ 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.

¹⁰¹ 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.

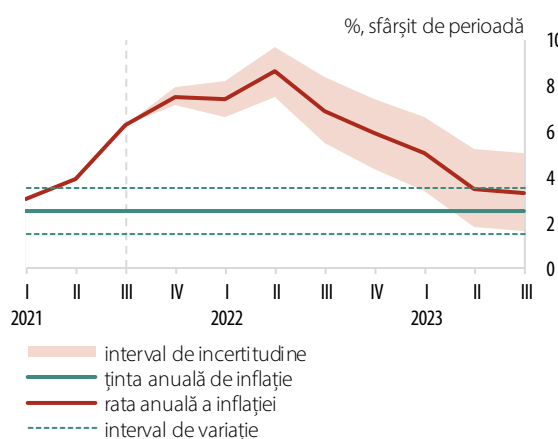
În contextul particular al persistenței crizei de sănătate, conduita politicii monetare a BNR a fost configurată într-o manieră prudentă, în vederea readucerii și menținerii pe termen mediu a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe orizontul mai îndepărtat de timp, astfel încât să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile în contextul procesului de consolidare fiscală și în condiții de protejare a stabilității financiare.

4.4. Riscuri asociate proiecției

Situația sanitară de pe plan intern a cunoscut recent o deteriorare alertă. Valul patru al crizei de sănătate publică s-a dovedit a fi unul foarte agresiv, numărul zilnic de infectări și cel al deceselor ajungând la multipli ai numărului de cazuri din primele valuri pandemice. Această evoluție este susținută de gradul sever de contagiozitate al variantei Delta a virusului SARS-CoV-2 și, în același timp, facilitată de rata scăzută de vaccinare din România. În acest context, durata și magnitudinea noului val pandemic – implicit gradul de plauzibilitate a unei evoluții sincronizate cu cea de la nivel european – și, mai ales, impactul deciziilor de prevenție adoptate de autorități sunt dificil de evaluat la acest moment.

Odată cu reinflamarea pandemiei, reintroducerea unor restricții mai severe ar putea fi însoțită de o reducere voluntară a mobilității și de modificări în comportamentul populației, în vederea realizării distanțării sociale. Gradul relativ ridicat de incertitudine nu exclude resurgența unui comportament de amânare a deciziilor de consum și de investiții din partea agenților economici, care ar putea implica noi creșteri ale ratei de economisire, similar manifestărilor de la debutul pandemiei.

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 2005-2020. Magnitudinea erorilor de prognoză este pozitiv corelată cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

Cu informațiile disponibile la momentul elaborării *Raportului asupra inflației*, balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației (Grafic 4.10) rămâne înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria redată în scenariul de bază, în pofida reconfigurării deja substanțiale, în sens ascendent, a coordonatelor acestuia. Incertitudini ridicate sunt date de evoluția viitoare a prețurilor componentelor energetice. Totodată, surse de riscuri provin și din mediul extern, în cazul unei permanentizări a sincopelor în lanțurile globale de producție și distribuție, cu impact reflectat direct în sensul creșterii prețurilor materiilor prime, ale bunurilor intermediare și ale celor finale din import.

Evoluția viitoare a prețurilor componentelor energetice continuă să reprezinte o sursă semnificativă de riscuri și, mai ales, incertitudini. Transpunerea în statisticile oficiale a configurației prețurilor acestor produse ar putea fi influențată

de un set de factori, precum magnitudinea compensărilor, a plafonărilor sau a

subvențiilor în cadrul schemei de atenuare a impactului creșterii excesive a facturilor la utilități, dar și intervalul de timp pe care acestea vor fi implementate. Deși pe termen scurt nu sunt excluse majorări suplimentare ale prețurilor produselor energetice, în cea de-a doua parte a anului viitor, influențe de sens contrar ar putea fi asociate unor eventuale corecții descendente ale prețurilor energiei electrice și ale gazelor naturale, încurajate de reluarea funcționării în parametri normali a piețelor de energie de la nivel global. Incertitudini sunt asociate inclusiv rapidității alinierii, în perspectivă, la standardele europene de diminuare a surselor de energie poluante.

În actuala conjunctură, unul dintre riscurile care își sporește relevanța este asociat conduitei viitoare a politicii fiscale, inclusiv în condițiile persistenței instabilității politice. Pe termen scurt nu sunt excluse noi inițiative, în completarea celor deja intrate în vigoare, pentru atenuarea impactului deteriorării abrupte a situației sanitare și a celui al creșterii facturilor la utilități. Pe termen mediu, etapele viitoare ale consolidării fiscale rămân incerte atât ca durată, cât și ca magnitudine cumulată a întregului proces, ele fiind, la nivel principal, ghidate de necesitatea încadrării în coordonatele procedurii de deficit excesiv ce vizează România, cu termen de finalizare a ajustărilor anul 2024.

Deși evoluțiile de pe piața muncii au fost până de curând în ameliorare, reinflamarea pandemiei ar putea avea repercusiuni și asupra acestui segment. Se conturează riscul creșterii absenteismului forței de muncă, dar și cel al șomajului voluntar. Pe termen mediu, riscuri ridicate sunt asociate unei posibile exacerbări a penuriei de forță de muncă calificată în anumite sectoare de activitate, în special în cazul unui necesar sporit al acesteia reclamat de implementarea proiectelor de redresare economică și a celor privind digitalizarea și tranziția către o economie verde asociate programului „Next Generation EU”.

Surse de riscuri sunt localizate și în mediul extern. În actuala conjunctură, o posibilă reinflamare a crizei de sănătate publică ar putea conduce la restructurări ale lanțurilor globale de valoare adăugată (spre exemplu, scurtări strategice ale acestora). Totodată, încetinirea ritmului de creștere a economiei Chinei poate genera efecte adverse asupra economiei globale, având în vedere nivelul ridicat de integrare a acesteia în lanțurile globale de valoare adăugată. Un alt risc care își reconfirmă importanța se referă la conduita viitoare a politicii monetare a principalelor bănci centrale din regiune.

Ritmul revenirii economice rămâne incert, însă ar putea surprinde în sens favorabil, inclusiv pe seama implementării proiectelor de investiții și a reformelor prin programul „Next Generation EU”. În cazul economiei românești, date fiind capacitatea instituțională și istoricul realizărilor în acest domeniu, există incertitudini privind absorbția în ritm rapid a acestor fonduri.

Deși au suferit deja creșteri generalizate, cotațiile viitoare ale materiilor prime pe piețele internaționale rămân grevate de numeroase incertitudini. Nu este exclusă o agravare a sincopelor în lanțurile globale de producție și distribuție. Aceasta s-ar putea produce sub incidența impunerii unei sistări a anumitor activități economice, ca urmare a deteriorării situației sanitare, a reamplificării penuriei de containere sau a accentuării

crizei energetice în China. Un alt risc se referă la posibila exacerbare a crizei semiconductoarelor, extrem de relevantă pentru economia României ținând cont de ponderea ridicată deținută de industria auto atât în valoarea adăugată brută, cât și în fluxurile de exporturi. În cazul bunurilor agroalimentare, incertitudini inerente sunt alimentate de fluctuațiile climaterice, cu evoluții posibile în ambele sensuri, atât pe plan intern, cât și extern. La acestea se adaugă influențe adverse având ca sursă creșterea costurilor de producție ale îngrășămintelor, pe fondul scumpirii energiei.

Se conturează riscul ca majorarea amplă a costurilor producătorilor să nu poată fi resorbită în totalitate prin ajustarea marjelor de profit, ceea ce ar conduce la presiuni inflaționiste suplimentare. De asemenea, anumiți operatori economici ar putea majora prețurile finale practicate pentru a-și acoperi, cel puțin parțial, pierderile suferite prin diminuarea capacității de funcționare (mai ales pe segmentele cu cerere inelastică), în contextul măsurilor de limitare a efectelor pandemiei și al posibilelor pierderi suferite deja pe parcursul valurilor pandemice anterioare. Riscuri în sus sunt asociate și unor costuri mai mari privind tranziția către economia verde. La acestea se adaugă presiunile suplimentare de natură persistentă provenite din partea penuriei de forță de muncă calificată în anumite sectoare de activitate.

În cazul cotațiilor viitoare ale petrolului Brent, există posibilitatea manifestării unor riscuri în ambele sensuri. Presiuni inflaționiste suplimentare ar putea fi induse cu precădere de factori de ofertă, în contextul prevalenței unei capacități globale de producție limitate. În schimb, riscuri în jos ar putea avea drept cauze atât factori de cerere, pe seama efectelor răspândirii variantei Delta a virusului, cât și factori de ofertă, pe fondul unei posibile creșteri a producției din partea membrilor OPEC+ excluși de la programul de normalizare a producției (cum ar fi Iran, Libia, Venezuela).

Abrevieri

ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în domeniul Energiei
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
BRM	Bursa Română de Mărfuri
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
FC	Fondul de coeziune
FEADR	Fondul european agricol pentru dezvoltare rurală
FEDR	Fondul european de dezvoltare regională
FEPAM	Fondul european pentru pescuit și afaceri maritime
FMI	Fondul Monetar Internațional
FSE	Fondul social european
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IRCC	indicele de referință pentru creditele consumatorilor
LFO	legume, fructe, ouă
MF	Ministerul Finanțelor
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
3M	3 luni
6M	6 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	49
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	51
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	54
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației în scenariul de bază	56
Tabel 4.3	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază	57
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	58

Lista graficelor din text

	Proгноza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	14
Grafic 1.2	Cotațiile bunurilor energetice	15
Grafic 1.3	Contribuția energiei la inflația IPC	15
Caseta		
Grafic A	Ilustrare a mecanismului de stabilire uniformă a prețului pe piața <i>en gros</i> de energie electrică	17
Grafic B	Mixul energetic	18
Grafic C	Canale de transmisie a variației prețurilor producției din industria energetică în variația prețurilor de consum	19
Grafic D	Intensitatea energetică în economie – efecte directe și indirecte	21
Grafic 1.4	Componentele inflației de bază CORE2 ajustat	24
Grafic 1.5	Anticipații privind evoluția prețurilor	24
Grafic 1.6	IAPC mediu anual	25
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	26
Grafic 2.2	PIB și sentimentul economic	27
Grafic 2.3	Achizițiile comerciale și sectorul agricol	27
Grafic 2.4	Investiții	28
Grafic 2.5	Investiții directe și rata de absorbție a fondurilor europene pentru investiții	29
Grafic 2.6	Indicii ale perspectivei în construcții	29
Grafic 2.7	Exporturi	31
Grafic 2.8	Importuri	31
Grafic 2.9	Contul curent și principalele componente	31
Grafic 2.10	Productivitatea muncii în economie	32
Grafic 2.11	Productivitatea muncii în industria prelucrătoare	32
Grafic 2.12	Efectivul salariaților din economie	33
Grafic 2.13	Așteptările operatorilor economici privind numărul de salariați în următoarele 3 luni	33

Grafic 2.14	Contribuția factorilor determinanți la dinamica salariului mediu brut pe economie	34
Grafic 2.15	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	36
Grafic 2.16	Prețurile producției industriale pentru piața internă	37
Grafic 2.17	Prețurile producției agricole	38
Grafic 2.18	Costurile unitare cu forța de muncă	38
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	40
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	46
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	46
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	48
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	49
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	50
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	51
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	52
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	53
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	55
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației	56
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat	57
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor bunurilor energetice	58
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor LFO	59
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor administrate	59
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	61
Grafic 4.8	Deviația PIB	63
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	66
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	67

