



BANCA  
NAȚIONALĂ  
A ROMÂNIEI

# Raport asupra inflației august 2022

Anul XVIII, nr. 69

# Raport asupra inflației

## August 2022

## **NOTE**

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

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

Toate drepturile rezervate.

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

# Cuvânt înainte

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

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

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

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

*Raportul asupra inflației* a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 5 august 2022, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 29 iulie 2022.

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



# Cuprins

|  |    |
|--|----|
| Sinteză  | 7  |
| <hr/>  |    |
| 1. Evoluția inflației  | 15 |
| <hr/>  |    |
| Caseta 1. Designul piețelor de energie din Europa  | 17 |
| 2. Evoluții ale activității economice  | 25 |
| <hr/>  |    |
| 1. Cererea și oferta   | 25 |
| 2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă                                      | 34 |
| 2.1. Prețurile de import   | 34 |
| 2.2. Prețurile de producție pentru piața internă   | 36 |
| 3. Politica monetară și evoluții financiare  | 39 |
| <hr/>  |    |
| 1. Politica monetară   | 39 |
| 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 |
| <hr/>  |    |
| Scenariul de bază  | 54 |
| 4.1. Ipoteze externe   | 54 |
| 4.2. Perspectivele inflației   | 57 |
| 4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție                       | 61 |
| Caseta 2. O evaluare a PIB potențial pentru România în context pandemic                                    | 64 |
| 4.4. Riscuri asociate proiecției   | 70 |
| Caseta 3. Scenariu de risc privind impactul războiului ruso-ucrainean asupra cadrului macroeconomic intern | 72 |
| Abrevieri  | 76 |
| Lista tabelor din text   | 77 |
| Lista graficelor din text  | 77 |



# Sinteză

## Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC a înregistrat un salt amplu în trimestrul II 2022, atingând nivelul de 15,05 la sută în iunie, superior cu 4,9 puncte procentuale celui din luna martie. Avansul a fost determinat în mare măsură de caracterul relativ mai restrictiv al noii scheme de sprijin pentru plata facturilor la utilități adresate clienților casnici, precum și de menținerea și chiar accentuarea presiunilor pe piețele materiilor prime, marcate de prelungirea războiului ruso-ucrainean. Generalizarea presiunilor inflaționiste din economie s-a regăsit și în ascensiunea rapidă a inflației de bază CORE2 ajustat (dinamică anuală de 9,8 la sută în iunie, față de 7,1 la sută în martie), tendință care a caracterizat toate componentele sale principale. Comparativ cu prognoza publicată în *Raportul asupra inflației* din mai 2022, rata anuală a inflației IPC înregistrată la finele trimestrului II a fost cu 0,9 puncte procentuale mai ridicată (15,05 la sută, față de 14,2 la sută), preponderent pe seama unei dinamici anuale peste așteptări înregistrate la nivelul grupei „energie”. Rata medie anuală a inflației calculată pe baza metodologiei naționale a înregistrat un avans alert (2,8 puncte procentuale) în trimestrul II față de finele celui anterior, până la 9,3 la sută. Totodată, rata medie anuală a inflației calculată pe baza IAPC a consemnat un avans relativ mai redus, de 2,3 puncte procentuale (atingând 7,9 la sută). Din perspectivă europeană, în perioada analizată, rata medie anuală a inflației IAPC din România a fost depășită de ratele înregistrate în Cehia, Polonia, Letonia, Lituania și Estonia și a fost foarte apropiată de cele din Ungaria și Bulgaria.

Pe fondul suitei de șocuri adverse pe latura ofertei, respectiv criza energetică, blocajele din lanțurile de aprovizionare, efectele războiului din Ucraina asupra cotațiilor materiilor prime agroalimentare, la care se adaugă accelerarea ritmului de creștere a costurilor cu forța de muncă, precum și al condițiilor relativ favorabile de cerere din prima parte a anului curent, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să își accelereze ritmul de creștere în cursul trimestrului II 2022. În intervalul analizat, peste trei sferturi din avansul inflației de bază a fost generat de componenta alimentelor procesate, date fiind, pe de o parte, cererea mai puțin elastică de astfel de produse, iar pe de altă parte, expunerea ridicată a sectorului la evoluția cotațiilor materiilor prime. Ecartul încă semnificativ între dinamica prețurilor de producție și cea a prețurilor bunurilor finale, vizibil în cazul cvasimajorității subcomponentelor inflației CORE2 ajustat, indică o continuare a majorărilor de prețuri și în lunile următoare. Această transmisie este favorizată de menținerea anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt ale agenților economici din toate sectoarele la niveluri ridicate, precum și de resorbirea doar treptată a presiunilor cererii agregate excedentare manifestate în debutul anului.

Costurile unitare cu forța de muncă pe total economie (măsură ajustată pentru ruptura structurală din 2021) au cunoscut o accelerare a dinamicii anuale până la 5,3 la sută în trimestrul I 2022 (față de 3,9 la sută în trimestrul IV 2021, însă sub



valorile înregistrate înainte de pandemie), avansul productivității (circa 5 la sută) reușind să acopere doar parțial creșterea remunerării salariaților (10,5 la sută). Dinamica anuală a costurilor salariale unitare în industrie s-a accelerat în intervalul aprilie-mai 2022 până la aproape 14 la sută, față de circa 10 la sută în trimestrele IV 2021 – I 2022, pe fondul majorării salariilor, dar și al efectului inhibitor exercitat asupra producției de prețurile ridicate ale materiilor prime și energiei și de blocajele din lanțurile globale de aprovizionare.

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

În ședința din 10 mai 2022, Consiliul de administrație al BNR a hotărât majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 3,75 la sută pe an, de la 3 la sută, și păstrarea controlului ferm asupra lichidității de pe piața monetară. Totodată, coridorul simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară a fost menținut la  $\pm 1$  punct procentual. Rata anuală a inflației a consemnat un nou salt în luna martie 2022, urcând la 10,15 la sută, de la 8,53 la sută în februarie, în principal ca efect al accentuării scumpirii alimentelor procesate și combustibililor, sub impactul creșterii abrupte a cotațiilor mărfurilor agroalimentare și țițeiului, odată cu invadarea Ucrainei de către Rusia și cu impunerea sancțiunilor internaționale. Ascensiunea substanțială și peste așteptări a ratei anuale a inflației IPC din trimestrul I a avut loc în contextul unei contribuții modeste din partea componentelor exogene ale IPC, în condițiile aplicării schemelor de plafonare a prețurilor la energie pentru populație. Astfel, scăderile de dinamică consemnate de prețurile energiei electrice și gazelor naturale pe ansamblul trimestrului I au contrabalansat în bună măsură influențele creșterii ample a prețului combustibililor și a celor ale LFO. La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accentuat considerabil trendul ascendent în trimestrul I 2022, inclusiv față de previziuni, mărindu-se de la 4,7 la sută în decembrie 2021 la 7,1 la sută în martie. Evoluția acesteia continua să reflecte efectele majorărilor ample cvasigeneralizate ale cotațiilor materiilor prime, prioritar agroalimentare, și ale costurilor crescute cu energia și transportul, alături de influențele blocajelor în lanțurile de producție, potențate pe plan intern de nivelurile înalte ale așteptărilor inflaționiste pe termen scurt, de reziliența cererii pe anumite segmente, precum și de ponderea însemnată deținută în coșul de consum de produse alimentare și de cele importate. Cea mai recentă prognoză, elaborată pe baza datelor disponibile și a reglementărilor în vigoare, evidențiază o nouă deteriorare considerabilă a perspectivei inflației, sub impactul puternic al șocurilor globale pe partea ofertei, amplificate și prelungite de războiul din Ucraina și de sancțiunile impuse Rusiei.

Incertitudini asociate perspectivei inflației decurgeau din impactul prezumat, dar și durata schemelor de plafonare a prețurilor la energie, extinse până în luna martie 2023, cu riscuri notabile din partea evoluției cotațiilor materiilor prime agroalimentare și energetice, precum și din acutizarea/prelungirea blocajelor în lanțurile de producție și aprovizionare, în contextul războiului din Ucraina și al sancțiunilor asociate. O altă sursă importantă de incertitudini și riscuri rămânea absorbția fondurilor europene, în special a celor aferente programului „Next Generation EU”, care este condiționată de îndeplinirea cu strictețe a unor criterii de performanță. De asemenea, și conduita

politicii fiscale prezenta o sursă de riscuri și incertitudini, având în vedere cerința continuării consolidării bugetare în contextul procedurii de deficit excesiv și al tendinței generale de înăsprire a condițiilor de finanțare, dar într-o conjunctură economică și socială dificilă pe plan intern și global. Deosebit de relevante erau și perspectiva conduitei politicilor monetare ale BCE și Fed, precum și nivelul și dinamica majorării ratelor dobânzilor reprezentative de către băncile centrale din Cehia, Polonia și Ungaria.

Ulterior, rata anuală a inflației și-a accelerat creșterea în primele două luni ale trimestrului II 2022, mai mult decât s-a anticipat, consemnând un salt în aprilie, până la 13,76 la sută, de la 10,15 la sută în martie, urmat de o majorare moderată în luna mai, la 14,49 la sută. Cea mai mare parte a creșterii a fost determinată din nou de componente exogene ale IPC, mai cu seamă de scumpirea consistentă și peste așteptări a energiei electrice și gazelor naturale – pe fondul modificării în luna aprilie a caracteristicilor schemelor de plafonare a prețurilor –, și într-o mică măsură de majorarea prețului combustibililor, sub influența ascensiunii cotației țițeiului, în contextul războiului din Ucraina și al sancțiunilor asociate. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accentuat trendul ascendent în prima lună a trimestrului II, inclusiv în raport cu previziunile (în principal sub influența unor noi creșteri consistente ale prețurilor alimentelor procesate), dar și l-a temperat apoi, ajungând la 9,1 la sută în luna mai, de la 7,1 la sută în martie. Evoluția componentei continua să reflecte efectele factorilor identificați anterior. Dinamica anuală a PIB s-a mărit în trimestrul I 2022 la 6,5 la sută, de la 2,4 la sută în trimestrul IV 2021, semnificativ mai mult decât s-a anticipat. Plusul de dinamică a fost determinat, însă, în principal, de variația stocurilor, iar aportul consumului privat – secundar ca mărime – s-a datorat unor subcomponente altele decât cumpărările de mărfuri și servicii, care și-au diminuat considerabil avansul în termeni anuali în acest trimestru, inclusiv pe fondul unui efect de bază. O contribuție notabilă a venit și din partea formării brute de capital fix, ca efect al redinamizării consistente, față de aceeași perioadă a anului anterior, atât a investițiilor nete în utilaje (inclusiv mijloace de transport), cât și a construcțiilor noi. Totodată, exportul net și-a anulat în acest trimestru contribuția negativă la dinamica anuală a PIB, în condițiile în care creșterea variației anuale a volumului exportului de bunuri și servicii a devansat-o pe cea a volumului importului. Soldul negativ al balanței comerciale și-a reaccelerat însă creșterea în termeni anuali, preponderent pe fondul evoluției relativ mai nefavorabile a prețurilor importurilor, iar deficitul de cont curent și-a accentuat considerabil trendul de adâncire în raport cu perioada similară a anului anterior, inclusiv ca urmare a deteriorării puternice a dinamicii soldului balanței veniturilor primare, pe seama ieșirilor de profituri reinvestite și de dividende distribuite.

La momentul ședinței Consiliului de administrație al BNR din 6 iulie 2022, cele mai recente evaluări relevau continuarea creșterii ratei anuale a inflației până la mijlocul trimestrului III, sub impactul șocurilor pe partea ofertei, dar într-un ritm vizibil încetinit, urcând astfel moderat peste valorile prognozate în luna mai pentru orizontul scurt de timp. Determinante pentru înrăutățirea perspectivei apropiate a inflației erau dinamicele mai mari anticipate a fi consemnate în lunile următoare de prețurile combustibililor, gazelor naturale și energiei electrice – chiar și în contextul aplicării schemelor de sprijin și al manifestării unor efecte de bază –, precum și de prețurile alimentelor procesate, în principal sub influența ascensiunii mai puternice a cotațiilor țițeiului, ale produselor energetice și ale mărfurilor agroalimentare, pe fondul războiului

din Ucraina și al sancțiunilor asociate. Efecte inflaționiste suplimentare erau așteptate și de pe segmentul prețurilor administrate, inclusiv ca urmare a scumpirii biletelor CFR, precum și de pe cel al produselor din tutun, pe fondul majorării accizei specifice. Rămâneau relevanți factorii de risc și incertitudine identificați anterior.

Pe baza evaluărilor și a datelor disponibile la acel moment, precum și în condițiile incertitudinilor foarte ridicate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 4,75 la sută pe an, de la 3,75 la sută pe an. De asemenea, au fost păstrate controlul ferm asupra lichidității și nivelul coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară ( $\pm 1$  punct procentual). Consiliul de administrație a subliniat că urmărește ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, precum și stimularea economisirii prin creșterea ratelor dobânzilor bancare, în vederea readucerii durabile a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

## Perspectivile inflației

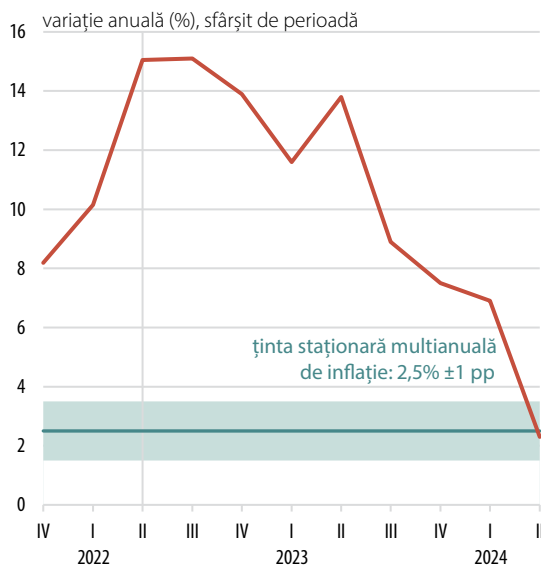
De la data publicării *Raportului asupra inflației* din luna mai, care profilase deja un nivel neuzual de ridicat al incertitudinii, asociat evoluțiilor din plan economic, social și geopolitic, o serie de riscuri din cele identificate la acel moment s-au materializat. Astfel, sentimentul din piețele financiare globale a cunoscut o nouă deteriorare, inclusiv pe

fondul avansului neașteptat, continuu și generalizat al ratei inflației, proces care a impulsionat inclusiv continuarea ciclului de normalizare a politicii monetare atât în economiile emergente, cât și în cele avansate. În paralel, a avut loc o încetinire, deocamdată în ritm gradual, dar cu riscuri de schimbare de regim, a activității economice din Europa și din lume, în timp ce tensiunile geopolitice asociate războiului din Ucraina au continuat să sporească, cu impact resimțit în special de țările aflate în imediata proximitate geografică a conflictului. Pe acest fond, proiecția principalelor variabile macroeconomice a fost încă o dată revizuită în sens nefavorabil, respectiv rata inflației la valori mai ridicate, iar activitatea economică la valori mai reduse. Chiar și în aceste condiții, persistă multiple surse de incertitudini, probabilitatea de materializare a fiecărei categorii din setul de riscuri identificate fiind dificil de estimat la acest moment și, cu atât mai puțin, rezultanta netă a acestora,

ce pare mai degrabă să facă parte din categoria evenimentelor extreme de tip „incertitudine radicală”.

În *Raportul* precedent, se estima un impact economic direct relativ redus al conflictului militar asupra țării noastre, motivat de expunerile comerciale și financiare reduse ale României în relațiile bilaterale cu Rusia și Ucraina, însă riscuri ale unor efecte

### Proгноza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

indirecte mai substanțiale nu erau excluse ci, dimpotrivă, considerate probabile. Ulterior, surprinzător, datele statistice au indicat un avans foarte alert al economiei în trimestrul I. Chiar și în condițiile anticipării unor evoluții semnificativ mai modeste ale activității economice începând din trimestrul II 2022, creșterea PIB din primul trimestru al anului, deși a reflectat un aport amplu al componentelor lipsite de conținut economic explicit (reziduale), motivează prognozarea în acest an a unei creșteri economice care, cel mai probabil, va exceda valoarea proiectată în runda din luna mai.

În scenariul de bază actual, se presupune că efectele economice cele mai ample ale războiului din Ucraina se vor produce în 2022, consemnând însă o intensificare de ritm față de scenariul din *Raportul* anterior, cu menținerea perspectivei de a se resorbi treptat în 2023 și 2024. În schimb, sancțiunile impuse Rusiei și altor state care încurajează sau susțin agresiunea militară vor rămâne în vigoare până cel puțin în anul 2024, având, pe o scară a intensității efectelor, consecințe mai ample asupra economiilor europene comparativ cu ipotezele din precedentul scenariu de bază. În aceste condiții, dinamica anuală a PIB a fost revizuită în sens ascendent pentru 2022, sub impulsul performanței economice neașteptate din trimestrul I și, respectiv, în sens descendent pentru 2023. La rândul său, *gap*-ul pozitiv al PIB a fost estimat pe termen scurt la valori mai ridicate, însă acesta va cunoaște în perspectivă o corecție mai semnificativă, date fiind efectele în accentuare ale războiului din Ucraina, continuarea normalizării politicii monetare și, respectiv, progresul probabil, pe termen mediu, al procesului de consolidare fiscală. Există premise ca *gap*-ul PIB să fie resorbit în totalitate până la jumătatea anului viitor, traiectoria descendentă a acestuia urmând să continue în teritoriul negativ până la orizontul proiecției (trimestrul II 2024).

Dezechilibrul între cererea și oferta globale în cazul a numeroase materii prime, în principal cele energetice (gaze naturale, energie electrică), s-a amplificat în ultimele luni și a ocazionat – dată fiind ponderea amplă a acestor componente în costurile de producție ale companiilor – un efect de erodare a activității economice. Coroborat cu perturbările din piețele materiilor prime agroalimentare, cvasidominate de Rusia și Ucraina, precum și cu atenuarea vizibilă a cererii partenerilor externi europeni, este previzibilă o relativă stagnare a economiei românești în următoarele trimestre. Consecințele sunt vizibile la nivelul componentei de consum a gospodăriilor populației, sub forma escaladării incertitudinii care grevează asupra deciziilor de consum ale acestora, însă efecte adverse constrâng și investițiile sectorului privat, confruntat cu înăsprirea generalizată ale condițiilor de finanțare. Setul complet al determinanților consumului populației indică însă influențe cu acțiune divergentă asupra dinamicii componentei. Pe de o parte, continuarea accelerării inflației diminuează puterea de cumpărare a veniturilor acestora, în timp ce înăsprirea condițiilor financiare le va determina, probabil, să amâne realizarea unor achiziții majore, încurajând, în schimb, un proces mai susținut de economisire. Pe de altă parte, măsurile stimulativă cu caracter temporar adoptate de autorități și care vizează categoriile de persoane cele mai vulnerabile financiar, sunt de natură să asigure reziliență consumului, cel puțin pe termen scurt.

Impunerea de sancțiuni comerciale și financiare la adresa Rusiei, precum și blocajele care persistă în lanțurile globale de distribuție vor comprima, probabil, în 2022, atât

ritmul de creștere a comerțului internațional, cât și pe cel al importurilor României. În schimb, atât prin efecte adverse de preț, ca urmare a prelungirii crizei energetice și a materiilor prime, cât și prin efecte de volum, sub impulsul diminuării cererii externe, cuantumul valoric al deficitului comercial va continua să crească și în acest an. În consecință, ponderea deficitului de cont curent din 2022 s-ar putea poziționa, ca procent din PIB, peste nivelul înregistrat în 2021 (7 la sută). Pe termen mediu, o reluare a corecției deficitului extern este condiționată, pe de o parte, de dispărarea problemelor din lanțurile globale de valoare adăugată, accentuate de conflictul din Ucraina, iar, pe de altă parte, de progresul probabil al consolidării fiscale, de ritmul de revenire a activității economice a partenerilor externi, precum și de abordarea cât mai rapidă a problemelor structurale persistente ale economiei românești.

O eventuală reluare în ritm mai susținut a activității economice din România este amânată pentru finele acestui an sau începutul celui următor și depinde strict de realizarea unor progrese vizibile în ceea ce privește conflictul militar din Ucraina. Pe termen mediu, se conservă premisele ca dinamica economică să se accelereze, România având alocate – atât în termeni absoluți, cât și ca procent în PIB – fonduri substanțiale prin diversele facilități de finanțare europene, în special programul „Next Generation EU”. Fructificarea acestora ar face posibil ca, la acest orizont, dinamica formării brute de capital fix să o depășească pe cea a consumului, putând transforma, astfel, resorturile tradiționale ale creșterii economice bazate pe consum.

Războiul din Ucraina a continuat să amplifice problemele pe latura ofertei pe unele piețe esențiale de materii prime, ale căror evoluții au continuat să surprindă pe parcursul ultimelor luni. Această situație a condus la o nouă revizuire, în sus, a traiectoriei ratei anuale a inflației din scenariul de bază curent. Intensitatea presiunilor având ca resort principal conflictul militar va rămâne ridicată, evidențiindu-se perspectiva ca rata anuală a inflației *headline* să se plafoneze în trimestrul III 2022. În cazul grupei „energie” (în special gaze naturale și energie electrică), va fi vizibilă o temperare a dinamicii anuale în ultima parte a anului curent, explicată, pe de o parte, de influența persistentă a măsurilor de plafonare implementate de autorități, iar, pe de altă parte, de un efect de bază favorabil, în condițiile în care prețurile de piață ale acestor produse au crescut semnificativ în anul anterior. Reflectând această evoluție, și rata anuală a inflației IPC va urma o traiectorie de reducere graduală începând din trimestrul IV. Un nou salt consistent, dar temporar, al acesteia va avea loc în aprilie 2023, odată cu expirarea prelungirii schemelor de plafonare a prețurilor la energie electrică și gaze naturale. Deși realinierea prețurilor acestor produse la cele prevalente pe piețe este de așteptat să aibă loc preponderent pe parcursul lunii aprilie 2023, prin modul de construcție a indicatorului, impactul asupra ratei anuale a inflației IPC va fi unul persistent, pe o perioadă de 12 luni, până la finele trimestrului I 2024. Astfel, rata anuală a inflației IPC este proiectată a înregistra 13,9 la sută în decembrie 2022 (față de 12,5 la sută în *Raportul* din mai), 7,5 la sută în decembrie 2023 (față de 6,7 la sută în *Raportul* din mai) și, respectiv, 2,3 la sută în iunie 2024 (cifra care reflectă puternice efecte de bază).

Totodată, presiuni inflaționiste mai ample au fost deja vizibile, ca efect al conflictului ruso-ucrainean, și în cazul ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, în special al componentei de alimente procesate. Presiunile ascendente asupra tuturor categoriilor de inputuri utilizate de companii favorizează continuarea și în perioadele următoare a transmisiei costurilor de producție majorate în prețurile finale ale bunurilor de consum; astfel,

rata anuală a inflației CORE2 ajustat va continua să avanseze până spre finele anului curent (11,4 la sută în decembrie 2022, față de 10,6 la sută conform *Raportului* din mai). Pentru decembrie 2023, rata anuală a inflației de bază este mai ridicată cu 0,7 puncte procentuale (5,5 la sută, față de 4,8 la sută), urmând să coboare la 3,8 la sută în trimestrul II 2024. La acest orizont se vor resimți cu intensitate sporită efectele normalizării politicii monetare, implicit corecția descendentă treptată a așteptărilor inflaționiste ale agenților economici, precum și presiunile inflaționiste în atenuare ale prețurilor bunurilor din import.

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  $\pm 1$  punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, precum și pentru a stimula economisirea internă, astfel încât să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Gradul de incertitudine privind evoluțiile macroeconomice de la nivel global a crescut de la data *Raportului* anterior. Cu cât conflictul militar durează mai mult, cu atât efectele sale se compun și devin mai puțin predictibile. Pe acest fond, inclusiv riscurile la adresa economiei interne s-au accentuat în prima jumătate a anului 2022. Principalul pericol este ca războiul din Ucraina să mențină tensionate lanțurile globale de producție și distribuție ori să favorizeze creșterea incertitudinii până la niveluri care ar putea greva semnificativ atât consumul, cât și investițiile, ori genera continuarea spiralei ascendente a prețurilor materiilor prime. În plus, în contextul actual, îngrijorările cele mai mari privesc posibilitatea unei întreruperi totale a livrărilor de energie de către Rusia, situație care ar impune aplicarea de raționalizări ale consumului în țările Uniunii Europene, și care ar conduce, cel mai probabil, la majorarea și, respectiv, menținerea la niveluri mai ridicate pentru mai mult timp, a cotațiilor materiilor prime. Riscuri la adresa prețurilor materiilor prime decurg și din condițiile climatice, în special seceta pedologică și atmosferică care afectează România și alte țări europene, nefiind exclusă o diminuare semnificativă în acest an a randamentului producției vegetale, cu potențial de a se răsfrânge și asupra celei animaliere. Într-un final, tot acest cumul de factori s-ar reflecta în prelungirea și accelerarea presiunilor inflaționiste din economie, în paralel cu o serie de comprimări suplimentare ale activității economice, care ar putea materializa un risc de stagflație. Confruntarea României cu astfel de riscuri ar fi problematică din perspectiva corecției absolute necesare, cât mai rapide și într-o manieră ordonată, a dezechilibrului intern și a celui extern, putând conduce la soluții suboptimale ce ar putea greva, pe termen mediu, perspectiva unei recuperări economice sustenabile.

Pentru a contrabalansa efectele adverse asupra economiei ale majorării prețurilor materiilor prime, autoritățile naționale ar putea decide continuarea unei părți a schemelor de sprijin deja existente ori, după caz, introducerea unor noi, a căror configurație este dificil de anticipat la acest moment. Cu informațiile de care dispunem, este problematică evaluarea gradului de persistență pe termen mediu a șocurilor adverse, implicit estimarea duratei ori a configurației diverselor pachete de sprijin. Totuși, în condițiile în care acestea ar fi preponderent finanțate din fonduri publice, conduita politicii fiscale și a celei de venituri ar continua să fie grevate de numeroase riscuri, nefiind excluse posibile abateri de la traiectoria de corecție a

deficitului bugetar prevăzută în cadrul procedurii de deficit excesiv, având ca termen de finalizare anul 2024.

România beneficiază de alocări extrem de generoase de fonduri europene, care impulsionează capitalul productiv din economie, reprezentând un amortizor, pe termen mediu, al șocurilor adverse și totodată o contrapondere a tendinței inevitabile de majorare a costurilor cu forța de muncă. În plus, atragerea de astfel de fonduri facilitează și procesul de consolidare fiscală, asigurând finanțare în condiții de cost mult mai avantajoase decât cele prevalente pe piețele financiare, puternic afectate de normalizarea rapidă a politicilor monetare. Totodată, atragerea de fonduri europene funcționează ca un catalizator al altor surse investiționale stabile (de exemplu, investiții străine directe), ambele canale facilitând totodată finanțarea deficitelor gemene, fără să majoreze stocul existent de datorie. De asemenea, acestea reprezintă și un tampon pentru situațiile în care capitaluri actualmente plasate în România ar fi stimulate, în viitor, să caute plasamente care, ajustate în funcție de nivelul de risc (date fiind deficitul intern și extern extrem de ridicate ale României), să fie mai bine remunerate. În pofida tuturor beneficiilor potențiale, performanța istorică a României în atragerea de fonduri europene, precum și criteriile mai riguroase de accesare în cazul unora dintre programe, în special „Next Generation EU”, ridică o serie de riscuri în calea derulării fără sincope și, respectiv, a finalizării acestuia până la orizontul anului 2026.

Creșterile generalizate de prețuri deja materializate, precum și cele preconizate pentru perioadele următoare, vor continua să erodeze puterea de cumpărare a populației și ar putea ocaziona o serie de presiuni mai ample asupra salariilor, diferențiate, atât ca magnitudine, cât și ca potențial de acomodare, în funcție de sectorul de activitate. Din acest motiv, evoluțiile viitoare asociate pieței muncii își mențin importanța ca factor de risc, deși, inevitabil, acestea vor reflecta atât impactul direct, cât și pe cel indirect al războiului din Ucraina. Într-o economie precum cea a României, afectată atât de un spor natural negativ, cât și de un proces de mobilitate transfrontalieră având o balanță negativă, nu poate fi exclusă exacerbarea, pe termen mediu, a penuriei de forță de muncă calificată, cu precădere în sectoarele care presupun tranziția către o economie verde și un nivel ridicat al digitalizării (segmente care se prefigurează a fi impulsionate la nivel european prin alocări semnificative de fonduri).

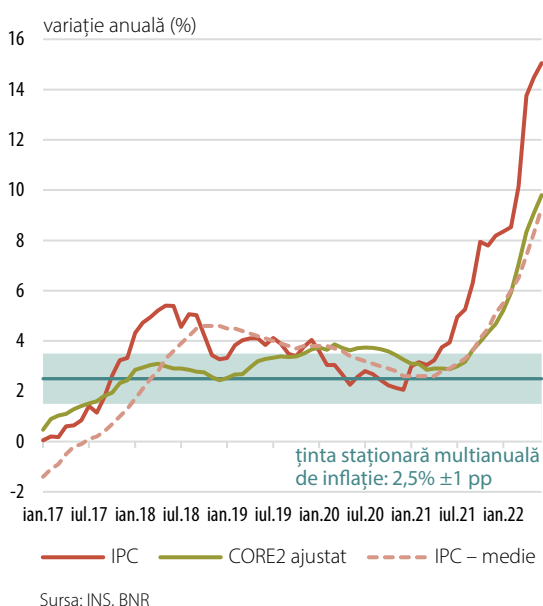
## Decizia de politică monetară

Data fiind perspectiva plafonării ratei anuale a inflației în trimestrul III și a descreșterii ei graduale ulterior, dar pe o traiectorie revizuită moderat în sens ascendent, implicând menținerea acesteia mult deasupra intervalului țintei și dinamici de două cifre ale inflației până la jumătatea anului 2023, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 5 august 2022 majorarea cu 0,75 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 5,50 la sută. De asemenea, s-a decis majorarea cu 0,75 puncte procentuale a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*), până la 6,50 la sută, și creșterea cu 0,75 puncte procentuale a ratei dobânzii la facilitatea de depozit, până la 4,50 la sută, precum și păstrarea controlului ferm asupra lichidității de pe piața monetară. 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 înregistrat un salt amplu în trimestrul II 2022, atingând nivelul de 15,05 la sută în iunie, superior cu 4,9 puncte procentuale celui din luna martie. Evoluția a fost determinată de caracterul mai restrictiv al noii scheme de sprijin pentru plata facturilor la utilități adresate clienților casnici, alături de menținerea sau chiar accentuarea tensiunilor pe piețele materiilor prime, marcate de prelungirea conflictului ruso-ucrainean. Generalizarea presiunilor inflaționiste din economie s-a regăsit în ascensiunea rapidă a inflației de bază CORE2 ajustat (dinamică anuală de 9,8 la sută în iunie, față de 7,1 la sută în martie), tendință care a caracterizat toate componentele sale principale, condițiile încă propice de cerere favorizând transmisia presiunilor în prețurile finale (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației



Trecerea, începând cu 1 aprilie, la o variantă mai restrictivă a schemei de sprijin pentru plata facturilor la electricitate și gaze naturale adresate consumatorilor casnici explică circa jumătate din avansul înregistrat de rata anuală a inflației IPC în trimestrul II 2022 (Grafic 1.2). Modificarea coordonatelor schemei de sprijin față de cea aflată în vigoare în intervalul februarie – martie 2022 a presupus eliminarea componentei de compensare a tarifelor și, în cazul energiei electrice, și reducerea consumului acoperit de plafoanele de preț pentru perioada aprilie 2022 – martie 2023<sup>1</sup>. Ca rezultat, dinamica anuală a inflației pe segmentul „energie electrică și gaze naturale” a urcat la circa 42 la sută în aprilie, comparativ cu 11,2 la sută la finele trimestrului I 2022. Totuși, chiar și în versiunea mai restrictivă, măsurile de sprijin adresate populației continuă să exercite un impact dezinflaționist major, atenuând semnificativ creșterea tarifelor justificată

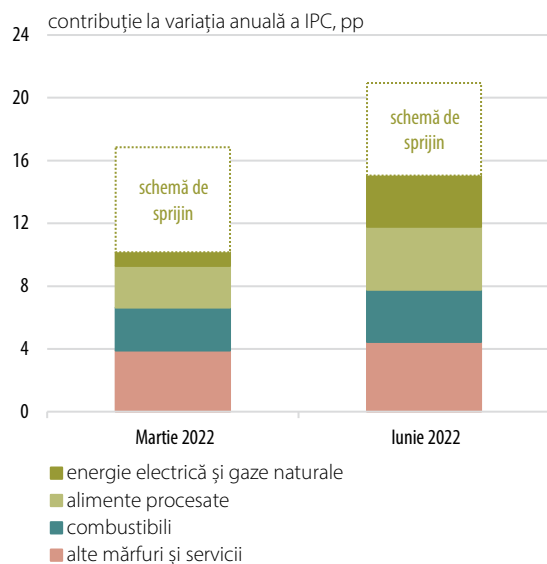
de deteriorarea condițiilor de piață (se estimează că, în lipsa măsurilor, rata anuală a inflației IPC ar fi atins, *ceteris paribus*, circa 21 la sută la finele trimestrului II 2022). Legiferarea unor mecanisme de protecție a consumatorilor în fața creșterilor abrupte ale prețurilor aferente celor două componente menționate ale grupei „energie” reprezintă, de altfel, o practică larg răspândită la nivelul UE, date fiind circumstanțele excepționale cu care se confruntă în prezent piețele de profil. Majorarea fără precedent a cotațiilor este strâns legată de adâncirea tensiunilor geopolitice dintre Rusia și Uniunea Europeană, care a condus la diminuarea cantității de gaze naturale

<sup>1</sup> La gaze naturale prețul final este plafonat la 0,31 lei/kWh pentru toți clienții casnici. În cazul energiei electrice plafoanele de preț în funcție de consum sunt de 0,68 lei/kWh pentru un consum lunar de cel mult 100 kWh, 0,8 lei/kWh pentru un consum lunar între 100 kWh și 300 kWh și prețul pieței pentru un consum lunar care depășește 300 kWh.



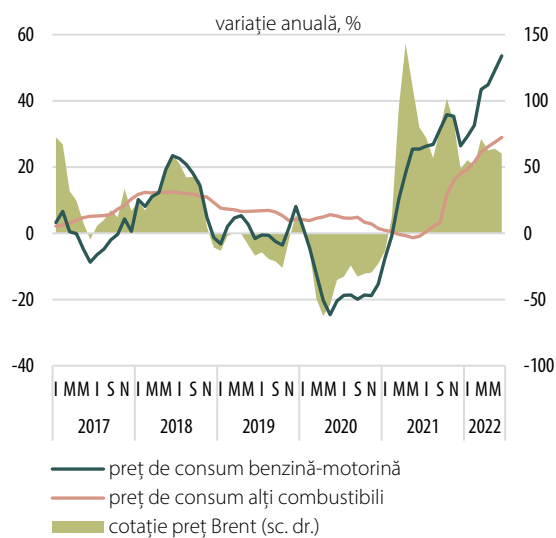
rusești livrate Europei, acest șoc pe partea ofertei fiind amplificat de particularitățile mecanismelor de stabilire a prețurilor (Casetă 1).

Grafic 1.2. Contribuții la rata anuală a inflației IPC



Sursa: INS, calcule și estimări BNR

Grafic 1.3. Cotația țițeiului și prețul carburanților

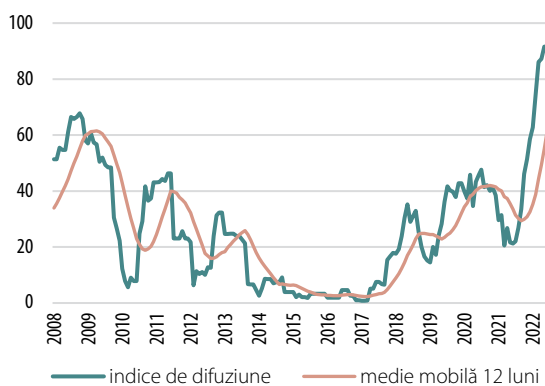


Sursa: INS, Bloomberg

Prețurile combustibililor au continuat, de asemenea, să se majoreze într-un ritm accelerat, dinamica anuală urcând în luna iunie la 41,3 la sută, maximul ultimilor 21 de ani (Grafic 1.3). Piața internațională a petrolului rămâne caracterizată de o volatilitate accentuată, oscilând periodic între presiunile inflaționiste rezultate din deficitul de ofertă asociat sancțiunilor impuse Rusiei și efectele deflaționiste provocate de semnalele privind încetinirea economiei globale și chiar posibilitatea unei recesiuni în economiile dezvoltate. Cotația Brent s-a corectat ușor la începutul trimestrului, pe

fondul apariției unor noi focare COVID în China, dar a revenit ulterior pe o traiectorie ușor ascendentă, odată cu adoptarea de către UE a pachetului de sancțiuni asupra exporturilor rusești de țiței; pe ansamblul trimestrului, prețul mediu al barilului a rămas similar celui observat în luna martie (aproximativ 112 USD). Cursul de schimb USD/RON a continuat să exercite presiuni inflaționiste și în intervalul analizat, calitatea dolarului SUA de monedă de refugiu aducându-l în vecinătatea parității cu moneda europeană, la valori semnificativ mai apreciate în raport cu leul.

Grafic 1.4. Indicele de difuziune al inflației de bază



Notă: Indicele de difuziune este calculat ca sumă a ponderilor bunurilor și serviciilor din componența CORE2 ajustat care înregistrează rate anuale ale inflației mai mari decât limita superioară a intervalului țintei centrale (3,5 la sută). Variațiile nu exclud efectele măsurilor adoptate în regimul taxelor și impozitelor.

Sursa: INS, calcule BNR

Dinamica anuală a inflației de bază CORE2 ajustat a crescut alert și în trimestrul II 2022, până la 9,8 la sută în iunie, de la 7,1 la sută la finalul intervalului anterior, tendința fiind generalizată la nivelul mărfurilor și serviciilor incluse în calculul acestei măsurii (Grafic 1.4). Suita de șocuri negative

pe latura ofertei (criza energetică, blocajele în lanțurile de aprovizionare, efectele războiului din Ucraina asupra cotațiilor materiilor prime agroalimentare), care afectează economia globală încă de la mijlocul anului precedent, alimentează rate ale inflației rar întâlnite în ultimele decenii. În România, creșterea accelerată a prețurilor produselor energetice este estimată a fi adăugat în ultimele 12 luni – numai pe canalul efectelor indirecte de runda întâi (prin intermediul costurilor companiilor) – între 3 puncte procentuale și 3,5 puncte procentuale la ritmul anual al inflației de bază. Presiunile vizează însă toate categoriile de inputuri utilizate de companii, la care se adaugă treptat și accelerarea ritmului de creștere a costurilor cu forța de muncă. În plus, un regim de inflație ridicată potențează transmisia creșterii ULC în prețurile finale, aceasta fiind nu doar mai rapidă, ci și mai amplă<sup>2</sup>. Pe de altă parte, condițiile încă favorabile de cerere facilitează transmisia presiunilor către consumatorii finali, această influență fiind probabil să se atenueze începând cu a doua parte a anului, în condițiile în care șocurile menționate vor atenua și traiectoria cererii agregate. De asemenea, măsurile de întărire a politicii monetare la nivel mondial se conturează ca un factor suplimentar cu efect limitativ asupra dinamicii economice.

### Caseta 1. Designul piețelor de energie din Europa

Ultimul an și jumătate a fost marcat de creșteri fără precedent și de o manieră sincronizată ale prețurilor pentru energie electrică și gaze naturale la nivel european, evoluții care, dincolo de efectele substanțiale produse în plan economic și social, au adus în prim-plan modul de funcționare a piețelor europene de energie. Caseta de față își propune să treacă în revistă transformările la care au fost supuse aceste piețe în ultimele decenii și să descrie arhitectura lor actuală, inclusiv mecanismele specifice de formare a prețurilor, urmărind totodată să explice rolul jucat de aceste elemente în scumpirile observate în perioada recentă.

#### Transformarea piețelor de energie din UE

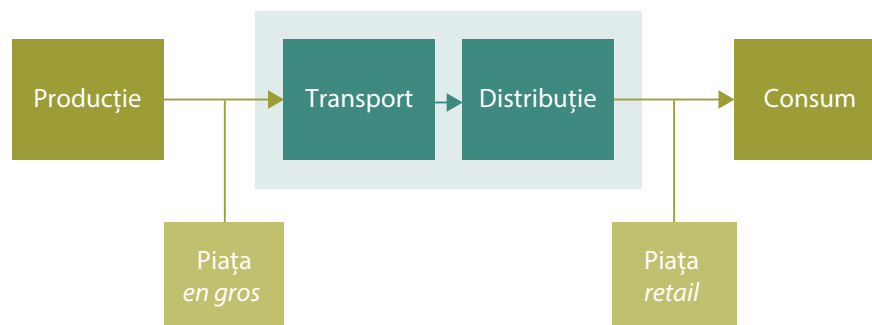
Începând din anii '90, la nivelul piețelor de energie electrică și gaze naturale din UE s-a urmărit trecerea graduală de la un cadru monopolist la unul concurențial, motivată de inițiativa formării unei piețe unice interne sub principiul liberei circulații a mărfurilor, dar și de intenția eficientizării sectorului energetic. Tranziția s-a făcut pe baza mai multor pachete legislative<sup>3</sup> adoptate la nivel european în anii 1996-1998, 2003, 2009 și 2019, care au fost apoi transpuse de către statele membre în legislația națională și care au vizat restructurarea piețelor de energie, în sensul liberalizării lor, dorindu-se astfel crearea unui cadru concurențial. Aceste pachete legislative prevedeau separarea monopolurilor integrate vertical în segmente individuale (producție, transport, distribuție și furnizare), instituind totodată reglementatori naționali independenți. Noul cadru a implicat crearea piețelor *en gros*, unde furnizorii pot cumpăra energie de la producători într-un mod nediscriminatoriu și transparent, respectiv a piețelor de retail, unde energia este

<sup>2</sup> Potrivit estimărilor interne, o creștere a ULC cu 10 la sută ar conduce, *ceteris paribus*, la un avans al ratei inflației de bază cu circa 1,5 puncte procentuale pe parcursul unui an, în timp ce într-un climat cu inflație scăzută impactul ar fi aproape insesizabil pe acest orizont.

<sup>3</sup> Cel mai recent pachet legislativ (al cincilea), elaborat în anul 2021, se află încă în dezbateri și se concentrează asupra tranziției către o economie verde și a promovării surselor regenerabile de energie.

vândută mai departe către consumatorii finali, cărora li se oferă posibilitatea de a fi mai bine informați cu privire la prețurile pe care le plătesc. Din motive tehnologice, segmentele aferente transportului și distribuției funcționează în regim de monopoli naturali (Grafic A).

Grafic A. Arhitectura pieței de energie



În pofida progreselor care s-au realizat în ultimele două decenii pe piața energiei, aceasta tot nu a ajuns să fie guvernată de un cadru concurențial veritabil. O caracterizare mai corectă ar fi cea de oligopol, în numeroase cazuri fiind prezenți doar câțiva jucători mari, cu poziție dominantă, deseori deținuți de stat. Separarea verticală și instituirea unui reglementator independent s-au dovedit insuficiente, fiind necesare eforturi suplimentare pentru facilitarea intrării pe piață a cât mai multor companii, stimularea investițiilor în dezvoltarea capacităților de producție și creșterea gradului de interconectare a piețelor europene. Nici în zona de retail liberalizarea nu a fost, în practică, una completă, existând state care au continuat să intervină la nivelul tarifelor aplicate consumatorilor casnici, în special celor vulnerabili, prin reglementarea sau controlul prețurilor de către o autoritate publică – guvern sau reglementator național de resort –, sub diverse forme: plafonarea sau avizarea prețurilor, stabilirea de tarife sociale, verificarea, validarea și/sau ajustarea *ex post* a prețurilor etc. Potrivit celei mai recente ediții a *Raportului anual de monitorizare a pieței de energie* al ACER<sup>4</sup>, publicat în luna noiembrie 2021, în UE aproximativ jumătate dintre state încă practicau în anul 2020 astfel de intervenții asupra prețurilor pentru consumatorii casnici, justificate în principal de obiective sociale (Grafic B). De obicei, intervențiile sunt operate de către autoritățile naționale de reglementare în domeniul energiei, însă într-un număr redus de țări este implicat și guvernul, alături de autoritatea de reglementare. O metodă destul de comună pentru setarea prețurilor la energie vizează stabilirea unui preț plafonat care să includă și o marjă de profit reglementată pentru furnizor.

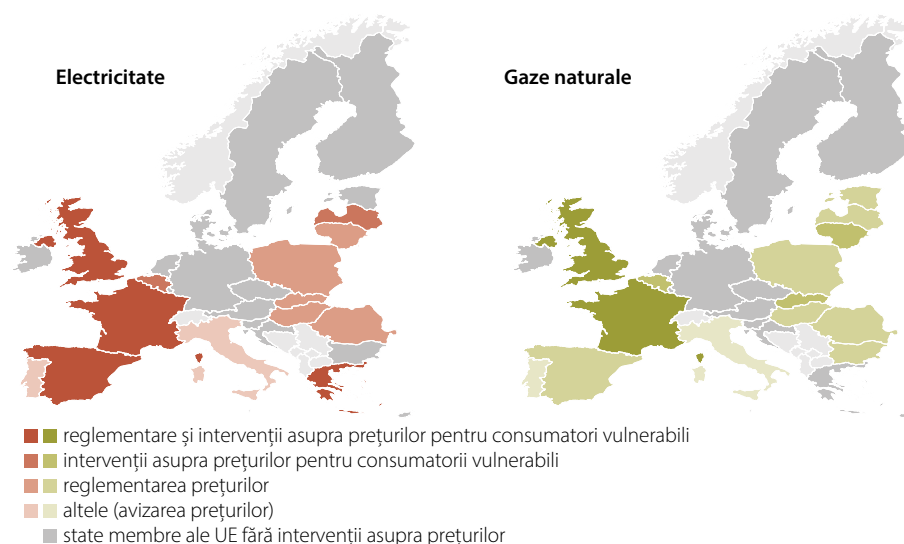
Creșterea masivă a cotațiilor produselor energetice pe piețele *en gros* începând din a doua jumătate a anului 2021 a determinat însă tot mai multe state membre, printre care și România<sup>5</sup>, să recurgă la diferite forme de intervenție asupra prețurilor, în scopul protejării consumatorilor. Cadru legislativ european a fost ajustat în așa fel încât să permită astfel de reglementări pentru perioade limitate de timp, în

<sup>4</sup> Agenția pentru Cooperarea Autorităților de Reglementare din Domeniul Energiei.

<sup>5</sup> Clasificată la momentul respectiv ca având complet liberalizate ambele piețe de energie.

situații excepționale (în general, șase luni, cu posibilitatea prelungirii dacă situația nu se ameliorează) și cu condiția să nu fie afectat mecanismul de formare a prețurilor pe piețele *en gros*. Datele centralizate de Sgaravatti *et al.* (2021) sugerează că guvernele europene au avut o abordare destul de eterogenă în intervalul septembrie 2021 – mai 2022, atât din punct de vedere al sumelor alocate intervențiilor (de la doar 0,1 la sută din PIB în Danemarca și Cehia, la 1,6 la sută din PIB în România și până la 3,6-3,7 la sută din PIB în Lituania și Grecia), cât și în ceea ce privește tipul intervenției – de la scheme de compensare sau transferuri sociale direcționate către gospodăriile vulnerabile, la reducerea impozitelor indirecte (TVA, accize) sau a altor elemente din factură (precum tarifele de distribuție sau taxe specifice aplicate energiei).

Grafic B. Intervenții asupra prețurilor la energie electrică și gaze naturale în rândul statelor UE pentru consumatorii casnici în anul 2020



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

### Mecanismele actuale de stabilire a prețurilor pe piețele europene de energie

Ofertele furnizorilor includ prețuri finale compuse din prețul mărfii energetice la care se adaugă o serie de tarife reglementate (de transport, distribuție etc.). Prețul mărfii este puternic influențat de evoluțiile înregistrate pe piețele *en gros*, care au o arhitectură ceva mai complexă, putând fi, în general, clasificate în funcție de momentul livrării produselor energetice. Pe de o parte, există piețele la termen, pe care se încheie contracte cu livrare a mărfii la un moment ulterior (uneori tranzacțiile realizându-se chiar și cu ani în avans față de momentul livrării), ceea ce favorizează un cadru predictibil în care producătorii își pot planifica producția viitoare, iar furnizorii/consumatorii își pot asigura necesarul de energie anticipat. Contractele pot fi încheiate atât prin înțelegeri bilaterale, cât și prin mecanisme bursiere, care presupun licitații pe baza unor oferte cantitate-preț. Pe de altă parte, există piețele *spot*, care în mod obișnuit au un rol mai degrabă de ajustare a portofoliilor aproape de momentul livrării/consumului. Odată cu declanșarea crizei energetice actuale, piața a fost caracterizată de un nivel extrem de ridicat

de incertitudine, observându-se o schimbare a comportamentului jucătorilor din piață, în sensul creșterii ponderii tranzacțiilor *spot*, în condițiile în care prețurile la termen au crescut foarte mult, mizându-se probabil pe faptul că avansul cotațiilor va fi, totuși, temporar.

În ceea ce privește mecanismul de formare a prețurilor celor două categorii de mărfuri, respectiv electricitatea și gazele naturale, fiecare piață *en gros* are anumite particularități. În cazul energiei electrice, prețul pieței *spot* se formează prin alinierea prețurilor tuturor unităților de producție la costul marginal al ultimei unități care intră în sistem pentru a acoperi cererea (engl. *pay-as-clear market*). Mai exact, producătorii de energie electrică intră pe piață în ordinea crescătoare a prețurilor licitate pe baza costurilor lor de producție, întâi cei cu costuri marginale de producție mici (cazul regenerabilelor), iar apoi cei cu costuri mai mari (cazul centralelor pe gaze naturale sau cărbune), până când cererea este complet acoperită. Prețul final este stabilit pentru toți operatorii la nivelul prețului ultimului producător care a intrat pe piață, astfel încât să fie satisfăcută integral cererea (în general costul marginal al termocentralelor pe cărbune sau pe gaze naturale, dată fiind volatilitatea producției din surse regenerabile). Caracteristica principală a designului actual al pieței este neutralitatea tehnologică, trăsătură care stimulează investițiile în noi capacități de producție regenerabile și intrarea mai multor operatori pe piață. Majoritatea tehnologiilor de producție bazate pe surse regenerabile au un cost marginal relativ redus (spre deosebire de costul investiției inițiale, care este unul semnificativ – *high CapEx, low OpEx*). Ca urmare, pentru ca operatorii acestor tehnologii să-și recupereze investițiile, este necesar ca prețul stabilit de piață să fie semnificativ peste costul lor marginal de producție. În absența acestei practici, cel mai probabil astfel de investiții ar fi inhibitate, nefiind rentabile.

Pe piața gazelor naturale, mult timp au funcționat contractele indexate cu prețul petrolului. Dezavantajul acestei metode consta în faptul că evoluția prețului petrolului reflecta doar parțial factorii de influență a prețurilor gazelor naturale, iar formulele de indexare erau, în general, netransparente, consumatorii finali neavând acces la informații privind modalitatea de stabilire a prețurilor. Liberalizarea a permis dezvoltarea *hub*-urilor, puncte centrale ale infrastructurii de transport al gazelor naturale (conducte, terminale pentru livrarea de gaz natural lichefiat) în cadrul cărora sunt tranzacționate contracte pentru gazele naturale la prețuri care reflectă evoluția cererii și ofertei pentru această materie primă<sup>6</sup>. A apărut astfel o tendință de migrare către stabilirea prețurilor gazelor naturale la nivel de *hub* (engl. *hub pricing*), proporția acestui tip de contracte crescând în Europa, de la 15 la sută în 2005 la 80 la sută în 2020 (Comisia Europeană, 2020; ACER, 2021). De altfel, platforma olandeză de tranzacționare a gazelor „Title Transfer Facility” (TTF), ale cărei lichidități au crescut rapid în ultimii ani, a devenit cea mai importantă referință de preț în Europa și are o relevanță din ce în ce mai mare și la nivel mondial.

<sup>6</sup> Modelul spre care se tinde este Henry Hub din SUA, care reprezintă o referință internațională datorită lichidității extrem de ridicate a pieței (tranzacții multe, volume mari, mulți participanți la piață), generată de o serie de particularități precum plasarea sa în apropierea unui centru de producție/extracție și stocare a gazelor naturale, dar și nivelul ridicat de dezvoltare a infrastructurii, care permite conectarea cu numeroase puncte de consum din SUA.

### Rolul arhitecturii piețelor de energie în scumpirile observate recent

Începând din a doua jumătate a anului 2021, am asistat la scumpiri fără precedent pe piața energiei din Europa. Deteriorarea condițiilor de piață a fost generată de probleme care țin deopotrivă de cerere și de ofertă, influența acestora asupra

cotațiilor fiind potențată de particularitățile arhitecturii piețelor de electricitate și gaze.

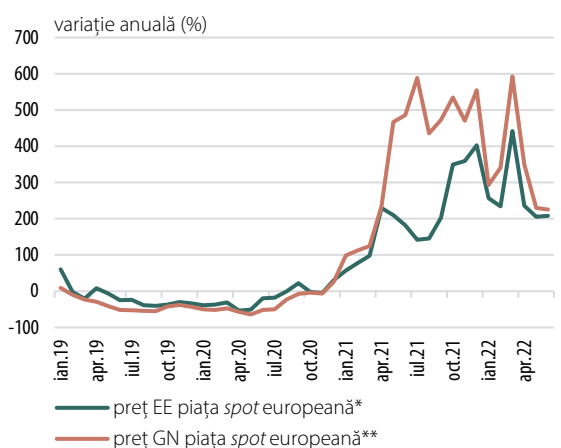
În prima parte a anului 2022, volatilitatea prețurilor bunurilor energetice s-a accentuat odată cu invazia Ucrainei de către Rusia. Astfel, variația anuală a cotației gazului TTF a oscilat în jurul a 300 la sută, cu un salt până la circa 600 la sută în martie, iar în cazul energiei electrice, dinamica anuală a cotațiilor a fluctuat în jurul valorii de 250 la sută, cu un vârf de aproape 450 la sută în martie (Grafic C).

Deși au fost urmați pași concreți în direcția liberalizării și integrării piețelor, fiind încurajate concurența și lichiditatea, piața europeană a rămas în continuare dependentă de un singur mare producător (Rusia), cu o capacitate ridicată de a influența evoluția prețurilor (mai ales în contextul promovării unei agende politice în dezacord cu cea europeană și al absenței oricărei reticențe în a utiliza gazul natural ca pârghie de șantaj sau armă

de război). În aceste condiții, trecerea la stabilirea prețurilor gazelor la nivel de *hub*, deși avantajoasă în anii trecuți, a adus costuri mai mari comparativ cu situația în care ar fi fost menținute contractele indexate cu prețul petrolului (care nu a înregistrat creșteri de o asemenea amploare).

Saltul amplu al prețurilor de pe piața gazelor naturale a avut mai departe un efect de domino asupra prețului electricității, date fiind importanța gazelor naturale în producerea de energie electrică în Europa (circa 20 la sută din mixul energetic), efectul fiind potențat de caracterul integrat al piețelor, care implică un mecanism unic de stabilire a prețurilor pe piața *spot*, care a afectat indirect și comportamentul prețurilor de pe piețele la termen. În acest context, modul de formare a prețurilor pe piața electricității a fost pus în discuție, dezbătându-se posibilitatea înlocuirii mecanismului *pay-as-clear* cu unul de tip *pay-as-bid*, ce presupune ca fiecare producător să facă o ofertă proprie de preț la care dorește să vândă electricitatea, iar cumpărătorul să o accepte sau nu. Totuși, studiile din literatura de specialitate arată că, în virtutea unui comportament strategic, operatorii cu costuri de producție mai mici vor încerca să oferteze un preț cât mai apropiat de costul marginal de producție al ultimului producător de care este nevoie să intre pe piață pentru a acoperi cererea (deci cel cu costul cel mai mare). Prin urmare, este foarte probabil ca introducerea acestui mecanism alternativ să nu conducă la un preț al pieței semnificativ diferit de cel rezultat din mecanismul aplicat în prezent, în schimb, gradul de transparență a pieței s-ar diminua considerabil (Khan, A. E. *et al.*, 2001) – Grafic D.

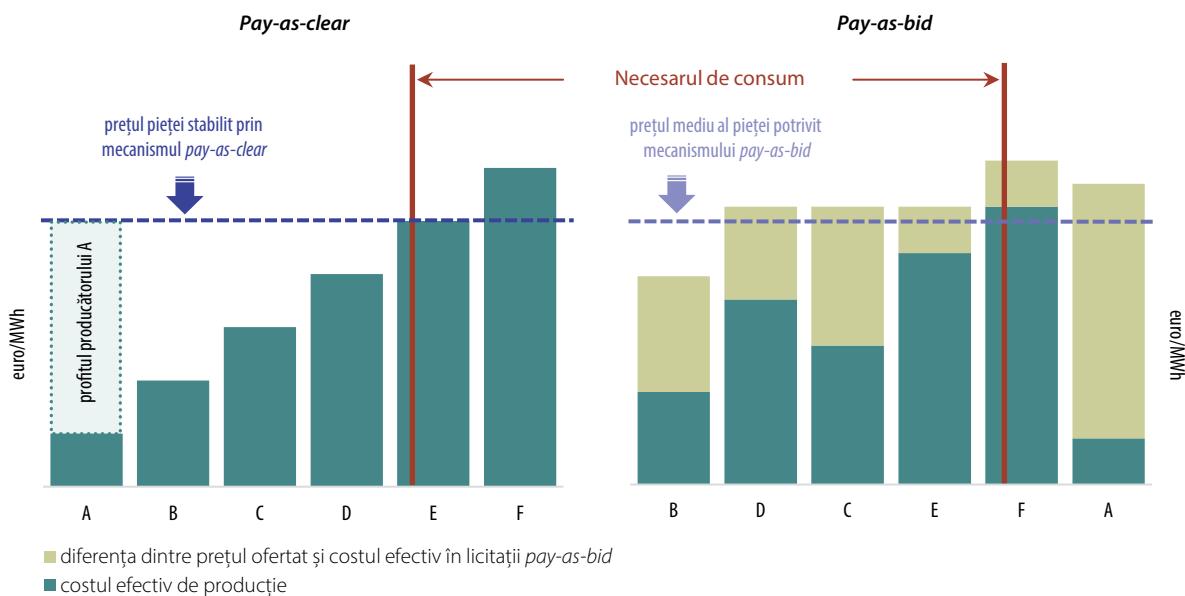
Grafic C. Cotațiile bunurilor energetice



\*) calculat ca medie simplă a cotațiilor *spot* de pe piețele din Germania, Franța și Olanda (cele mai lichide din Europa)

\*\*) Facilitatea de Transfer de Titluri (TTF) de la Bursa de gaze din Rotterdam, indice de referință al pieței europene

Sursa: Bloomberg, calcule BNR

Grafic D. Ilustrare a modului de ofertare/stabilire a prețurilor în cadrul mecanismelor *pay-as-clear* și *pay-as-bid*

În lumina celor mai recente constrângeri de natura ofertei, a devenit tot mai stringentă necesitatea unor măsuri care să țintească mai bine diminuarea rapidă a cererii de gaze naturale pe orizontul apropiat, unele analize relevând că în scenariul opririi complete a furnizării de către Rusia, cererea pe ansamblul UE ar trebui să se reducă cu circa 15 la sută față de media anilor 2019-2021 în următoarele 10 luni (Breugel, 2022). În situația în care iarna va fi mai friguroasă și va dura mai mult decât în mod normal, raționalizarea consumului, mai ales la nivel industrial, devine un scenariu tot mai plauzibil. În plus, deja este vizibilă o revenire la surse tradiționale de producție a energiei electrice, respectiv menținerea sau chiar suplimentarea numărului de centrale nucleare și a celor pe bază de cărbune pentru o perioadă mai mare de timp față de condițiile impuse inițial de tranziția verde. Pe un orizont mai îndepărtat, pentru asigurarea unui grad mai ridicat de independență energetică și existența unor prețuri mai accesibile, este necesară consolidarea eforturilor în direcția urgentării investițiilor în noi unități de producție și dezvoltarea mult mai rapidă a unor modalități de stocare fiabile și la costuri rezonabile a energiei electrice regenerabile, extinderea capacităților de interconectare la nivelul pieței europene de electricitate, demersuri care să fie însoțite de electrificarea tot mai multor domenii de activitate și sporirea eficienței energetice (potrivit Planului *REPowerEU*, anunțat de Comisia Europeană în luna mai 2022).

#### Referințe

Agencia pentru Cooperarea Autorităților de Reglementare în Domeniul Energiei – *Annual Report on the Results of Monitoring the Internal Electricity and Natural Gas Markets in 2020*, Energy Retail Markets and Consumer Protection Volume, 2021

Agencia pentru Cooperarea Autorităților de Reglementare în Domeniul Energiei – *ACER's Preliminary Assessment of Europe's high energy prices and the current wholesale electricity market design: Main energy price drivers, outlook and key market characteristics*, 2021

Comisia Europeană – *Comunicare a Comisiei către Parlamentul European, Consiliul European, Consiliul, Comitetul Economic și Social European și Comitetul Regiunilor, REPowerEU Plan, mai 2022*

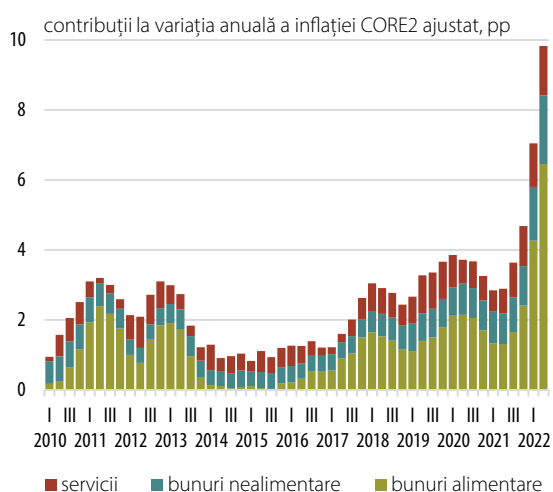
Comisia Europeană – *Raport al Comisiei către Parlamentul European, Consiliu, Comitetul Economic și Social European și Comitetul Regiunilor, Prețurile și costurile energiei în Europa, 2020*

Kahn, A. E., Cramton, P. C., Porter, R. H., Tabors, R. D. – „Uniform pricing or pay-as-bid pricing: A dilemma for California and beyond”, *The Electricity Journal*, Volume 14 (6), 2001, pp. 70-79

McWilliams, B., Zachmann, G. – „European Union demand reduction needs to cope with Russian gas cuts”, iulie 2022, disponibil la <https://www.bruegel.org/2022/07/european-union-demand-reduction-needs-to-cope-with-russian-gas-cuts>

Sgaravatti, G., Tagliapietra, S., Zachmann, G. – „National policies to shield consumers from rising energy prices”, *Bruegel Datasets*, 2021, publicat prima dată în data de 4 noiembrie 2021, cea mai recentă actualizare a avut loc pe 9 iunie 2022, disponibil la <https://www.bruegel.org/dataset/national-policies-shield-consumers-rising-energy-prices>

Grafic 1.5. Componentele inflației de bază CORE2 ajustat



Notă: Exclusiv efectul direct al modificărilor cotelor TVA.

Sursa: INS, calcule BNR

Peste trei sferturi din avansul CORE2 ajustat a fost generat, și de această dată, de componenta alimentelor procesate, cea mai expusă la fluctuațiile cotațiilor materiilor prime (Grafic 1.5). Pe acest segment, ritmul anual de creștere a prețurilor a ajuns la 15,8 la sută la finalul trimestrului II, multe materii prime agricole consemnând în luna mai noi valori record ale cotațiilor – consecință a perspectivei în deteriorare pentru recolta anului în curs în Europa, a dificultăților cu care se confruntă fermierii în procurarea îngrășămintelor (cauzate de reducerea exporturilor Rusiei și de prețul ridicat al gazelor naturale), precum și a eșecului negocierilor privind deblocarea comerțului cu cereale din bazinul Mării Negre.

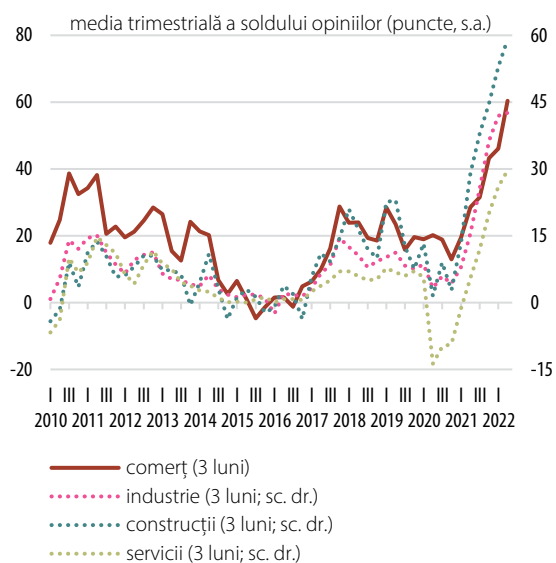
În cazul produselor nealimentare din inflația de bază, rata anuală de creștere a prețurilor a accelerat la 5,5 la sută în luna iunie, o tendință similară

fiind vizibilă la nivelul serviciilor de piață (+6,2 la sută), cu precădere al celor care au beneficiat de eliminarea completă a restricțiilor asociate pandemiei: transport aerian, restaurante și cafenele, servicii de transport rutier.

Anticipațiile inflaționiste pe termen scurt ale agenților economici din toate sectoarele au continuat să se poziționeze pe o traiectorie ascendentă, seriile cu frecvență lunară corespunzătoare segmentului industrial sugerând, totuși, o atenuare, ulterior maximului atins de soldul conjunctural în luna martie (Grafic 1.6). Analizii bancari se așteaptă în continuare la rate anuale ale inflației IPC peste intervalul de variație asociat țintei staționare, însă în decelerare puternică față de dinamica actuală, în special pe orizontul de doi ani.

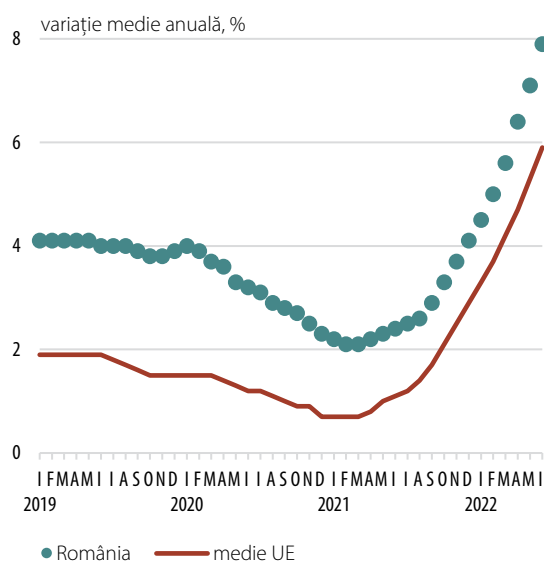


**Grafic 1.6. Anticipații privind evoluția prețurilor**



Sursa: CE-DG ECFIN

**Grafic 1.7. IAPC mediu anual**



Sursa: Eurostat

Rata medie anuală a inflației IPC s-a majorat în trimestrul II până la 9,3 la sută, iar cea calculată pe baza metodologiei IAPC până la 7,9 la sută, un avans de 2,8, respectiv 2,3 puncte procentuale față de finele trimestrului anterior. Ecartul dintre indicatorul național și cel european este explicat, în esență, de ponderea mai mare a segmentului „energie electrică și gaze naturale” în coșul IPC, diferența dintre cei doi coeficienți căpătând relevanță sporită în contextul unor variații ample ale prețurilor, cum au fost cele din perioada recentă. Rata medie anuală a inflației IAPC din România rămâne printre cele mai înalte la nivelul UE, fiind depășită însă de cele înregistrate de Cehia, Polonia, Lituania, Letonia și Estonia (Grafic 1.7).

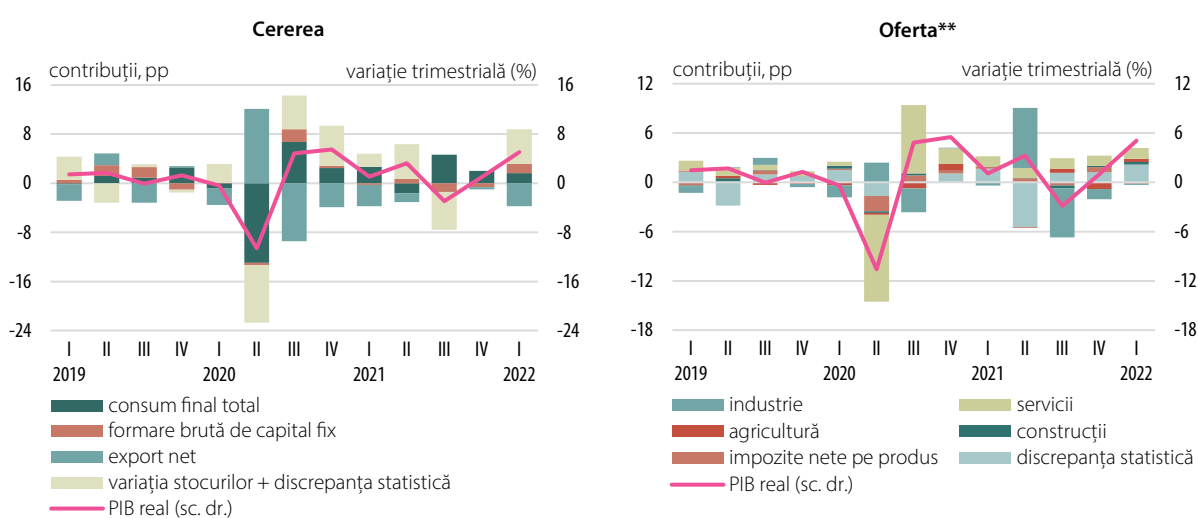
Față de proiecția inclusă în *Raportul asupra inflației* din luna mai 2022, rata anuală a inflației IPC înregistrată la finele trimestrului II a fost cu 0,9 puncte procentuale mai ridicată, preponderent pe seama unei dinamici anuale peste așteptări înregistrate la nivelul grupei energie. Mai exact, trecerea la versiunea mai restrictivă a schemei de sprijin pentru plata facturilor la electricitate și gaze naturale a avut un impact mai amplu decât cel anticipat, în timp ce cotația Brent s-a poziționat pe un palier superior celui anticipat. Totodată, în cazul carburanților, s-a observat o transmisie în prețurile finale ușor mai mare decât cea sugerată de evoluția costurilor de producție, explicată probabil de incertitudinea privind continuitatea fluxurilor de aprovizionare și a evoluției imprevizibile în planul cotațiilor petrolului; caracterul acomodativ al cererii de consum a susținut și de această dată tendința.

## 2. Evoluții ale activității economice

### 1. Cererea și oferta

Ameliorarea funcționării lanțurilor globale de producție la începutul anului curent și eliminarea pe plan local a restricțiilor asociate pandemiei au impulsionat activitatea economică, atât pe filiera acomodarii cererii interne, cât și pe cea a livrărilor externe. În consecință, la nivelul trimestrului I 2022, PIB real și-a intensificat ritmul de creștere până la 5,1 la sută comparativ cu trimestrul IV 2021. Este previzibil însă ca dinamismul economiei să se tempereze în perioada următoare, în linie cu evoluțiile pe plan global, în condițiile în care declanșarea și prelungirea conflictului militar ruso-ucrainean au antrenat reacutizarea la scară internațională a problemelor create la nivelul producției de costurile materiale ridicate și de sincopel în aprovizionare (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică\*

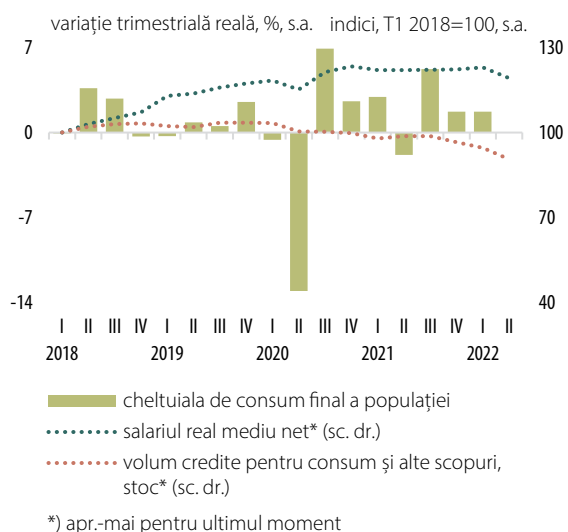


Sursa: INS, calcule BNR

În trimestrul I 2022, consumul final al populației și-a accelerat ritmul până la 3,8 la sută comparativ cu ultimul trimestru al anului anterior, rezultat care se datorează însă unui puternic efect statistic vizibil la nivelul consumului individual al administrației publice<sup>7</sup>. Cheltuielile de consum ale populației au consemnat un avans mai moderat

<sup>7</sup> Explicația constă în faptul că datele de conturi naționale pentru trimestrul IV 2021 indică o aparentă redistribuire între cele două categorii de cheltuieli de consum efectuate de administrația publică (individual și colectiv), astfel încât valorile atașate acestora s-au plasat la un minim, respectiv maxim istoric. Datele pentru trimestrul I 2022 nu relevă o abordare similară, fapt pentru care cheltuielile de consum individual ale administrației publice – componentă a consumului final al populației – s-au majorat în termeni reali de 2,23 ori.

**Grafic 2.2. Cererea de consum a populației și surse de finanțare**



Sursa: INS, BNR

(1,7 la sută), reflectat și de evoluția activității din comerț și servicii (1,3 la sută, variație trimestrială), Grafic 2.2. Cele mai dinamice au fost vânzările de bunuri pentru amenajarea locuințelor (6,8 la sută) și cele de autovehicule (5,2 la sută), iar încasările din servicii de piață pentru populație și-au inversat traiectoria (1,9 la sută). În cazul comerțului auto, intensificarea achizițiilor a fost susținută de lansarea în trimestrul I a Programului de Reînnoire a parcului auto, precum și de posibilitatea producătorilor de a onora comenzile primite în a doua parte a anului precedent, ca urmare a ameliorării temporare a blocajelor în aprovizionare.

Tendința de moderare a cererii de consum, vizibilă începând cu ultimul trimestru al anului 2021, se va accentua probabil în perioada următoare, odată cu erodarea în continuare a puterii de cumpărare a populației. Totodată, după o evoluție relativ stabilă

în primele trei luni, cererea pentru credite de consum este anticipată a se diminua în trimestrul II<sup>8</sup>, operatorii din sectorul bancar indicând deteriorarea situației financiare a gospodăriilor populației ca un factor relevant care acționează în sensul limitării accesului la finanțare. De altfel, achizițiile de bunuri durabile – de regulă primele care se ajustează la noile coordonate ale bugetelor de familie – au consemnat o ușoară restrângere în perioada aprilie-mai comparativ cu media trimestrului I. Vânzările de bunuri de uz curent și-au menținut la circa 2 la sută dinamica trimestrială, sub impulsul comerțului alimentar și al celui cu produse de îmbrăcăminte și încălțăminte (3,7 la sută, respectiv 12,5 la sută în intervalul aprilie-mai). În primul caz, operatorii de profil atribuie această evoluție în principal anumitor strategii ale consumatorilor, de natură a optimiza cantitățile achiziționate, cum ar fi: (i) orientarea către magazine de tip discount, (ii) creșterea interesului pentru produsele din gama „marcă proprie” sau (iii) o preocupare sporită pentru identificarea celui mai mic preț, inclusiv prin apelarea la comparatoare *online*. O anumită influență a exercitat și aflulul de refugiați din Ucraina; chiar dacă manifestarea acestui factor s-a produs pe o durată limitată (majoritatea refugiaților doar tranzitând teritoriul țării noastre), puseul de cerere a contribuit la creșterea achizițiilor de bunuri de strictă necesitate în lunile martie și aprilie (cu ritmuri lunare medii de peste 2 la sută). În ceea ce privește segmentul produselor de îmbrăcăminte și încălțăminte, dinamizarea vânzărilor poate fi corelată cu restrângerea sistemului de telemuncă, dar și cu creșterea accentuată a numărului evenimentelor private, în contextul eliminării tuturor restricțiilor asociate pandemiei la începutul lunii martie 2022. Totodată, acest din urmă factor va contribui la menținerea pe o traiectorie ascendentă a serviciilor de piață prestate populației pe parcursul trimestrului II – intervalul aprilie-mai consemnează o creștere cu 10,6 la sută a volumului încasărilor, față de media trimestrului precedent.

<sup>8</sup> Potrivit Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației (ediția din mai 2022).

În primul trimestru al anului 2022, execuția bugetului general consolidat s-a finalizat cu un deficit de 15,7 miliarde lei, ușor superior celui din perioada similară a anului trecut (14,6 miliarde lei), dar reprezentând 1,1 la sută din PIB<sup>9</sup>, față de 1,2 la sută în primele trei luni din 2021. În linie cu tiparul interanual al execuției bugetare, deficitul s-a comprimat semnificativ în raport cu cel din ultimul trimestru al anului anterior<sup>10</sup>, ca urmare a restrângerii cheltuielilor bugetare totale<sup>11</sup>. Aceasta a reflectat scăderile consemnate de componentele de capital și cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile<sup>12</sup> și , într-o măsură mai redusă, de cea cu bunuri și servicii<sup>13</sup>, descreșterea fiind mai modestă totuși față de cea din trimestrul I din 2021, în condițiile majorării mai consistente a cheltuielilor de asistență socială<sup>14</sup>.

Veniturile bugetare s-au redus în schimb într-o măsură mai mică în acest interval<sup>15</sup> și predominant sub impactul diminuării sumelor primite de la UE, dar și a încasărilor din impozitul pe profit, în principal ca efect al extinderii unui termen de plată a obligațiilor fiscale<sup>16</sup>; o contribuție de sens opus, dar de mai mică amploare, a avut majorarea veniturilor nefiscale<sup>17</sup> și a celor din alte impozite și taxe pe bunuri și servicii<sup>18, 19</sup>.

Rezultatul execuției bugetare s-a ameliorat substanțial în trimestrul II, deficitul din acest interval diminuându-se la 7,8 miliarde lei (echivalent cu 0,6 la sută din PIB), valoare semnificativ mai redusă și față de cea din trimestrul similar al anului precedent (19,2 miliarde lei, respectiv 1,6 la sută din PIB).

În consecință, pe ansamblul semestrului I, deficitul bugetar s-a redus la 23,5 miliarde lei (1,7 la sută din PIB), de la 33,8 miliarde lei (2,9 la sută din PIB) în aceeași perioadă a anului trecut.

Formarea brută de capital fix și-a inversat traiectoria în trimestrul I (+5,5 la sută, variație trimestrială), atât pe seama dinamizării achizițiilor de echipamente (inclusiv mijloace de transport cumpărate de companii și instituții), cât și a lucrărilor de construcții. Evoluția pozitivă este posibil să se mențină, însă panta se va atenua, în condițiile în care izbucnirea războiului din Ucraina favorizează prelungirea situației

<sup>9</sup> Pe baza celui mai recent nivel al PIB luat în calcul de MF, conform execuției bugetare din luna iunie.

<sup>10</sup> 35,7 miliarde lei, respectiv 3,0 la sută din PIB.

<sup>11</sup> În termeni anuali reali, creșterea acestora a accelerat însă la 9,4 la sută (de la 3,7 la sută), în principal ca urmare a revenirii în teritoriul pozitiv a dinamicii anuale reale a cheltuielilor de asistență socială.

<sup>12</sup> Cheltuielile cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile și-au reaccelerat însă substanțial creșterea reală în raport cu perioada similară a anului anterior; impactul variației lor asupra soldului bugetar a fost totuși minor datorită unei evoluții similare a sumelor primite de la UE.

<sup>13</sup> Și cheltuielile de personal s-au redus, dar mult mai estompat, prelungindu-și dinamica anuală reală negativă.

<sup>14</sup> Reflectând în mare parte efectul majorării la începutul anului a pensiilor, indemnizațiilor sociale pentru pensionari și a alocațiilor de stat pentru copii, precum și al acordării unui ajutor financiar în ianuarie 2022 pentru pensionarii cu pensii sub 1 600 de lei și a unei indemnizații suplimentare pentru persoanele cu dizabilități.

<sup>15</sup> În termeni anuali, ele și-au accelerat însă creșterea reală, la 11,3 la sută (de la 6,6 la sută în trimestrul precedent), în principal ca urmare a reamplificării dinamicii pozitive a încasărilor nete din TVA, dar inclusiv pe fondul unor rambursări de taxă mai reduse față de primul trimestru din 2021.

<sup>16</sup> Termenul de plată a impozitului pe profit aferent anului fiscal precedent a fost prelungit până în iunie (în 2021 termenul fiind în luna martie).

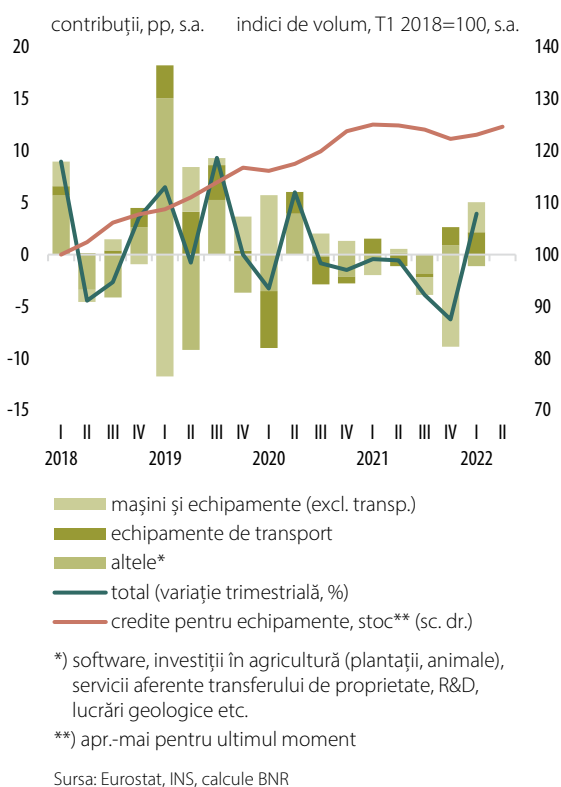
<sup>17</sup> A căror evoluție a fost susținută și de încasările din veniturile din dividende, precum și din redevențe petroliere.

<sup>18</sup> Reflectând inclusiv efectul impozitării veniturilor suplimentare ale unor operatori din sectorul energetic.

<sup>19</sup> În același sens a acționat și majorarea, specifică debutului de an, a încasărilor din impozitele și taxele pe proprietate.

nefavorabile generate de costurile ridicate ale inputurilor de producție, de sincopete în derularea schimburilor comerciale și de persistența neîncrederii. În acest cadru general, de natură a tempera acumulările de capital, proximitatea geografică a zonei de conflict deschide totuși perspectiva stimulării anumitor categorii de investiții pe plan autohton, cum ar fi cele generate de reconfigurarea rutelor de comerț exterior ale țării vecine (cu efect de antrenare a investițiilor în infrastructura de transport rutier și feroviar și în spații de depozitare). Nu în ultimul rând ca importanță pentru creșterea stocului de capital din economie (atât în sectorul privat, cât și în cel public) se plasează provocarea asociată valorificării fondurilor europene, având în vedere experiența anterioară a României. La sfârșitul lunii iunie 2022, din resursele de natura transferurilor de capital disponibile prin CFM 2014-2020 circa 37 la sută erau încă neabsorbite, în timp ce fondurile pentru investiții alocate prin CFM 2021-2027 nu fuseseră accesate, iar prefinanțarea realizată de Comisia Europeană în decembrie 2021 – ianuarie 2022 prin Mecanismul de redresare și reziliență (aproape 3,8 miliarde euro virate pe partea de granturi și de împrumuturi) nu și-a găsit deocamdată concretizarea în proiecte.

Grafic 2.3. Investiții exclusiv construcții



Impulsul conferit activității companiilor de atenuarea presiunilor pe lanțurile de aprovizionare la nivel global în primele luni ale anului curent s-a resimțit și în planul achizițiilor de echipamente, care s-au extins cu 3,6 la sută față de trimestrul IV 2021 (Grafic 2.3). Semnalele emise de sectorul corporativ local converg către un parcurs posibil pozitiv, dar mai lent, al investițiilor în perioada următoare. Ilustrativă este perspectiva relevată de sondajul de conjunctură realizat în luna aprilie de Camera de Comerț și Industrie Româno-Germană (AHK România), potrivit căruia ponderea companiilor germane din România<sup>20</sup> care consideră că au o situație economică bună este majoritară (51 la sută), însă sensibil inferioară celei înregistrate în toamna anului 2021 (67 la sută). Totodată, disponibilitatea acestor operatori pentru investiții s-a temperat, intenția de extindere a acumulărilor de capital în următoarele 12 luni fiind formulată de un sfert din numărul respondenților (față de circa 37 la sută în 2021).

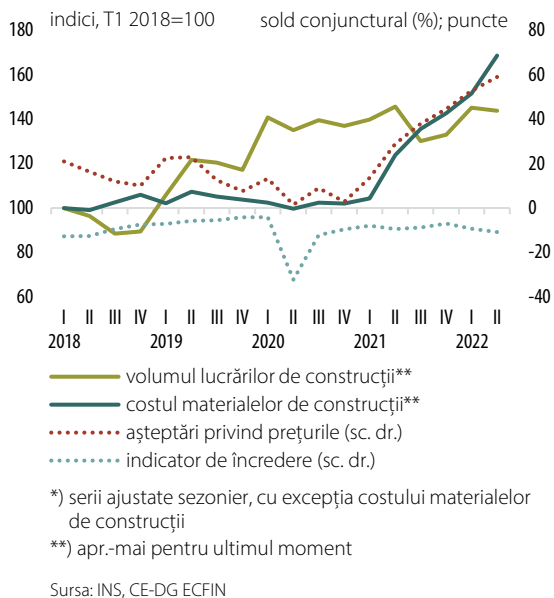
Investițiile în construcții s-au intensificat în trimestrul I până la 6,5 la sută<sup>21</sup> (atât pe segmentul clădirilor, cât

și pe cel al lucrărilor ingineresti), dar își vor tempera probabil amplitudinea în perioada următoare, pe fondul dificultăților provocate în ritmicitatea activității de persistența costurilor ridicate cu materialele și energia (Grafic 2.4). Problema se regăsește inclusiv pe segmentul proiectelor finanțate din surse publice, operatorii semnalând întâzieri

<sup>20</sup> În anul 2020, Germania ocupa locul al doilea în rândul investitorilor străini în România.

<sup>21</sup> Potrivit seriilor de conturi naționale privind formarea brută de capital fix (Sursa: Eurostat).

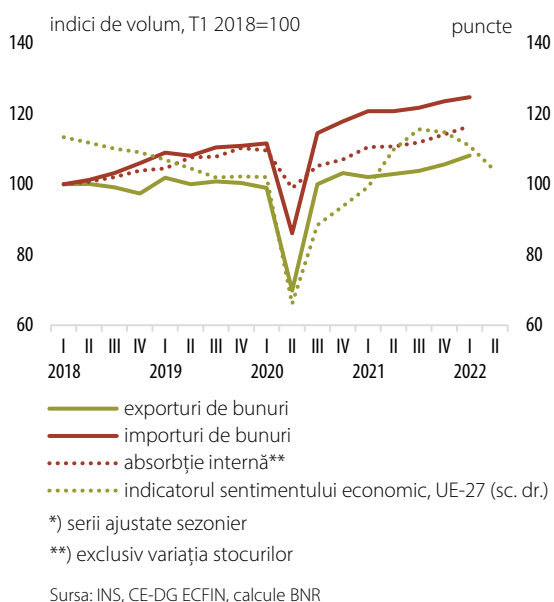
Grafic 2.4. Construcții\*



semnificative în implementarea ajustării prețurilor potrivit reglementărilor în vigoare. În consecință, pe parcursul trimestrului II indicatorul de încredere calculat de CE-DG ECFIN s-a deteriorat pe ansamblul sectorului de construcții, perspectiva menținându-se mai rezervată în cazul proiectelor de clădiri. Astfel, componenta rezidențială este erodată și de așteptări negative la nivelul cererii – în contextul scăderii puterii de cumpărare și al înăsprii standardelor bancare la creditele pentru locuințe în trimestrul II<sup>22</sup>, dar probabil și ulterior, dată fiind creșterea dobânzilor. În acest context, în perioada iunie 2021 – mai 2022 suprafața autorizată pentru construirea de locuințe și-a redus substanțial rata medie anuală de creștere față de cea corespunzătoare anului 2021 (de la 17 la sută la 3 la sută), iar numărul tranzacțiilor cu terenuri intravilane efectuate în intervalul ianuarie-aprilie a fost cu circa 5 la sută mai scăzut față de cel din perioada similară a anului trecut. În schimb,

semnalele privind investițiile în clădiri nerezidențiale sunt mai puțin pesimiste, în special pe segmentul industrial-logistic, care beneficiază în continuare de un interes ridicat, precum și pe cel al birourilor, odată cu reluarea activității cu prezență fizică.

Grafic 2.5. Comerț exterior\*

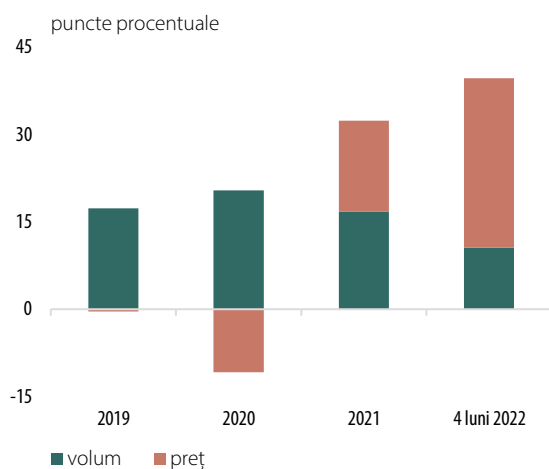


Atenuarea temporară a dificultăților în funcționarea lanțurilor internaționale de producție în primele luni ale anului 2022 s-a reflectat favorabil la nivelul schimburilor externe ale României (Grafic 2.5). Înrautățirea ulterioară a coordonatelor peisajului economic internațional odată cu izbucnirea conflictului ruso-ucrainean (proces agravat în perioada aprilie-mai de un nou episod de lockdown în China) și temperarea anticipată, în acest context, pentru economiile principalilor parteneri comerciali vor antrena probabil o încetinire a exporturilor locale pe parcursul trimestrului II. O evoluție similară se întrevăde și în cazul importurilor, date fiind integrarea industriei românești în lanțurile internaționale de valoare adăugată, precum și posibila decelerare a absorbției interne. Evoluția moderată a schimburilor externe se va prelungi probabil și în următoarele trimestre, inclusiv pe fondul unei temperări a cererii, în contextul

măsurilor adoptate de băncile centrale la scară mondială.

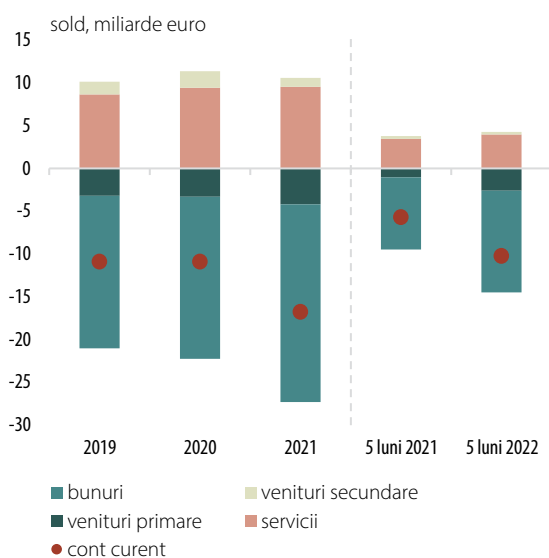
Exporturile și importurile de bunuri au crescut cu 2,4 la sută și respectiv 0,9 la sută comparativ cu trimestrul IV 2021 (variații reale). Ritmurile cele mai alerte au fost

<sup>22</sup> Potrivit Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației (ediția din mai 2022).

**Grafic 2.6. Contribuții la adâncirea deficitului comercial\***


\*) deficit fob-fob pe baza datelor privind comerțul internațional de bunuri

Sursa: Eurostat, calcule BNR

**Grafic 2.7. Contul curent**


Sursa: BNR

consemnate de fluxurile cu bunuri de capital<sup>23</sup> (peste 10 la sută, atât în cazul exporturilor, cât și în cel al importurilor), precum și de exporturile realizate de industria auto (9 la sută), industria textilă, chimică, alimentară și cea de prelucrare a lemnului (între 10 la sută și 27 la sută, variații trimestriale reale ale cifrei de afaceri pentru piața externă). Și în termeni anuali volumul exporturilor a fost mai dinamic față de cel al importurilor, dar evoluția a fost departe de a contrabalansa înrăutățirea accelerată a raportului de schimb (până la 97,6 la sută în trimestrul I), astfel încât deficitul balanței bunurilor s-a adâncit cu 1,6 miliarde euro față de primele trei luni ale anului anterior (Grafic 2.6). Evoluția a continuat și ulterior, accentuarea dezechilibrului comercial (cu 3,4 miliarde euro în intervalul ianuarie-mai, generată în principal de componenta de preț<sup>24</sup>), contribuind cu 76 la sută la creșterea deficitului contului curent (până la 10,2 miliarde euro, cu aproape 80 la sută mai mare față de primele cinci luni din anul 2021), Grafic 2.7.

### Productivitatea muncii

Productivitatea muncii<sup>25</sup> pe ansamblul economiei a accelerat în primele trei luni ale anului 2022 până la 4,9 la sută, variație anuală (de la 1,6 la sută în trimestrul IV 2021), și de această dată esențială fiind contribuția sectorului IT&C, dar și a zonei comerț-transporturi-HoReCa. Dacă în primul caz, parcursul solid al indicatorilor a caracterizat toată perioada de după declanșarea pandemiei, pe fondul cererii robuste pentru digitalizare atât din economia locală, cât și din cea externă, precum și al compatibilității cu regimul de muncă la distanță, în cel de-al doilea caz avansul recent al activității reflectă în bună măsură efectul reconfigurării rutelor de transport ale Ucrainei și, într-o oarecare măsură, aflusul de refugiați (Grafic 2.8).

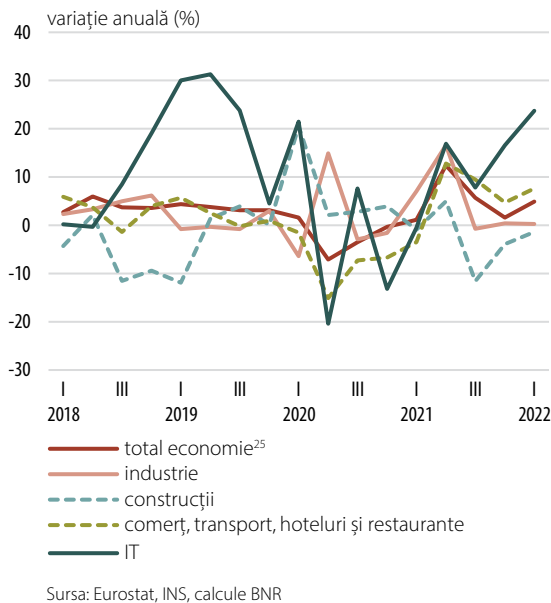
Sectorul industrial a avut un parcurs relativ favorabil la începutul anului 2022, volumul producției majorându-se în perioada ianuarie-martie cu 2,4 la sută față de ultimul

<sup>23</sup> Conform Clasificării comerțului internațional – BEC (Sursa: Eurostat).

<sup>24</sup> În intervalul ianuarie-aprilie, contribuția acestei componente la adâncirea deficitului bunurilor a fost de aproape trei pătrimi.

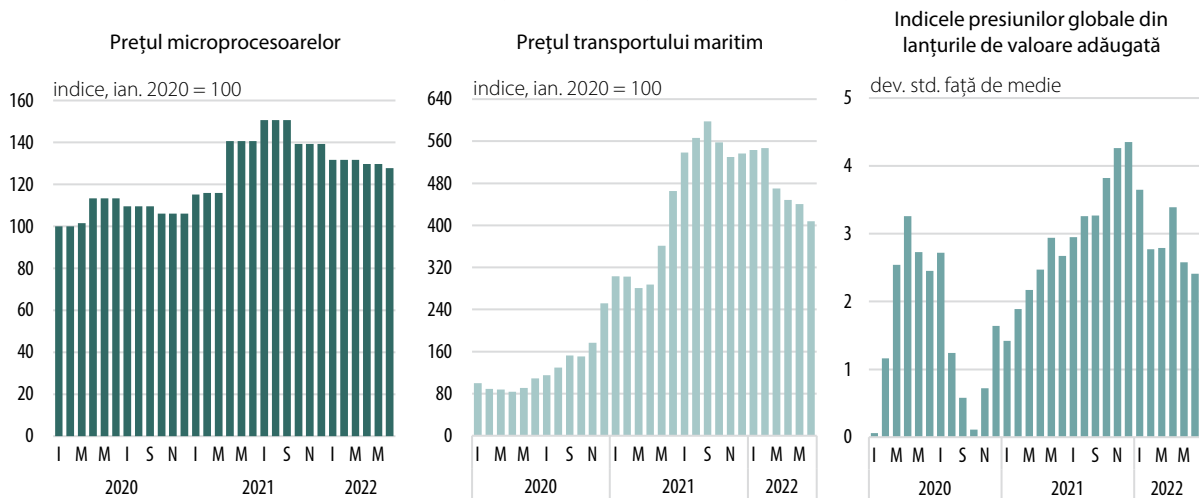
<sup>25</sup> Indicatorul este calculat utilizând seria de date privind ocuparea din *Ancheta Forței de Muncă în Gospodăria (AMIGO)*, date care au fost recalulate potrivit metodologiei actuale până în anul 2009. Seria de date privind ocuparea forței de muncă realizată potrivit metodologiei conturilor naționale (care are la bază ancheta statistică AMIGO) nu a fost încă revizuită.

Grafic 2.8. Productivitatea muncii în economie



trimestru din 2021<sup>26</sup>. Evoluția a fost favorizată de atenuarea temporară a unor dificultăți manifestate anterior, concretizată în reduceri ale prețurilor subansamblurilor electronice, temperări ale costurilor cu transportul maritim sau corecții ale indicilor privind presiunile asupra lanțurilor de valoare adăugată (Grafic 2.9). Astfel, proporția producătorilor autohtoni din industria prelucrătoare care raportează penuria de materiale ca fiind factorul determinant în limitarea producției se înjumătățise în luna aprilie comparativ cu vârful atins în trimestrul IV 2021. Gradul de utilizare a capacităților de producție s-a menținut relativ stabil (72-73 la sută), însă comenzile noi adresate sectorului prelucrător au stagnat în termeni anuali în trimestrul I 2022, cele provenind de pe piața externă consemnând o contracție.

Grafic 2.9. Indicatori ai sincopelor din lanțurile internaționale de producție



Notă: Pentru prețul microprocesoarelor a fost folosit ca proxy contractul inSpectrum pentru memorie DRAM, pentru prețurile de transport maritim indicele agregat Drewry privind costurile cu containere, iar pentru presiunile globale indicele GSCPI calculat de Banca Rezervei Federale din New York.

Sursa: Bloomberg

Continuarea conflictului din Ucraina umbrește perspectivele sectorului industrial, atât prin perpetuarea unei stări de incertitudine care poate conduce la decizia de amânare a investițiilor noi sau deja programate de către companii, cât mai ales prin adâncirea crizei energetice, marii consumatori din economie fiind deocamdată expuși

<sup>26</sup> Calculată utilizând datele lunare privind volumul producției, productivitatea muncii în industria prelucrătoare și-a ameliorat semnificativ dinamica anuală, până 0,4 la sută în trimestrul I 2022 (comparativ cu -4,2 la sută anterior), spre deosebire de indicatorul calculat pe baza VAB, care sugerează o relativă stagnare în fiecare din ultimele trei trimestre.



creșterilor substanțiale de prețuri<sup>27</sup>. Unele semnale pozitive se conturează în zona evoluțiilor cu efect pe termen mai lung. Din perspectiva productivității muncii se disting două direcții importante în planurile de investiții ale operatorilor din industrie: prima vizează eficientizarea consumului energetic prin investiții în rețehnologizarea proceselor cu utilaje mai eficiente, în ansambluri de reciclare a reziduurilor sau în dezvoltarea de instalații de producere a energiei regenerabile în cadrul propriilor fabrici; cea de-a doua presupune integrarea verticală a diferitelor stadii din procesele de producție, pentru a reduce expunerea la volatilitatea mediului internațional, care afectează imprezibil disponibilitatea și prețurile inputurilor de producție.

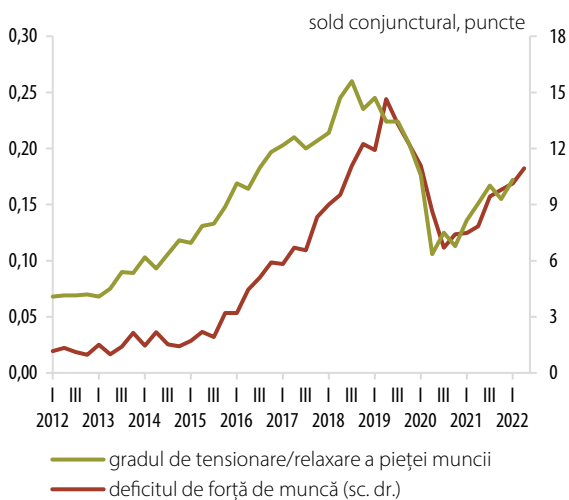
### Evoluții pe piața muncii

Dinamizarea activității la începutul anului 2022 s-a reflectat într-o relativă încordare a pieței muncii (fără a atinge însă nivelurile din 2018-2019), creșterea oportunităților de angajare fiind însoțită de o stagnare a ratei șomajului. Cea din urmă evoluție, alături de majorarea numărului de salariați până la nou maxim istoric, semnalează extinderea ofertei de forță de muncă, reflectând fie tranziția unor persoane din zona de inactivitate către piața muncii, fie ocuparea unor locuri vacante cu lucrători din afara UE. Tendința

de tensionare antrenată în 2021 de redeschiderea economiei după șocul pandemic a contribuit parțial la creșterea amplă a salariilor din primul trimestru al anului, alături de câștigurile de productivitate, un rol revenind însă și deteriorării anticipațiilor inflaționiste.

Atât raportul între rata locurilor de muncă vacante și rata șomajului, cât și deficitul de forță de muncă extras din Sondajul DG ECFIN au crescut în trimestrul I 2022, comparativ cu ultimele trei luni ale anului anterior, semnalând o amplificare a gradului de tensionare a pieței muncii, până la un nivel inferior, totuși, celui prevalent înainte de declanșarea pandemiei (Grafic 2.10). Cererea de forță de muncă a continuat să se extindă în perioada analizată, rata locurilor de muncă vacante majorându-se până la 1 la sută, valoare observată înainte de izbucnirea crizei sanitare; cererea a fost chiar mai ridicată în sectoare precum IT&C, financiar, dar și în transporturi și în industrie. În același timp, rata șomajului BIM s-a stabilizat la 5,8 la sută (nivel similar celui din trimestrul IV 2021), plasându-se cu 0,9 puncte procentuale peste nivelul pre-pandemic.

Grafic 2.10. Gradul de tensionare/relaxare a pieței muncii

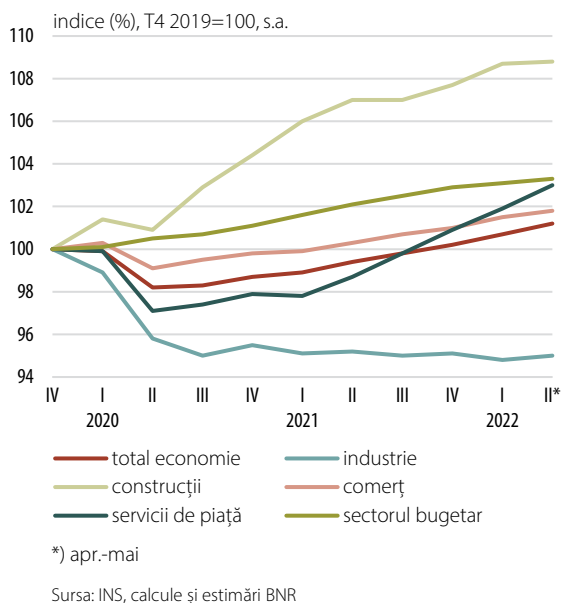


Sursa: INS, Eurostat, CE-DG ECFIN, calcule și estimări BNR

Dinamica anuală a efectivului salariaților din economie raportat de companii a accelerat în trimestrul I 2022 până la 1,8 la sută (+0,3 puncte procentuale față de

<sup>27</sup> Comisia Europeană a aprobat la finele lunii martie un cadru temporar prin care companiile mari consumatoare de energie (pentru care cheltuielile cu produse energetice reprezintă cel puțin 3 la sută din valoarea producției) care activează în industria metalurgică, a altor minerale nemetalice, chimică sau alte ramuri energointensive pot primi un sprijin în valoare de până la 50 de milioane euro pentru compensarea facturilor la energie, acordat de fiecare țară membră sub formă de ajutor de stat.

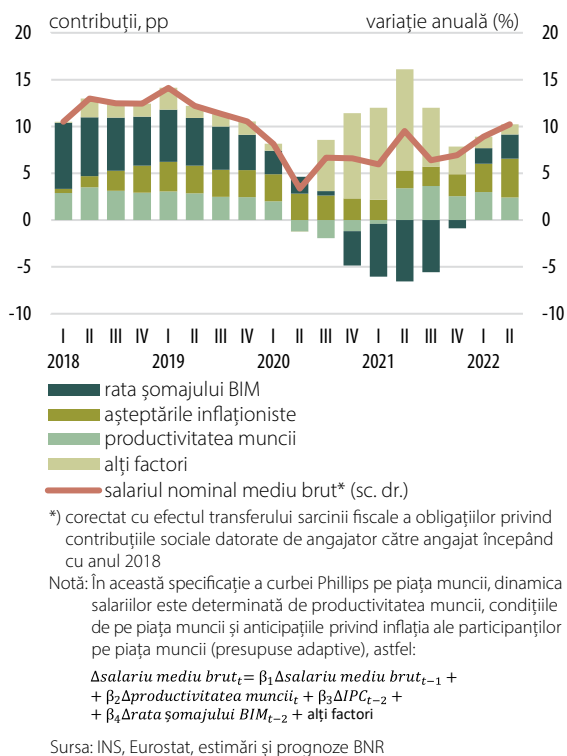
Grafic 2.11. Efectivul salariaților din economie



activă, iar pe de altă parte, ocupării unor locuri de muncă disponibile de către lucrători extracomunitari (contingentul acestora crescând la 100 000 în acest an, dublu față de anul anterior).

trimestrul IV 2021), numărul de angajați atingând un nou vârf al seriei disponibile. Majoritatea sectoarelor economice au înregistrat extinderi ale schemelor de personal, cu excepția industriei (Grafic 2.11). În acest ultim caz, cererea relativ ridicată de forță de muncă însoțită de evoluții modeste în planul angajărilor poate semnala fricțiuni mai accentuate în acest sector (de pildă, un grad de necorelare mai ridicat între abilitățile cerute de companii și cele cu care este înzestrată oferta de forță de muncă disponibilă). Dinamica anuală de 1,8 la sută pe ansamblul economiei s-a menținut și în lunile aprilie-mai, temperarea din sectorul construcțiilor fiind compensată de o accelerare pe segmentul serviciilor. În condițiile în care nivelul de ocupare s-a majorat, depășind pragul pre-pandemic, majorarea ofertei de forță de muncă în această perioadă se poate datora, pe de o parte, tranziției unor persoane apte de muncă, dar anterior inactive, către populația

Grafic 2.12. Contribuția factorilor determinanți la dinamica salariului mediu brut pe economie



Datele provizorii aferente lunilor aprilie-mai 2022 relevă o diminuare a ratei șomajului, până la 5,5 la sută, iar accelerarea peste așteptări a activității economice în primele trei luni ale anului, însoțită de creșterea numărului de posturi disponibile pot semnala continuarea angajărilor în trimestrul II 2022. În plus, cele mai recente rezultate ale Sondajului DG ECFIN aferente perioadei aprilie-iunie relevă o îmbunătățire a anticipațiilor operatorilor economici privind numărul de angajați (creștere cu aproape 1 punct față de media trimestrului I, până la 109,5), concomitent cu o pondere în creștere a companiilor care percep deficitul de personal ca factor care le limitează activitatea (în cazul sectorului industrial și al serviciilor s-a ajuns aproape de nivelul pre-pandemic, în timp ce în construcții procentul este încă inferior acestui prag). În pofida rezultatelor surprinzătoare din primul trimestru, perspectiva asupra activității economice rămâne rezervată pentru acest an, în contextul prelungirii războiului din Ucraina și al relațiilor tensionate dintre Rusia și UE, cu posibile efecte de estompare a tendinței de tensionare a pieței muncii.

Rata anuală de creștere a salariului mediu brut pe economie a consemnat un salt până la aproape 10 la sută în trimestrul I 2022 (+3,2 puncte procentuale față de trimestrul IV 2021), urmat de o nouă accelerare în perioada aprilie-mai, până la 11,3 la sută. În sectorul privat, dinamica salarială a urcat până la 12,1 la sută în trimestrul I (+3,6 puncte procentuale față de ultimele trei luni din 2021), respectiv la 13,1 la sută în intervalul aprilie-mai, revenind astfel la ritmurile observate înainte de izbucnirea pandemiei. Câștigurile de productivitate, alături de tensionarea graduală a pieței muncii din prima parte a anului 2021, au exercitat influențe importante în acest sens, însă și deteriorarea anticipațiilor privind inflația a avut un rol în creștere, date fiind renegocierile salariale care au loc, de regulă, în prima parte a anului (Grafic 2.12). La dinamica salarială alertă la nivel agregat a contribuit, de asemenea, majorarea salariului minim pe economie. În sectorul bugetar, ritmul de creștere a salariilor a fost relativ moderat în primele trei luni din 2022, respectiv de 3,1 la sută, observându-se totuși o accelerare până la aproape 6 la sută în intervalul aprilie-mai, generată de acordarea tichetelor de vacanță; ritmuri mai înalte față de cel consemnat în primele trei luni ale anului sunt de așteptat și în perioada următoare, date fiind majorările salariale anunțate în sectorul bugetar începând cu luna iulie.

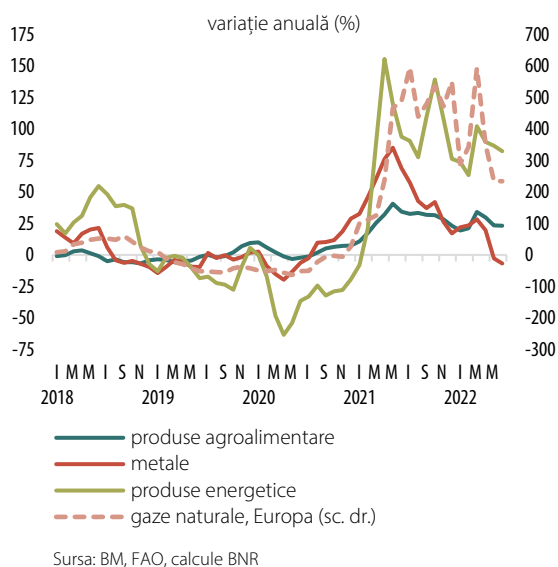
## 2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă

În prima jumătate a anului, tensiunile de pe piața materiilor prime (în special energetice), accentuate de declanșarea războiului, au contribuit la păstrarea sau chiar majorarea ratelor deja înalte de creștere a prețurilor de producție pentru piața internă, atât industriale, cât și agricole. Tendințele se vor menține și în perioada următoare, atunci când presiuni suplimentare ar putea veni din partea costurilor unitare cu forța muncă, transmisia acestora în prețurile finale fiind evaluată a fi mai amplă și mai rapidă în perioadele cu regim de inflație ridicat.

### 2.1. Prețurile de import

Cotațiile materiilor prime și-au continuat traiectoria crescătoare în prima parte a anului, reflectând parțial efectele invaziei Ucrainei de către Rusia, care a oferit un nou impuls salturilor ample consemnate din a doua jumătate a anului 2021 (Grafic 2.13). Tendința a fost mai pronunțată în cazul bunurilor energetice, indicele Băncii Mondiale consemnând avansuri trimestriale de 18,5 la sută și respectiv 16,7 la sută în primul semestru al acestui an (dinamici anuale de peste 80 la sută). Evoluția ascendentă a cotațiilor Brent a fost întreruptă temporar în luna aprilie, pe fondul incertitudinii privind cererea asociată măsurilor dure de carantină impuse în unele regiuni ale Chinei; trendul crescător a fost reluat ulterior, fiind susținut de perspectiva unei redresări graduale a cererii din partea acestei economii, începutul sezonului estival în emisfera nordică, adoptarea celui de-al șaselea pachet de sancțiuni al Uniunii Europene (care include un embargo asupra importurilor rusești de petrol), dar și întreruperi sporadice ale activității de producție în Libia și în Marea Nordului. Astfel, pe ansamblul trimestrului II creșterea față de perioada precedentă s-a plasat la

Grafic 2.13. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



13,9 la sută (64,3 la sută în termeni anuali). Situația tensionată s-a menținut și pe piața gazelor naturale; în Europa, ulterior maximelor istorice atinse în luna martie (variația anuală în primul trimestru depășind 400 la sută), cotațiile TTF au înregistrat ușoare corecții în termeni trimestriali (-1,5 la sută)<sup>28</sup>, rata anuală rămânând însă ridicată (circa 265 la sută).

În cazul metalelor, după un avans de 12,9 la sută în primul trimestru comparativ cu perioada anterioară, efect al ascensiunii semnificative a cotațiilor aluminiului și nichelului, dată fiind importanța Rusiei pe piața mondială, presiunile s-au mai temperat în trimestrul II, odată cu limitarea activității din China asociată noului val pandemic, precum și în contextul caracterizat de înrăutățirea perspectivei sectorului prelucrător la nivel global (o corecție de -5,4 la sută în termeni trimestriali).

Prețurile materiilor prime agroalimentare și-au continuat ascensiunea în primul semestru al anului 2022, indicele FAO majorându-se cu aproximativ 8,5 la sută, respectiv 7,9 la sută în termeni trimestriali (aproximativ 25 la sută în termeni anuali). Condiții meteo adverse în unele zone, întreruperi ale fluxurilor comerciale și costurile ridicate ale inputurilor (energie și fertilizatori) au alimentat această tendință, unele prețuri atingând niveluri record. Conflictul din Ucraina a perturbat semnificativ producția și comerțul cu mărfuri pentru care cele două țări implicate direct sunt exportatori-cheie: materii prime agricole, cum ar fi grâul și semințele de floarea-soarelui, dar și inputuri utilizate în procesul de cultivare (gaze naturale și îngrășăminte). Către finalul trimestrului, creșterile puternice pe segmentele cerealelor și oleaginoaselor s-au mai temperat, semnalând o posibilă depășire a momentului de maximă intensitate a problemelor induse de conflictul din Ucraina; nivelul cotațiilor rămâne, totuși, foarte ridicat. Presiuni s-au resimțit în continuare și în cazul zahărului, lactatelor și al cărnii, în contextul unor întreruperi ale aprovizionării și al cererii înalte.

Impactul nefavorabil al inflației de proveniență externă asupra dinamicii prețurilor interne s-a accentuat în trimestrul I 2022, în acest sens acționând atât accelerarea de ritm consemnată de indicele anual al valorii unitare a importurilor (120,4 la sută, față de 113,6 la sută în trimestrul IV 2021), cât și deteriorarea suplimentară a poziției monedei naționale în raport cu dolarul SUA.

Grupele de produse caracterizate de indici pronunțat supraunitari sau în creștere comparativ cu perioada anterioară au devenit mai numeroase, o excepție notabilă fiind reprezentată de minereuri, pentru care indicele anual al valorii unitare a importurilor s-a atenuat, devenind subunitar (93,2 la sută).

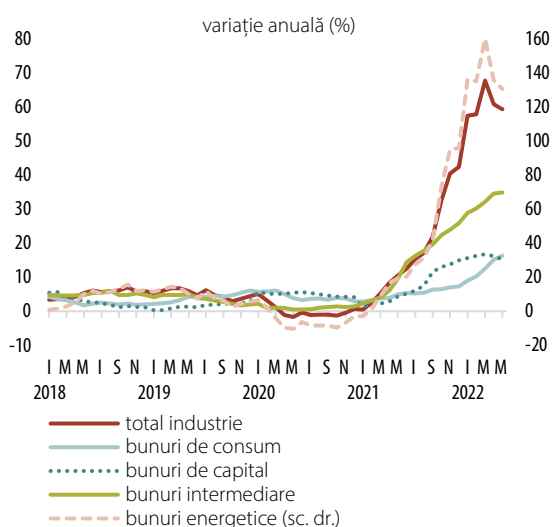
<sup>28</sup> Pe fondul unei relative diminuări a incertitudinii cu privire la cursul conflictului din Ucraina, al găsirii unor surse alternative de aprovizionare (SUA, Qatar, Azerbaidjan, Algeria, Norvegia) și al reducerii sezoniere a cererii; sistarea temporară a operațiunilor la un terminal de gaze naturale lichefiate din Texas a exercitat o influență de sens opus.

Presiunile au fost sensibil mai mari pe segmentul bunurilor importate cuprinse în coșul de consum, cea mai pronunțată accelerare de ritm fiind vizibilă în cazul combustibililor (indicele valorii unitare a importurilor ajungând la 190,7 la sută, cu 34 puncte procentuale peste valoarea din trimestrul IV). Tot în cadrul bunurilor nealimentare, mișcări ascendente s-au observat și în cazul produselor farmaceutice<sup>29</sup>, în timp ce pe segmentul mărfurilor alimentare, creșteri au consemnat în special carnea, fructele și zahărul.

## 2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

Variația anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă în intervalul aprilie-mai s-a menținut pronunțată (60 la sută), coborând doar marginal sub media trimestrului I (-0,9 puncte procentuale). Principalul factor explicativ este în continuare asociat costurilor ridicate cu materiile prime (în special energetice), materialele și

Grafic 2.14. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Sursa: INS, Eurostat

transportul, însă constrângeri suplimentare la nivelul ofertei și noi perturbări în funcționarea lanțurilor de aprovizionare au fost generate în perioada analizată de războiul din Ucraina, precum și de măsurile de lockdown din China (Grafic 2.14). Potrivit rezultatelor Sondajului DG ECFIN pentru perioada iunie-august 2022, dinamica pronunțată a prețurilor de producție se va păstra în următoarele luni, soldul conjunctural plasându-se în continuare la valori ridicate (42 la sută).

Deși în decelerare față de trimestrul I (-10,6 puncte procentuale), rata anuală de creștere a prețurilor de producție din sectorul energetic rămâne deosebit de înaltă (132,9 la sută). Ulterior vârfurilor atinse în luna martie, cotațiile *spot* pe piețele interne ale energiei electrice și gazelor naturale, similar tendinței externe, au înregistrat o ușoară corecție, favorizată pe plan intern de ușoara îmbunătățire a raportului cerere/ofertă. Pe de o parte, consumul din

economie a scăzut nu doar din considerente sezoniere, ci și ca urmare a restrângerii cererii din partea industriilor energofage, iar pe de altă parte, oferta a beneficiat de majorarea producției de electricitate din surse regenerabile, asociată condițiilor meteo favorabile. Astfel, rata anuală de creștere a prețurilor pentru producția și furnizarea de energie electrică, termică și gaze s-a situat la 136,5 la sută (față de 157,2 la sută în trimestrul I 2022). În schimb, în ramura de prelucrare a țigăiului dinamica anuală a consemnat o accelerare (+28,6 puncte procentuale, până la 106,3 la sută), pe fondul ascensiunii abrupte a cotației țigăiului pe piețele internaționale, dar și al aprecierii relativ ample a dolarului SUA.

<sup>29</sup> Un aport revenind preferinței pentru comercializarea medicamentelor originale (mai scumpe) în defavoarea genericelor.

Rata anuală de creștere a prețurilor bunurilor de capital a rămas relativ stabilă (în jurul valorii de 16 la sută), însă în cazul celorlalte grupe de bunuri, dinamica prețurilor a continuat parcursul ascendent. Astfel, în strânsă corelație cu costurile ridicate cu energia (producția de profil fiind caracterizată de o intensitate energetică mai ridicată), prețurile de producție ale bunurilor intermediare s-au plasat pe o traiectorie crescătoare, variația anuală ajungând la 34,7 la sută; contribuții însemnate au revenit

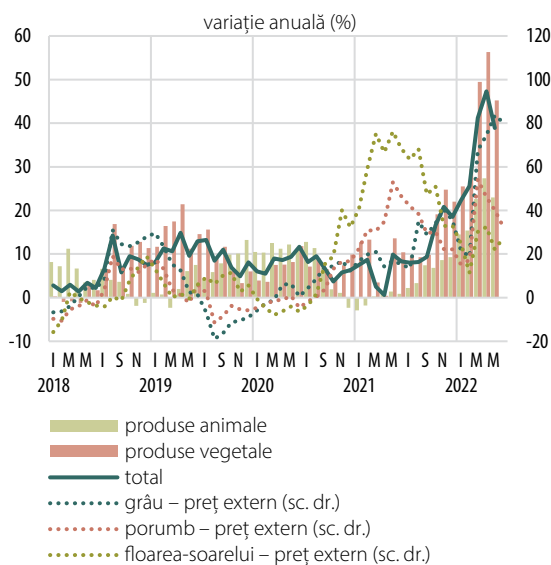
industrii metalurgice (+8,4 puncte procentuale, până la 53,1 la sută) și celei de fabricare a altor produse din materiale nemetalice. De asemenea, variația anuală a prețurilor bunurilor de consum a avansat cu încă 5,1 puncte procentuale, până la 15,7 la sută, cu aportul bunurilor de uz curent, în principal pe seama alimentelor. Ritmul anual de creștere a prețurilor în acest caz a ajuns la 25,1 la sută (față de 15,2 la sută în trimestrul I), ca urmare a presiunilor pe filiera costurilor cu utilitățile și cu materiile prime agricole (carne, zahăr, ulei, cereale), induse de problemele de ofertă la nivel internațional.

Prețurile producției agricole au consemnat în aprilie-mai 2022 o intensificare severă de ritm anual (+13,3 puncte procentuale față de trimestrul I), până la 43,0 la sută, pe fondul tendinței generalizate de creștere a prețurilor pe ambele segmente (Grafic 2.15). În cazul produselor vegetale, dinamica anuală a urcat până la 50,4 la sută, ca urmare a costurilor ridicate cu energia și îngrășămintele, în linie cu tendința consemnată la nivel global. De asemenea, rata anuală a prețurilor produselor animale și-a continuat parcursul ascendent până la 25,2 la sută (adăugând 7,7 puncte procentuale la media trimestrului I), reflectând costurile mai ridicate cu furajele (dinamică anuală de +19,2 la sută în primul trimestrul I) și cu utilitățile.

### Costurile unitare cu forța de muncă

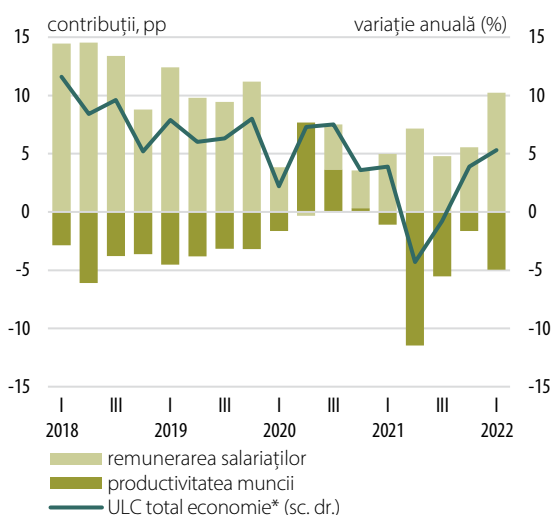
Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe total economie (ajustată pentru ruptura structurală din 2021<sup>30</sup>) a cunoscut o accelerare până la 5,3 la sută în trimestrul I 2022 (față de 3,9 la sută în trimestrul IV 2021), avansul productivității (circa 5 la sută) reușind să acopere într-o anumită măsură creșterea remunerării salariaților (10,5 la sută);

Grafic 2.15. Prețurile producției agricole



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

Grafic 2.16. Costurile unitare cu forța de muncă

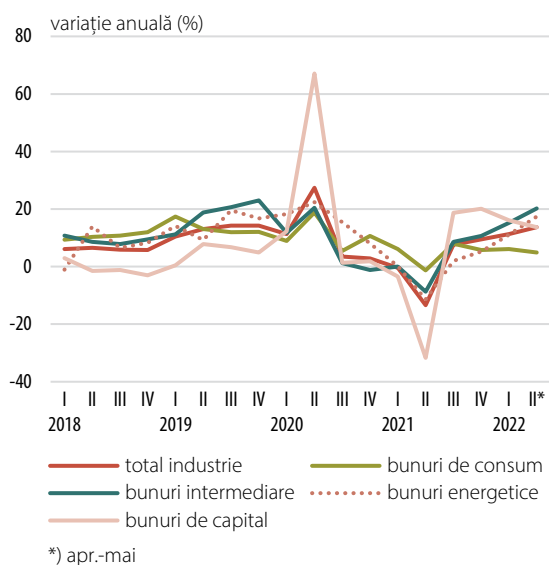


\*) indicator calculat pe baza ocupării forței de muncă din AMIGO

Sursa: INS, calcule BNR

<sup>30</sup> Indicator calculat pe baza datelor privind populația ocupată din *Ancheta Forței de Muncă în Gospodăria (AMIGO)*, seria fiind recalculată conform noii metodologii până în anul 2009. Datele privind ocuparea forței de muncă potrivit metodologiei conturilor naționale nu au fost încă revizuite, astfel că cifrele curente nu sunt momentan comparabile cu valorile din anii anteriori anului 2021.

Grafic 2.17. Costurile unitare salariale în industrie



\*) apr.-mai

Sursa: INS, calcule și estimări BNR

indicatorul continuă să se plaseze sub nivelul de circa 7 la sută înregistrat înainte de izbucnirea pandemiei (Grafic 2.16), însă deteriorarea perspectivei activității economice și persistența ratelor alerte de creștere a salariilor ar putea favoriza menținerea traiectoriei ascendente a ULC.

În industrie, rata anuală a costurilor salariale unitare a accelerat în intervalul aprilie-mai 2022 până la aproape 14 la sută, față de circa 10 la sută în trimestrele IV 2021 – I 2022. După o detensionare temporară a funcționării lanțurilor globale de aprovizionare la începutul anului, politica „zero COVID” din China și restricțiile asociate, precum și războiul din Ucraina au început să pună din nou presiune pe lanțurile de producție. Efectele blocajelor s-au resimțit relativ rapid și în activitatea industrială autohtonă, care se confruntă oricum cu prețuri ridicate la materii prime și energie,

precum și, mai recent, cu creșteri generalizate ale costurilor salariale. Astfel, majorări semnificative și, în general, în accelerare ale ritmului anual al ULC s-au înregistrat în industria bunurilor intermediare<sup>31</sup> (în medie peste 20 la sută, cea mai afectată fiind industria chimică, cu aproape 50 la sută), în timp ce în industria bunurilor de capital (dominată de sectorul auto), dinamica s-a temperat ușor, menținându-se, totuși, la un nivel înalt (circa 18 la sută, față de aproximativ 22 la sută în ultimele două trimestre). Un raport mai favorabil între dinamica salarială și cea a productivității muncii a fost observat în unele ramuri producătoare de bunuri de consum, precum industria alimentară (2,5 la sută) și fabricarea încălțămintei (-8,5 la sută) – Grafic 2.17.

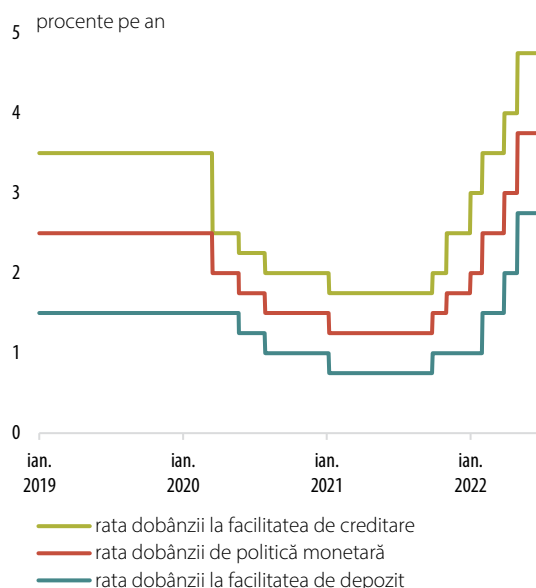
<sup>31</sup> Clasificarea vizează Marile Grupe Industriale.

### 3. Politica monetară și evoluții financiare

#### 1. Politica monetară

BNR a mărit pasul de majorare a ratei dobânzii de politică monetară la 0,75 puncte procentuale în luna mai și la 1,00 punct procentual în luna iulie, aceasta fiind ridicată astfel la 4,75 la sută. În mod corespunzător, rata dobânzii pentru facilitatea de creditare a fost crescută la 5,75 la sută, iar cea aferentă facilității de depozit, la 3,75 la sută (Grafic 3.1). Totodată, banca centrală a păstrat controlul ferm asupra lichidității de pe piața monetară și a menținut nivelurile în vigoare ale ratelor rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit (de 8 la sută, respectiv 5 la sută). Măsurile au vizat ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și stimularea economisirii, în scopul reducerii durabile pe termen mediu a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Deciziile Consiliului de administrație al BNR din luna mai au fost justificate de o nouă înrăutățire considerabilă a evoluției inflației în trimestrul I 2022 și a perspectivei acesteia sub impactul șocurilor adverse pe partea ofertei, precum și de riscul ca acestea să deterioreze anticipațiile inflaționiste pe termen mediu și să genereze pe această cale efecte secundare.

Astfel, în contextul noului salt consemnat în luna martie 2022, la 10,15 la sută, de la 8,53 la sută în februarie<sup>32</sup>, rata anuală a inflației a înregistrat o nouă creștere substanțială și peste așteptări în trimestrul I<sup>33</sup>, dar cu o contribuție mult mai modestă din partea componentelor exogene ale IPC, în condițiile aplicării schemelor de plafonare a prețurilor la energie pentru populație<sup>34</sup>. În schimb, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accentuat considerabil

<sup>32</sup> În principal ca efect al accentuării scumpirii alimentelor procesate și combustibililor, sub impactul creșterii abrupte a cotațiilor mărfurilor agroalimentare și țițeiului, odată cu invadarea Ucrainei de către Rusia și cu impunerea sancțiunilor internaționale.

<sup>33</sup> De la nivelul de 8,19 la sută consemnat în decembrie 2021.

<sup>34</sup> Pe acest fond, dinamica anuală a prețurilor energiei electrice și gazelor naturale au înregistrat scăderi în acest interval; în absența schemelor de plafonare, rata anuală a inflației s-ar fi mărit în martie la aproape 17 la sută.



trendul ascendent, inclusiv în raport cu previziunile, urcând la 7,1 la sută în martie, de la 4,7 la sută în decembrie 2021. Evoluția ei a continuat să reflecte efectele directe și indirecte ale majorărilor ample cvasigeneralizate ale cotațiilor materiilor prime, prioritar agroalimentare, și ale costurilor crescute cu energia și transportul, alături de influențele blocajelor în lanțurile de producție, potențate pe plan intern de cotele înalte ale așteptărilor inflaționiste pe termen scurt, de reziliența cererii pe anumite segmente, precum și de ponderea însemnată deținută în coșul de consum de produse alimentare și de cele importate.

În același timp, prognoza pe termen mediu actualizată în luna mai a evidențiat o nouă înrăutățire considerabilă a perspectivei inflației, sub impactul puternic al șocurilor globale pe partea ofertei, amplificate și prelungite de războiul din Ucraina și de sancțiunile impuse Rusiei. Astfel, rata anuală a inflației era anticipată să urce la 14,2 la sută în iunie, comparativ cu 11,2 la sută în prognoza din februarie, și să scadă doar ușor în următoarele patru trimestre, la 12,5 la sută în decembrie 2022 și la 12,4 la sută în iunie 2023 – mult peste valorile prognozate anterior, de 9,6 la sută, respectiv 5,0 la sută. Totodată, după o ajustare descendentă relativ abruptă probabil consemnată ulterior pe fondul unor ample efecte de bază, ea era așteptată să se reducă treptat și să rămână la finele orizontului prognozei la 6,2 la sută<sup>35</sup>, semnificativ deasupra intervalului țintei, precum și a valorii previzionate în februarie, de 3,2 la sută.

Deteriorarea avea ca principale resorturi majorările mult mai ample anticipate a fi consemnate de prețurile alimentelor procesate și combustibililor, precum și de prețurile gazelor naturale și energiei electrice, cu precădere sub influența ascensiunii mai puternice a cotațiilor mărfurilor agroalimentare și energetice. În contextul prelungirii schemelor de plafonare a prețurilor la energie pentru consumatorii casnici<sup>36</sup>, efectele probabile ale scumpirii mai consistente a energiei urmau să fie considerabil estompate până în luna martie 2023, dar să se evidențieze pregnant ulterior, contrabalansând parțial și temporar influențele de sens opus venite pe orizontul mai îndepărtat de timp din efecte de bază și din probabile corecții descendente ale cotațiilor mărfurilor energetice. Pe acest fond, scăderea ratei anuale a inflației era așteptată să se întrerupă și să se inverseze brusc în luna aprilie 2023, dar să se reia apoi și să se accentueze la mijlocul anului viitor.

În același timp, impactul presupus a fi exercitat de schemele de sprijin asupra dinamicii IPC era grevat de incertitudini, iar balanța integrală a riscurilor la adresa perspectivei inflației induse de factori pe partea ofertei rămânea înclinată în sens ascendent, în contextul prelungirii războiului din Ucraina și al sancțiunilor asociate, cu potențiale repercusiuni mai severe asupra cotațiilor materiilor prime, mai ales ale celor agroalimentare și energetice, precum și a funcționării lanțurilor de producție și aprovizionare.

Un asemenea context reclama o nouă creștere a pasului de majorare a ratei dobânzii-cheie, în vederea ancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și a prevenirii declanșării unei creșteri autoîntreținute a nivelului general al prețurilor

<sup>35</sup> Finalul trimestrului I 2024.

<sup>36</sup> Schemele de sprijin au fost prelungite cu un an, până în martie 2023, atât pentru energia electrică, cât și pentru gazele naturale.

de consum – eventual printr-o spirală salarii-prețuri –, dar și din perspectiva credibilității băncii centrale.

Din partea factorilor fundamentali se anticipau însă presiuni inflaționiste modice și în epuizare treptată, implicit mai estompate decât cele din prognoza precedentă, în condițiile în care activitatea economică a continuat să slăbească în intensitate în trimestrul IV 2021 mai mult decât s-a anticipat<sup>37</sup>, iar cele mai recente evaluări indicau o redinamizare a acesteia în trimestrul I 2022, urmată însă de o posibilă cvasistagnare în trimestrul II.

Totodată, creșterea economică era așteptată să decelereze considerabil pe ansamblul perioadei 2022-2023 și semnificativ mai pronunțat comparativ cu previziunile precedente, sub impactul războiului din Ucraina și al sancțiunilor instituite, anticipat a fi doar parțial contrabalansat de efectele absorbției fondurilor europene aferente instrumentului „Next Generation EU”. Perspectiva făcea probabilă poziționarea excedentului de cerere agregată pe o traiectorie mult mai joasă față de prognoza precedentă și restrângerea lui graduală spre valori cvasinule la finele orizontului de proiecție.

În același timp, războiul din Ucraina și sancțiunile instituite amplificau considerabil incertitudinile și riscurile la adresa creșterii economice și a perspectivei pe termen mediu a inflației, date fiind efectele potențial exercitate, pe multiple căi, asupra cererii de consum și a celei de investiții, precum și asupra dinamicii economiei europene/globale și a percepției de risc asupra economiilor din regiune, cu impact asupra costurilor de finanțare. O sursă majoră de incertitudini și riscuri rămânea, de asemenea, absorbția fondurilor europene, în special a celor aferente programului „Next Generation EU”, condiționată de îndeplinirea unor ținte și jaloane stricte în implementarea proiectelor aprobate. Incertitudini și riscuri decurgeau însă și din conduita viitoare a politicii fiscale, având în vedere cerința continuării consolidării bugetare în contextul procedurii de deficit excesiv și al tendinței generale de înăsprire a condițiilor de finanțare, dar într-o conjunctură economică și socială dificilă pe plan intern și global, marcată puternic de războiul din Ucraina și de sancțiunile asociate, cu potențiale implicații adverse asupra parametrilor bugetari.

Datele statistice publicate ulterior au arătat că rata anuală a inflației și-a accelerat creșterea în primele două luni din trimestrul II mai mult decât s-a anticipat, consemnând un salt amplu în aprilie, la 13,76 la sută, urmat de avans mai moderat în mai, la 14,49 la sută. Cea mai mare parte a creșterii a fost determinată din nou de componente exogene ale IPC, mai cu seamă de scumpirea consistentă și peste așteptări a energiei electrice și gazelor naturale, în condițiile modificării începând cu luna aprilie a schemelor de plafonare a prețurilor<sup>38</sup>. La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accentuat trendul ascendent în prima lună a trimestrului II, inclusiv în raport cu previziunile, dar și l-a temperat apoi, ajungând la 9,1 la sută în luna mai,

<sup>37</sup> Aceasta s-a contractat cu 0,1 la sută față de trimestrul III 2021, iar dinamica sa anuală a scăzut sensibil mai mult decât se anticipa, la 2,4 la sută, de la 6,9 la sută în precedentele trei luni.

<sup>38</sup> Influențe adiționale peste așteptări, dar mult mai modeste, au venit de pe segmentul combustibililor – ca urmare a ascensiunii abrupte a cotației țițeiului, în contextul războiului din Ucraina și al sancțiunilor instituite – precum și de pe cel al prețurilor administrate, în condițiile scumpirii unor servicii de utilități publice, prioritar pe fondul majorării prețurilor energiei.

de la 7,1 la sută în martie, în principal sub influența unor noi creșteri consistente ale prețurilor alimentelor procesate<sup>39</sup>. Astfel, evoluția sa continua să reflecte efectele majorărilor ample ale cotațiilor materiilor prime, prioritar agroalimentare, și ale costurilor crescute cu energia și transportul, alături de influențele blocajelor în lanțurile de producție, potențate de cotele înalte ale așteptărilor inflaționiste pe termen scurt, de reziliența cererii pe anumite segmente, precum și de ponderea însemnată deținută în coșul de consum de produse alimentare și de cele importate.

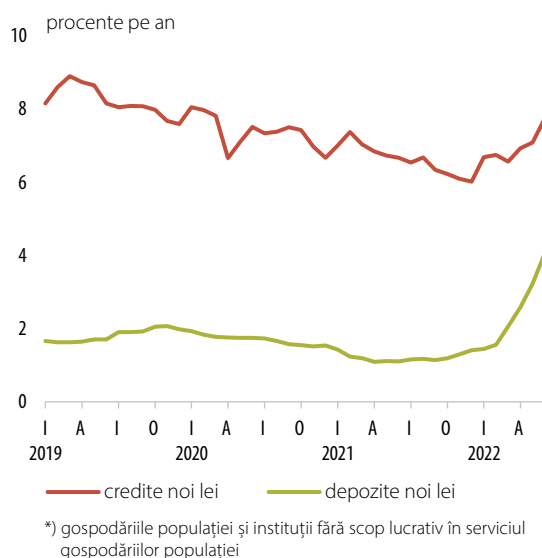
În același timp, activitatea economică s-a intensificat mai puternic decât s-a anticipat în trimestrul I 2022, crescând cu 5,2 la sută în raport cu trimestrul anterior, când s-a majorat cu 1,0 la sută comparativ cu intervalul precedent, evoluție ce făcea probabilă o reamplificare vizibil peste așteptări a excedentului de cerere agregată în acest interval, dar relativ moderată, date fiind și implicațiile recente revizuirii a seriei de date privind ritmurile trimestriale ale PIB. Și dinamica anuală a PIB s-a mărit semnificativ mai mult decât s-a anticipat, la 6,4 la sută, de la 2,4 la sută în trimestrul IV 2021. Plusul de ritm a fost determinat, însă, în principal de variația stocurilor, iar aportul consumului privat – al doilea ca mărime –, s-a datorat unor subcomponente cu rol secundar, în timp ce cumpărările de mărfuri și servicii și-au diminuat considerabil avansul în termeni anuali în acest trimestru, inclusiv pe fondul unui efect de bază. O contribuție notabilă la accelerare a avut și formarea brută de capital fix, iar o alta mai modestă a venit din partea exportului net, care și-a anulat în acest interval aportul negativ la dinamica anuală a PIB, în condițiile în care creșterea variației anuale a volumului exportului de bunuri și servicii a devansat-o pe cea a volumului importului. Soldul negativ al balanței comerciale și-a reaccelerat însă creșterea în termeni anuali, preponderent pe fondul evoluției relativ mai nefavorabile a prețurilor importurilor, iar deficitul de cont curent și-a accentuat considerabil trendul de adâncire în raport cu perioada similară a anului anterior, inclusiv ca urmare a deteriorării puternice a dinamicii soldului balanței veniturilor primare<sup>40</sup>.

Totodată, evoluții recente ale indicatorilor relevanți indicau o tendință de tensionare a pieței muncii. Astfel, efectivul salariaților din economie a continuat să se mărească în martie-aprilie, într-un ritm lunar chiar ceva mai alert și atribuibil aproape exclusiv angajărilor din sectorul privat, iar rata șomajului s-a redus gradual în ultimele luni, până la 5,4 la sută în mai – rămânând totuși vizibil peste valorile prepandemie. În același timp, deficitul de forță de muncă raportat de companii și-a accelerat creșterea în trimestrul II, tinzând să se apropie de nivelurile prevalente anterior pandemiei, iar intențiile de angajare pe orizontul apropiat de timp s-au majorat, dar în condițiile unor evoluții mixte la nivel sectorial. De asemenea, câștigul salarial mediu brut nominal și-a accelerat semnificativ creșterea în primele patru luni ale anului, până la un nivel de două cifre în aprilie, și aproape integral pe seama evoluțiilor din sectorul privat, fără a egala totuși ritmul inflației. Dinamica anuală înaltă a costului unitar cu forța de muncă din industrie a consemnat o creștere și mai amplă, mai ales în aprilie, atribuibilă totuși prioritar deteriorării considerabile a productivității muncii în contextul blocajelor în

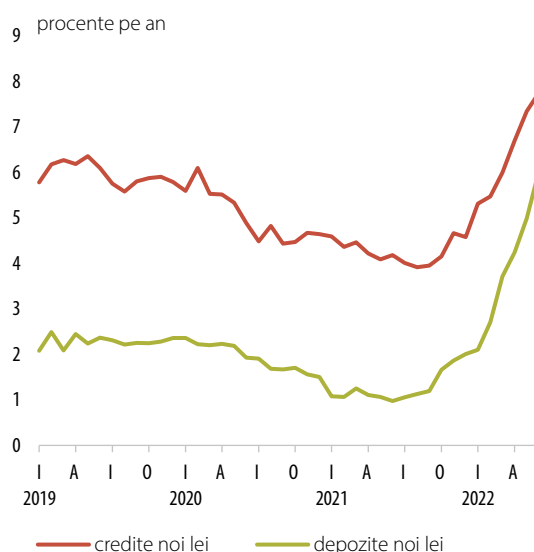
<sup>39</sup> Contribuția acestora la avansul dinamicii anuale a inflației CORE2 ajustat s-a mărit substanțial față de trimestrul anterior. În schimb, aportul subcomponentei servicii a coborât la un minim al ultimelor 12 luni – probabil inclusiv în corelație cu evoluția în termeni anuali a raportului leu/euro –, iar cel al subcomponentei mărfuri nealimentare s-a diminuat la rândul său.

<sup>40</sup> Pe seama ieșirilor de profituri reinvestite și de dividende redistribuite.

Grafic 3.2. Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației\*



Grafic 3.3. Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare



lanțurile globale de producție și de aprovizionare și al costurilor crescute cu energia și materiile prime.

Pe piața financiară, principalele cotații ale segmentului monetar interbancar și-au accelerat creșterea, sub impactul pasului mărit de majorare a ratei dobânzii de politică monetară și al controlului ferm exercitat de banca centrală asupra lichidității de pe piață, dar și pe fondul așteptărilor privind creșterea ratei dobânzii-cheie, potențate de mesajele BNR și de deciziile băncilor centrale din regiune. La rândul lor, randamentele titlurilor de stat și-au accentuat mișcarea ascendentă, mai cu seamă pe scadențele scurte și medii, inclusiv în contextul unui scurt episod de *sell-off* pe piețele de obligațiuni<sup>41</sup>, precum și în condițiile deteriorării mai pronunțate a sentimentului investitorilor financiarți față de unele piețe din regiune. Totodată, rata medie a dobânzii la creditele noi și cea aferentă depozitelor noi la termen și-au accelerat considerabil creșterea în lunile aprilie și mai, sensibil mai pronunțat în cazul celei din urmă (Graficele 3.2 și 3.3). În această conjunctură, cursul de schimb leu/euro s-a menținut relativ stabil și pe parcursul lunilor mai și iunie.

Dinamica anuală de două cifre a creditului acordat sectorului privat a continuat să crească în primele două luni ale trimestrului II<sup>42</sup>, în condițiile în care menținerea relativ constantă a variației deosebit de înalte a componentei în lei a fost însoțită de o nouă accelerare a creșterii creditului în valută.

Evaluările actualizate în acest context au arătat că rata anuală a inflației va continua să crească până la mijlocul trimestrului III sub impactul șocurilor pe partea ofertei, dar într-un ritm vizibil încetinit, urcând astfel moderat peste valorile evidențiate pe orizontul scurt de timp de prognoza din luna

mai. Determinante pentru noua înrăutățire a perspectivei apropiate a inflației erau dinamicele mai mari anticipate a fi consemnate în lunile următoare de prețurile combustibililor, gazelor naturale și energiei electrice – chiar și în contextul aplicării schemelor de sprijin și al manifestării unor efecte de bază –, precum și de prețurile alimentelor procesate, în principal sub influența ascensiunii mai puternice a cotațiilor

<sup>41</sup> Antrenat de așteptările privind normalizarea mai rapidă a conduitei politicii monetare de către Fed și BCE.

<sup>42</sup> Ajunșând la 16,5 la sută în luna mai și la 16,2 la sută pe ansamblul intervalului, de la 15,6 la sută în trimestrul I.

țiteiului, produselor energetice și ale mărfurilor agroalimentare, pe fondul războiului din Ucraina și al sancțiunilor asociate<sup>43</sup>.

Totodată, riscuri notabile continuau să vină din evoluția cotațiilor produselor energetice, precum și din persistența blocajelor în lanțurile de producție și aprovizionare, cărora li se alăturau cele decurgând din măsurile fiscale anunțate recent vizând creșterea veniturilor bugetare, deși persistau și incertitudini privind impactul prezumat, dar și durata schemelor de plafonare și compensare a prețurilor la energie și combustibili.

În același timp, din partea poziției ciclice a economiei erau de așteptat presiuni inflaționiste modeste și în atenuare în perspectivă apropiată, însă mai intense decât cele anticipate anterior, în condițiile unei probabile cvasistagnări a activității economice în trimestrele II și III – sub impactul războiului din Ucraina și al sancțiunilor asociate –, dar după o accelerare mult peste așteptări a creșterii acestora în trimestrul I. Evoluțiile făceau probabile valori în descreștere ale excedentului de cerere agregată în trimestrele II și III, însă vizibil mai ridicate decât cele evidențiate în prognoza din luna mai.

Prelungirea războiului din Ucraina și extinderea sancțiunilor impuse Rusiei generau totuși incertitudini și riscuri considerabile la adresa perspectivei activității economice, implicit a traiectoriei pe termen mediu a inflației. Incertitudini semnificative rămăneau de asemenea asociate absorbției viitoare a fondurilor europene, mai ales a celor aferente programului „Next Generation EU”, care era însă esențială inclusiv pentru contrabalansarea, cel puțin parțială, a impactului contracționist al amplelor șocuri globale pe partea ofertei, precum și a efectelor consolidării fiscale.

Incertitudinile și riscurile asociate conduitei viitoare a politicii fiscale erau însă în creștere, având în vedere, pe de o parte, execuția bugetară din primele cinci luni ale anului și cerința continuării consolidării bugetare în contextul procedurii de deficit excesiv și al tendinței de înăsprire a condițiilor de finanțare, dar mai cu seamă, pe de altă parte, conjunctura economică și socială dificilă de pe plan intern și global, precum și seturile de măsuri aplicate de curând de către autorități pentru sprijinirea populației și a firmelor, ce pot avea implicații adverse asupra parametrilor bugetari.

Un asemenea context a reclamat mărirea pasului de creștere a ratei dobânzii de politică monetară la 1,00 punct procentual, în vederea ancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și a stimulării economisirii, pentru a se asigura readucerea durabilă pe termen mediu a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Astfel, în ședința din 6 iulie 2022, Consiliul de administrație al BNR a decis majorarea ratei dobânzii de politică monetară la 4,75 la sută, de la 3,75 la sută, precum și păstrarea controlului ferm asupra lichidității de pe piața monetară. Totodată,

<sup>43</sup> Influențe inflaționiste suplimentare erau așteptate și de pe segmentul prețurilor administrate, inclusiv ca urmare a scumpirii biletelor CFR, precum și de pe cel al produselor din tutun, pe fondul majorării accizei specifice.

rata dobânzii aferentă facilității de creditare a fost majorată la 5,75 la sută, de la 4,75 la sută, iar cea pentru facilitatea de depozit, la 3,75 la sută, de la 2,75 la sută. Concomitent, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost menținute la nivelurile în vigoare (la 8 la sută, respectiv 5 la sută).

## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu zilnic al tranzacțiilor interbancare<sup>44</sup> și-a accelerat creșterea în trimestrul II 2022, iar cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare au continuat să avanseze alert. Cursul de schimb leu/euro s-a menținut relativ stabil, cunoscând chiar două episoade de scădere ușoară. Dinamica anuală de două cifre a creditului acordat sectorului privat a continuat să se mărească în perioada aprilie-mai, cea a lichidității din economie accentuându-și însă vizibil scăderea.

### 2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare și-a accentuat ascensiunea în trimestrul II, sub impactul majorării în luna mai a pasului de creștere a ratei dobânzii de politică monetară, precum și pe fondul sporirii restrictivității condițiilor lichidității în a doua parte a intervalului, în contextul controlului ferm exercitat de către banca centrală. În consecință, media trimestrială a indicatorului<sup>45</sup> și-a accelerat creșterea, urcând cu 1,40 puncte procentuale față de precedentele trei luni, la 3,92 la sută – valoare maximă a ultimelor 37 de trimestre.

Deficitul net de lichiditate considerabil de pe piața monetară interbancară, instalat în a doua parte a trimestrului anterior, a continuat să fie acomodat în principal prin facilitatea de creditare – al cărei volum s-a redus într-o anumită măsură în aprilie, când a crescut ușor și apelul băncilor la facilitatea de depozit, dar s-a mărit sensibil în mai și a rămas relativ ridicat în iunie<sup>46</sup> – și în secundar prin operațiuni *repo* efectuate pe baze bilaterale de către banca centrală<sup>47</sup>. Pe acest fond, randamentele ON ale pieței monetare interbancare au revenit în debutul trimestrului II în interiorul coridorului ratelor dobânzilor și au coborât în jumătatea lui inferioară, pentru ca spre finele lunii aprilie să se re poziționeze și să tindă apoi să rămână ușor deasupra ratei dobânzii la facilitatea de creditare, crescând implicit semnificativ, în concordanță cu majorarea celei din urmă la 4,75 la sută<sup>48</sup>.

<sup>44</sup> Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară, ponderată cu volumul tranzacțiilor.

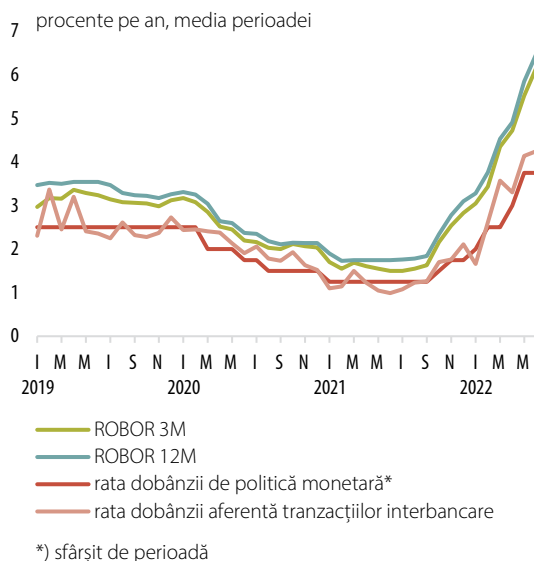
<sup>45</sup> Ponderată cu volumul tranzacțiilor.

<sup>46</sup> Stocul mediu zilnic al lichidității furnizate prin intermediul facilității de creditare s-a redus în aprilie la 9,2 miliarde lei, de la 10,5 miliarde lei în luna precedentă, dar s-a majorat în mai la 12,7 miliarde lei, iar în iunie s-a situat la 11,7 miliarde lei.

<sup>47</sup> Stocul mediu zilnic al operațiilor *repo* s-a diminuat pe parcursul trimestrului II, la 5,5 miliarde lei în aprilie (de la 6,3 miliarde lei în luna precedentă), respectiv 3,5 miliarde lei în mai și 2,7 miliarde lei în iunie. În luna mai, BNR a efectuat și cumpărări de titluri de stat denumite în lei de pe piața secundară, într-un volum minor însă (36,6 milioane lei).

<sup>48</sup> Randamentele pe termen foarte scurt ale pieței monetare interbancare au coborât doar episodic în jumătatea inferioară a coridorului ratelor dobânzilor, spre finele perioadelor de constituire a RMO încheiate în lunile mai și iunie.

**Grafic 3.4. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR**

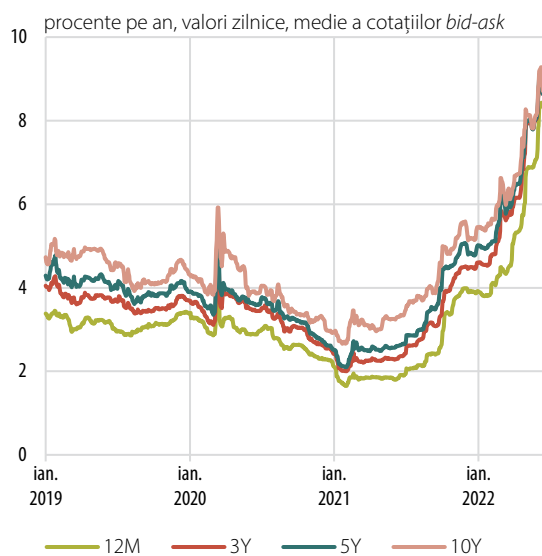


La rândul lor, cotațiile ROBOR 3M-12M au continuat să avanseze alert în trimestrul II, îndeosebi la mijlocul și spre finele intervalului, sub impactul pasului mărit al majorării ratei dobânzii de politică monetară și al condițiilor tot mai restrictive ale lichidității de pe piața monetară, dar și pe fondul așteptărilor privind creșterea ratei dobânzii-cheie, potențate de mesajele BNR și de deciziile băncilor centrale din regiune. Astfel, cotațiile au atins la finele lunii iunie valori maxime ale ultimilor aproximativ 10 ani și jumătate din perspectiva valorilor zilnice, iar mediile lor trimestriale și-au accelerat ascensiunea în trimestrul II, majorându-se cu circa 1,9 puncte procentuale față de perioada anterioară pe toate maturitățile, la 5,49 la sută în cazul ROBOR 3M și la 5,63 la sută, respectiv 5,77 la sută pe termenele de 6 luni și 12 luni – valori maxime ale ultimelor 37 de trimestre (Grafic 3.4).

Alături de efectele deciziilor și acțiunilor băncii centrale, evoluțiile de pe piața titlurilor de stat au receptat și în trimestrul II influențe venite din înrăutățirea peste așteptări a evoluției și perspectivei inflației, dar și din accentuarea avansului randamentelor titlurilor de stat pe termen lung din economiile avansate și din regiune – inclusiv în contextul unui scurt episod de *sell-off* provocat în prima parte a lunii iunie de așteptări privind accelerarea normalizării conduitei politicii monetare de către Fed și BCE –, precum și din deteriorarea mai pronunțată a sentimentului investitorilor față de unele piețe financiare din regiune. Aceste influențe au fost doar în mică măsură

contrabalansate de deciziile privind confirmarea ratingului de țară al României și a perspectivei acestuia, adoptate în aprilie de către principalele agenții de profil.

**Grafic 3.5. Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat**



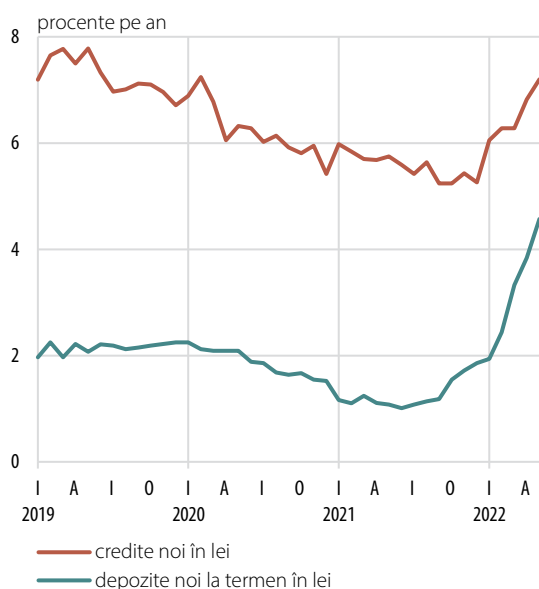
În aceste condiții, randamentele titlurilor de stat de pe piața secundară<sup>49</sup> și-au accentuat considerabil creșterea, atingând în iunie maxime ale seriilor de date disponibile din ianuarie 2011. Ascensiunea nu a fost totuși uniformă, episoadele de creștere alternând cu perioade de cvasistagnare și chiar cu ajustări descendente consemnate de randamentele pe termen mediu și lung la jumătatea trimestrului, iar apoi spre finele acestuia (Grafic 3.5). Pe acest fond, valorile medii din luna iunie ale cotațiilor s-au majorat substanțial față de cele din ultima lună a trimestrului I, îndeosebi pe segmentul scurt și mediu al maturităților, creșterile ajungând la aproximativ 3,5 puncte procentuale în cazul titlurilor

<sup>49</sup> Medii ale cotațiilor bid-ask.

pe 6 luni și 12 luni (la 7,48 la sută, respectiv 7,86 la sută) și 2,9 puncte procentuale pe segmentul 3-5 ani (la 8,56 la sută, respectiv 8,62 la sută), în timp ce în cazul maturității de 10 ani cotația s-a mărit cu 2,4 puncte procentuale (la 8,69 la sută). În consecință, curba randamentelor și-a atenuat sensibil înclinația pozitivă<sup>50</sup>, cunoscând totodată o cvasiaplatare pe segmentul mediu și lung.

Și pe piața primară<sup>51</sup>, randamentele medii acceptate în cadrul licitațiilor și-au accelerat creșterea pe ansamblul trimestrului II, majorându-se în iunie față de martie cu 2,32 puncte procentuale în cazul titlurilor cu maturitatea reziduală de 4 ani (la 7,99 la sută), cu 1,63 puncte procentuale pentru cele la 7 ani (la 8,12 la sută) și cu circa 2,00 puncte procentuale în cazul maturităților de 10 ani și 14 ani (la 8,27 la sută, respectiv 8,47 la sută). Slăbirea pronunțată a interesului investitorilor pentru aceste plasamente a fost ilustrată și de noul declin, la valori minime ale ultimilor patru ani, consemnat în trimestrul II atât de raportul dintre volumul solicitat și cel anunțat în

Grafic 3.6. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



cadrul licitațiilor (la 1,31<sup>52</sup>, de la 1,63 în trimestrul I), chiar și în condițiile reducerii celui din urmă, cât și de raportul dintre volumul acceptat și cel anunțat al emisiunilor (0,75, față de 1,01 în trimestrul I)<sup>53</sup>. În acest context, valoarea totală a titlurilor puse în circulație s-a cvasiînjumătățit în trimestrul II față de precedentele trei luni, coborând la cel mai mic nivel din ultimii trei ani (8,0 miliarde lei). Cea a emisiunilor nete a continuat totuși să crească, dată fiind scăderea și mai pronunțată a volumului titlurilor de stat ajunse la scadență în acest interval.

Pe fondul accentuării creșterii cotațiilor relevante ale pieței monetare interbancare, precum și al avansului, considerabil mai moderat totuși, al IRCC, rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebancați și-a accelerat creșterea în intervalul aprilie-mai, urcând pe ansamblul perioadei cu 0,81 puncte procentuale față de trimestrul I, până

<sup>50</sup> Ecarterul dintre randamentul titlurilor pe 10 ani și cel aferent scadenței de 1 an atingând în iunie minimul ultimelor 20 de luni (circa 0,8 puncte procentuale).

<sup>51</sup> În mai, MF a emis pe piața externă titluri de stat denumite în dolari SUA cu maturități de 5,5 ani și 12 ani, la randamente de aproximativ 5,3 la sută, respectiv 6,0 la sută (+240 puncte de bază, respectiv +310 puncte de bază față de randamentul *US Treasuries*), în valoare totală de 1,75 miliarde dolari. De asemenea, în aprilie, au fost emise pe piața internă titluri de stat denumite în euro cu maturitate de 3 ani, la randament mediu de 1,94 la sută, în valoare totală de 259,5 milioane euro. Totodată, în lunile aprilie și iunie, MF a derulat, prin intermediul BVB, două noi oferte publice pentru vânzarea de titluri de stat „Fidelis” pentru populație, denumite atât în lei – cu maturități de 1 an, la randament de 4,75 la sută în aprilie și 7,20 la sută în iunie, și de 3 ani, la randament de 5,50 la sută, respectiv 7,80 la sută, în valoare totală de 2,05 miliarde lei –, cât și în euro, cu maturități de 1 an, la randament de 1,20 la sută în aprilie și 1,40 la sută în iunie, și de 2 ani, la randament de 1,60 la sută, respectiv 2,60 la sută, în valoare totală de 275,4 milioane euro. Și prin programul „Tezaur”, MF a emis în fiecare lună a trimestrului II titluri de stat destinate populației, denumite în lei, cu maturități de 1 an, la randament de 4,8 la sută în aprilie, 5,5 la sută în mai și 7,2 la sută în iunie, și de 3 ani, cu randamente de 5,8 la sută, 6,15 la sută, respectiv 7,8 la sută. În plus, în iunie, MF a derulat în premieră licitații de răscumpărare anticipată, respectiv de preschimbare a titlurilor de stat, în cadrul cărora a respins integral ofertele dealerilor primari.

<sup>52</sup> După scăderea din aprilie, acest raport s-a redresat ușor în mai – inclusiv pe fondul reducerii volumului programat al emisiunilor, până la minimul ultimilor circa trei ani –, pentru ca în iunie să scadă din nou pronunțat.

<sup>53</sup> În trimestrul II, MF a respins integral ofertele de cumpărare ale dealerilor primari în cadrul a 6 licitații de titluri de stat, față de 4 licitații în trimestrul precedent.

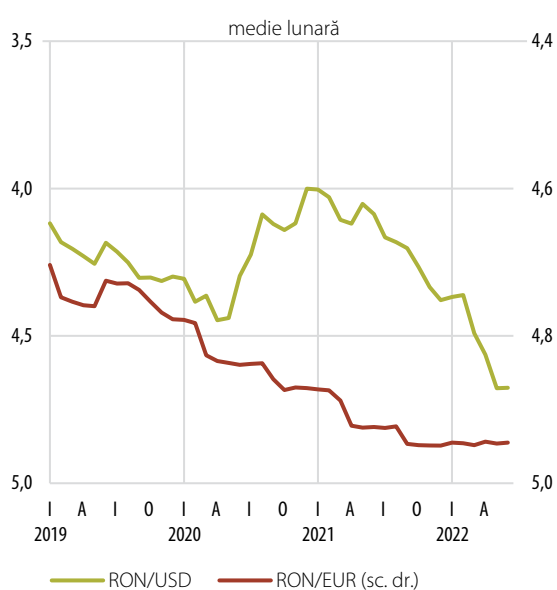


la o valoare medie de 7,01 la sută (Grafic 3.6). Din perspectiva celor două categorii de clienți, avansul a fost generalizat, dar în condițiile unor comportamente relativ diferite. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației a crescut semnificativ mai moderat (+0,34 puncte procentuale față de cea din trimestrul I 2022, până la 7,01 la sută), evoluția reflectând o majorare ceva mai vizibilă a costului mediu cu dobânda aferent împrumuturilor noi pentru locuințe (+0,53 puncte procentuale, până la 4,36 la sută), însă una doar marginală pe segmentul creditelor pentru consum (+0,14 puncte procentuale, până la 9,09 la sută).

Rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi ale societăților nefinanciare, a cărei evoluție este strâns corelată cu cea a cotațiilor relevante ale pieței monetare interbancare, a continuat să crească alert<sup>54</sup>, media ei mărindu-se pe ansamblul perioadei aprilie-mai cu 1,42 puncte procentuale comparativ cu trimestrul I (la 7,02 la sută), pe seama evoluției costului mediu cu dobânda al ambelor categorii de împrumuturi. Astfel, rata medie a dobânzii la împrumuturile de valoare mică, sub echivalentul a 1 milion de euro, s-a majorat cu 1,29 puncte procentuale, la 7,10 la sută, iar cea aferentă creditelor de valoare mare, cu 1,45 puncte procentuale, până la 6,81 la sută.

O creștere chiar mai pronunțată decât cea a ratei medii a dobânzii la creditele noi a fost consemnată în acest interval de randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale clienților nebankari (+1,64 puncte procentuale față de trimestrul I, până la o medie de 4,21 la sută). Evoluția a reflectat accentuarea substanțială a ascensiunii acestuia, atât pe segmentul populației (+1,21 puncte procentuale față de trimestrul I, până la 2,91 la sută), cât și pe cel al societăților nefinanciare (+1,78 puncte procentuale, la 4,62 la sută).

Grafic 3.7. Cursul de schimb nominal



## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro s-a menținut relativ stabil pe parcursul trimestrului II (Grafic 3.7), cunoscând chiar două episoade de scădere ușoară.

Rata de schimb leu/euro a manifestat o ușoară tendință descendentă în prima jumătate a lunii aprilie, inclusiv sub influența majorării cu încă 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii-cheie de către BNR. Tendința s-a inversat însă aproape integral ulterior, în contextul reamplificării aversiunii globale față de risc și al unui nou episod de deteriorare a sentimentului investitorilor financiari față de piețele din Europa Centrală și de Est, survenite pe fondul războiului din Ucraina, precum și al restricțiilor severe antipandemie instituite în

<sup>54</sup> Astfel, în mod atipic, ea a ajuns să depășească în luna mai rata medie a dobânzii la creditele noi acordate populației.

China – de natură să sporească îngrijorările legate de economia UE/globală –, dar și al așteptărilor privind întărirea relativ mai alertă a politicii monetare de către Fed. În această conjunctură, dolarul și-a accentuat întărirea față de euro<sup>55</sup>, iar ratele de schimb ale monedelor din regiune s-au reînscris pe o traiectorie ascendentă<sup>56</sup>, cursul de schimb leu/euro consemnând la rândul său o ajustare crescătoare, însă mai redusă ca amplitudine<sup>57</sup>.

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

|                                 | milioane euro             |                            |        |                           |                            |        |
|---------------------------------|---------------------------|----------------------------|--------|---------------------------|----------------------------|--------|
|                                 | 5 luni 2021               |                            |        | 5 luni 2022               |                            |        |
|                                 | Achiziția netă de active* | Acumularea netă de pasive* | Net    | Achiziția netă de active* | Acumularea netă de pasive* | Net    |
| Contul financiar                | 336                       | 5 269                      | -4 933 | 4 284                     | 12 779                     | -8 495 |
| Investiții directe              | 605                       | 3 085                      | -2 479 | 1 281                     | 5 064                      | -3 783 |
| Investiții de portofoliu        | 305                       | 2 038                      | -1 732 | 65                        | 3 702                      | -3 637 |
| Derivate financiare             | 58                        | x                          | 58     | 297                       | x                          | 297    |
| Alte investiții                 | -843                      | 147                        | -990   | 2 204                     | 4 012                      | -1 808 |
| – numerar și depozite           | -1 409                    | -258                       | -1 151 | 460                       | 493                        | -33    |
| – împrumuturi                   | -19                       | -182                       | 163    | 60                        | 2 117                      | -2 057 |
| – altele                        | 585                       | 587                        | -2     | 1 684                     | 1 402                      | 282    |
| Active de rezervă ale BNR (net) | 211                       | 0                          | 211    | 436                       | 0                          | 436    |

\*) „+” creștere/„-” scădere

Volatilitatea de pe piața financiară internațională a rămas la cote ridicate în luna mai, îndeosebi în prima parte a intervalului, pe fondul preocupărilor investitorilor financieri privind inflația înaltă și în creștere, ce făcea probabilă o întărire mai accelerată a politicii monetare de către băncile centrale majore, cu consecințe asupra creșterii economice la nivel global. Totodată, percepția investitorilor asupra riscului asociat piețelor financiare din regiune și-a prelungit tendința de deteriorare, dată fiind proximitatea acestora față de războiul din Ucraina. Rata de schimb leu/euro a continuat totuși să oscileze într-o bandă îngustă în cea mai mare parte a lunii, în condițiile majorării la 0,75 puncte procentuale a pasului de creștere a ratei dobânzii de politică monetară de către BNR și ale controlului ferm exercitat asupra lichidității de pe piața monetară, dar și ca urmare a reconsiderării de către investitori a atractivității relative a plasamentelor pe piața financiară locală (Tabel 3.1). Spre finele

lunii, raportul leu/euro a consemnat chiar o ușoară ajustare descendentă, inclusiv sub influența unei relative ameliorări a sentimentului pieței financiare internaționale. Cursurile de schimb ale principalelor monede din regiune au urmat traiectorii divergente, determinate în principal de semnalele băncilor centrale/așteptările privind conduita viitoare a politicii monetare.

Aversiunea globală față de risc s-a reamplificat spre finele primei decade a lunii iunie – antrenând un scurt episod de *sell-off* pe piețele de obligațiuni la nivel global –, pe fondul deciziilor/așteptărilor privind normalizarea mai rapidă a conduitei politicii monetare de către băncile centrale majore, în condițiile în care Fed a majorat la 0,75 puncte procentuale pasul de creștere a ratei dobânzii de politică monetară în această lună<sup>58</sup>, iar BCE a preanunțat creșterea ratelor dobânzilor reprezentative în

<sup>55</sup> Rata de schimb EUR/USD a coborât în 28 aprilie la cea mai mică valoare din ianuarie 2017 (1,0485 – Sursa: BCE).

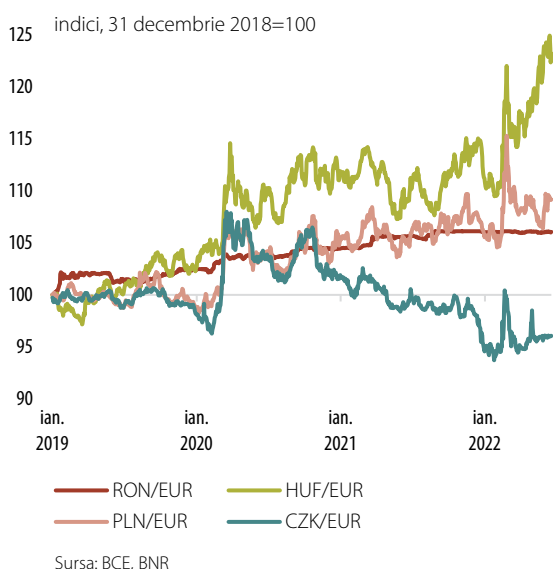
<sup>56</sup> Pe ansamblul lunii, acestea s-au apreciat totuși în raport cu moneda unică europeană (forintul cu 0,5 la sută, zlotul cu 2,2 la sută, iar coroana cehă cu 2,3 la sută), recuperând parțial deprecierea suferite în luna anterioară.

<sup>57</sup> Pe ansamblul lunii aprilie, leul s-a apreciat cu 0,1 la sută față de euro.

<sup>58</sup> Totodată, FOMC a revizuit semnificativ în jos proiecțiile privind creșterea economiei în 2022 și în 2023, în timp ce rata inflației prognozată pentru anul curent a fost revizuită considerabil în sens ascendent.

următoarele ședințe de politică monetară<sup>59</sup>. În acest context, îngrijorările investitorilor legate de o eventuală intrare în recesiune a principalelor economii ale lumii au fost sporite de datele semnal privind evoluția acestora în iunie<sup>60</sup>, publicate spre finele lunii.

**Grafic 3.8. Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune**



Receptând mai pregnant aceste influențe, cursul de schimb al zlotului în raport cu euro s-a re poziționat pe un palier mai înalt, iar cel al forintului și-a prelungit ascensiunea (Grafic 3.8). Raportul leu/euro a rămas, totuși, relativ stabil, manifestând doar sporadic o tendință ușoară de creștere, în contextul accelerării creșterii randamentelor tuturor plasamentelor în monedă națională, reflectată și în ameliorarea considerabilă a soldului tranzacțiilor pe piața valutară.

Astfel, deficitul total al pieței valutare interbancare s-a restrâns semnificativ pe ansamblul trimestrului II, inclusiv în condițiile în care soldul tranzacțiilor rezidenților a redevenit ușor excedentar.

Pe ansamblul trimestrului II, leul a consemnat o variație minoră în raport cu euro în termeni nominali (apreciere de circa 0,1 la sută)<sup>61,62</sup> și s-a apreciat cu

5,8 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a depreciat cu 4,0 la sută în termeni nominali și s-a apreciat cu 1,6 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 consemnate în trimestrul II, leul și-a diminuat deprecierea în raport cu euro și și-a sporit-o substanțial pe cea consemnată față de dolar.

## 2.3. Moneda și creditul

### Moneda

Dinamica anuală<sup>63</sup> a masei monetare (M3) și-a accentuat vizibil scăderea în intervalul aprilie-mai 2022 – la o valoare medie de 12,9 la sută<sup>64</sup>, de la 14,7 la sută în trimestrul I (Tabel 3.2) – în principal pe fondul ameliorării execuției bugetare în raport cu perioada

<sup>59</sup> În ședința din 9 iunie, BCE a anunțat intenția majorării ratelor dobânzilor reprezentative cu 0,25 puncte procentuale în următoarea ședință de politică monetară, din 21 iulie. Totodată, Consiliul Guvernatorilor a arătat că o nouă creștere ar urma să fie efectuată în septembrie, într-un pas mărit dacă perspectiva pe termen mediu a inflației rămâne neschimbată ori se deteriorează. De asemenea, s-a hotărât stoparea achizițiilor nete de active financiare în cadrul programului *Asset Purchase Programme* (APP), începând cu data de 1 iulie 2022.

<sup>60</sup> Indicele PMI compozit a înregistrat scăderi semnificative atât în zona euro, cât și în SUA.

<sup>61</sup> Pe baza valorilor medii din iunie, respectiv martie, ale cursului de schimb.

<sup>62</sup> În același interval, forintul s-a depreciat față de euro cu 5,0 la sută, în timp ce coroana cehă și zlotul s-au apreciat în raport cu moneda unică europeană cu 1,2 la sută, respectiv 2,3 la sută.

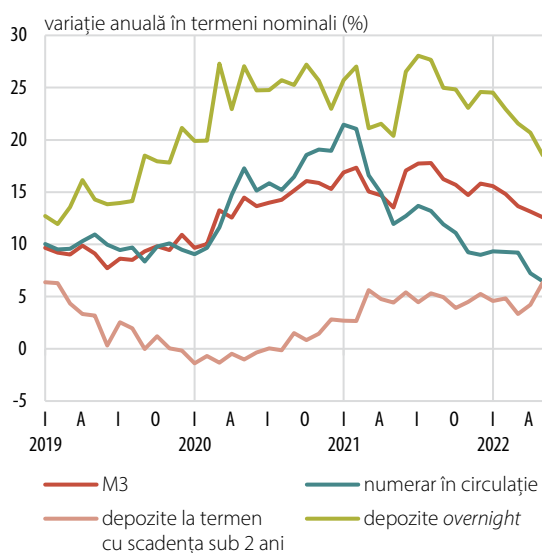
<sup>63</sup> În absența altor precizări, în această secțiune variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni nominali.

<sup>64</sup> Reprezentând minimul ultimelor nouă trimestre. În termeni reali, masa monetară a suferit o contracție față de perioada similară a anului trecut, în premieră pentru ultimii 9 ani (-1,1 la sută pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului II, față de un avans de 5,2 la sută în trimestrul I), inclusiv în condițiile creșterii ratei anuale a inflației.

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

|  | variație procentuală în termeni nominali |      |      |      |      |      |
|--|--|------|------|------|------|------|
|  | 2021                                     |      |      |      | 2022 |      |
|  | II                                       | III  | IV   | I    | apr. | mai  |
|  | ritm mediu al trimestrului               |      |      |      |      |      |
| M3                                       | 15,1                                     | 17,2 | 15,4 | 14,7 | 13,1 | 12,6 |
| M1                                       | 20,2                                     | 23,1 | 20,3 | 19,4 | 17,1 | 15,3 |
| Numerar în circulație                    | 13,2                                     | 12,9 | 9,8  | 9,3  | 7,2  | 6,5  |
| Depozite <i>overnight</i>                | 22,8                                     | 26,9 | 24,1 | 23,0 | 20,7 | 18,5 |
| Depozite la termen cu scadența sub 2 ani | 4,9                                      | 4,9  | 4,5  | 4,2  | 4,2  | 6,3  |

**Grafic 3.9. Principalele componente ale masei monetare**



similară a anului trecut, precum și al diminuării în termeni anuali a sumelor încasate în contul fondurilor europene, contrabalansate doar parțial, ca impact, de continuarea accelerării creșterii creditului acordat sectorului privat.

Scăderea variației anuale a M3 a fost însoțită de mutații structurale evidente, mai cu seamă în luna mai, acestea fiind atribuibile unei înclinații mai pronunțate spre consum în acest interval – probabil motivată de manifestarea unei cereri reprimite, mai ales pe segmentul serviciilor de turism extern<sup>65</sup> – precum și unor realocări de portofolii, mai consistente în cazul populației. Astfel, scăderea s-a datorat integral masei monetare în sens restrâns (M1), al cărei ritm de creștere și-a accentuat decelerarea, coborând la valori apropiate celor imediat premergătoare pandemiei, în principal pe seama evoluției depozitelor ON în lei ale populației și ale societăților nefinanciare și, în mai mică măsură, ca urmare a accentuării descreșterii variației numerarului în circulație<sup>66</sup> (Grafic 3.9).

În schimb, depozitele la termen sub 2 ani și-au reamplificat notabil dinamica anuală (cea mai înaltă valoare din ultimele 13 trimestre), prioritar datorită accelerării creșterii deosebit de alerte a plasamentelor în lei ale societăților nefinanciare<sup>67</sup>, dar și ca efect al redresării vizibile a variației anuale a depozitelor similare ale populației – în condițiile majorării semnificative a acestora în termeni lunari, în mai –, care a rămas totuși negativă.

Evoluțiile sugerează o realocare de monedă dinspre

depozite ON (inclusiv în valută, în cazul firmelor) către plasamente la termen în monedă națională, pe fondul accentuării creșterii ratelor dobânzilor aferente, implicit a costului de oportunitate al deținerii celor mai lichide active monetare. În acest context, ponderea M1 în M3 și-a accentuat scăderea amorțată în februarie 2022, ajungând la 71,1 la sută în mai, de la 71,6 la sută la finele trimestrului I.

Din perspectiva sectoarelor instituționale, diminuarea avansului M3 a fost determinată prioritar de plasamentele populației, a căror variație a consemnat o nouă descreștere semnificativă pe ansamblul perioadei aprilie-mai. Mișcarea sa nu a fost totuși uniformă,

<sup>65</sup> Evoluție sugerată/coroborată și de datele din balanța de plăți, ce relevă continuarea înrăutățirii în intervalul aprilie-mai a soldului plăților pentru turism/călătorii în scop personal.

<sup>66</sup> Până la cel mai redus nivel din ultimii circa opt ani și jumătate, ca medie trimestrială.

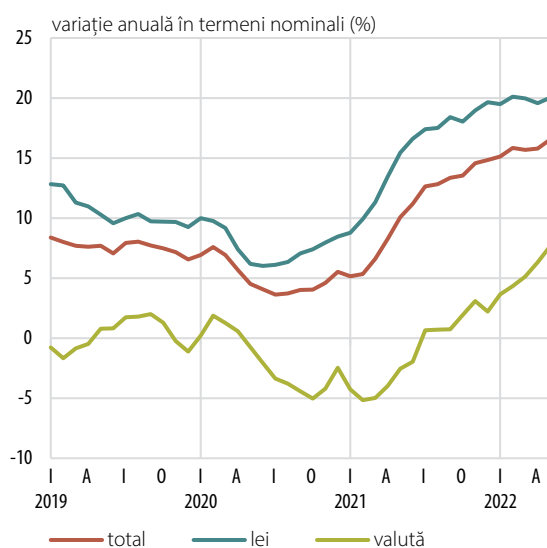
<sup>67</sup> La un nivel record al ultimelor 15 trimestre.

redresarea ușoară din aprilie<sup>68</sup> fiind urmată de o scădere ceva mai pronunțată în mai<sup>69</sup>, inclusiv pe seama reducerii dinamicii depozitelor în valută (exprimate în euro), care s-au sincronizat cu o creștere a cererii de bunuri și servicii, chiar și în condițiile scăderii în termeni anuali a venitului disponibil real, dar și cu reamplificarea în primele două luni ale trimestrului II a dinamicii anuale a deținerilor de titluri de stat ale populației. Și depozitele societăților nefinanciare și-au decelerat vizibil creșterea deosebit de alertă<sup>70</sup>, dar de asemenea neuniform, ritmul lor temperându-se în prima lună a trimestrului – în condițiile majorării plăților efectuate către bugetul de stat în contul impozitului pe profit și ale diminuării în termeni anuali a sumelor încasate în contul fondurilor europene<sup>71</sup> –, dar accelerând din nou în luna următoare, inclusiv pe fondul prelungirii ascensiunii dinamicii creditului acordat acestui sector, precum și al creșterii variației anuale a volumului cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul și cel auto-moto.

Din perspectiva contrapartidelor M3, temperarea creșterii masei monetare a reflectat continuarea slăbirii ritmului creditului acordat administrației publice centrale<sup>72</sup>, în

paralel însă cu îmbunătățirea evoluției depozitelor în lei ale acestui sector<sup>73</sup>, precum și decelerarea vizibilă a creșterii activelor externe nete ale sistemului bancar<sup>74</sup>. Influențele astfel generate au fost doar parțial contrabalansate de cele venind din prelungirea ascensiunii dinamicii creditului acordat sectorului privat și din accentuarea declinului anual al pasivelor financiare pe termen lung<sup>75</sup>.

**Grafic 3.10. Creditul acordat sectorului privat pe monede**



### Creditul acordat sectorului privat

Dinamica anuală de două cifre a creditului acordat sectorului privat a continuat să se mărească în primele două luni ale trimestrului II 2022 – la o medie de 16,2 la sută<sup>76</sup>, de la 15,6 la sută în trimestrul I<sup>77</sup> –, în condițiile în care activitatea de creditare a rămas intensă. Accelerarea a fost antrenată de această dată de componenta în valută, a cărei dinamică (determinată pe baza soldului exprimat în euro) și-a accentuat tendința

<sup>68</sup> După declinul consistent suferit în luna precedentă, pe fondul retragerilor și substituției de monedă antrenate de panica generată de declanșarea războiului din Ucraina.

<sup>69</sup> La minimul ultimilor circa doi ani.

<sup>70</sup> Până la un minim al ultimelor 6 trimestre.

<sup>71</sup> Conform datelor privind execuția bugetului general consolidat.

<sup>72</sup> Pe fondul contracției în termeni anuali a deținerilor de titluri de stat ale instituțiilor de credit (în premieră pentru ultimii șase ani).

<sup>73</sup> Acestea și-au redus substanțial dinamica anuală negativă în acest interval.

<sup>74</sup> Mișcarea a reflectat efectul de bază asociat emisiunii de euroobligațiuni efectuate în luna aprilie 2021 de către Ministerul Finanțelor, în valoare de 3,5 miliarde euro, parțial compensat însă de influența emisiunii de euroobligațiuni din luna mai 2022, în valoare de 1,75 miliarde dolari SUA; în contrapondere, depozitele în valută ale administrației publice centrale, și-au redus semnificativ dinamica anuală.

<sup>75</sup> Inclusiv conturile de capital.

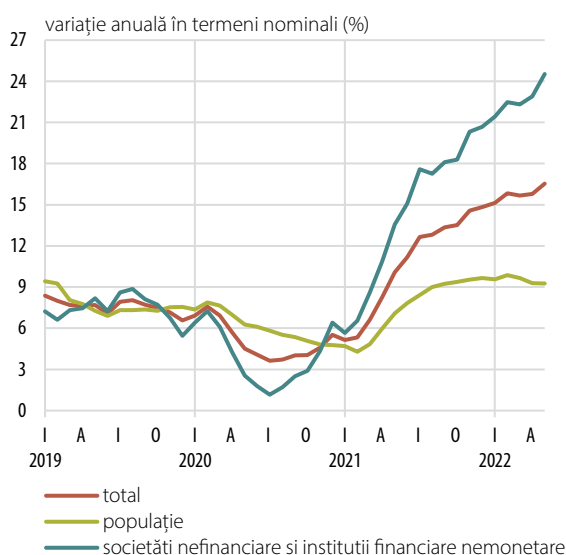
<sup>76</sup> Cel mai înalt nivel din ultimii 13 ani, ca medie trimestrială.

<sup>77</sup> În termeni reali, ritmul mediu de creștere anuală a creditului acordat sectorului privat și-a accentuat puternic descreșterea, la 1,8 la sută în intervalul aprilie-mai 2022, reprezentând minimul ultimilor 7 trimestre, de la 6,0 la sută în precedentele trei luni, în condițiile majorării ratei anuale a inflației.

ascendentă, atingând cea mai înaltă valoare din ultimii peste 11 ani, ca medie trimestrială (Grafic 3.10). În același timp, creditul în lei și-a menținut cvasiconstantă variația deosebit de înaltă, la o valoare record a ultimilor șase ani<sup>78</sup> (19,8 la sută pe ansamblul perioadei aprilie-mai, față de 19,9 la sută în trimestrul I) – cu un sprijin în creștere, dar relativ modest, al programelor guvernamentale. Pe acest fond, ponderea în total a împrumuturilor în lei a rămas constantă în aprilie-mai, la 72,7 la sută.

Plusul de ritm a fost adus în acest interval exclusiv de împrumuturile societăților nefinanciare, a căror dinamică anuală deosebit de înaltă și-a prelungit tendința ascendentă (la un nou maxim al ultimilor 13 ani, ca medie trimestrială), pe seama

Grafic 3.11. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



ambelor componente (Grafic 3.11). Astfel, creditele în lei au continuat să își mărească variația de două cifre<sup>79</sup>, cu un aport în creștere, dar relativ modest, al programelor guvernamentale (îndeosebi „IMM Invest România”<sup>80</sup>). Accelerarea s-a regăsit însă, în continuare, exclusiv la nivelul finanțării pe termen scurt<sup>81</sup>, reflectând sporirea necesarului de finanțare a activității curente a firmelor în contextul creșterii peste așteptări a economiei în trimestrul I, dar și al scumpirii accentuate a energiei și a altor materii prime. Totodată, variația împrumuturilor în valută (exprimate în euro) și-a mărit din nou pasul de creștere, atingând un maxim al ultimilor 13 ani<sup>82</sup>, cu aportul tuturor componentelor pe categorii de scadențe.

Dinamica anuală a creditului acordat populației s-a redus însă ușor pe ansamblul intervalului aprilie-mai, după patru trimestre de creștere. Evoluția a fost antrenată de componenta în lei, al cărei ritm de

două cifre a decelerat – după o relativă stagnare în precedentele două trimestre –, sub influența unei noi scăderi a dinamicii înalte a creditelor pentru locuințe, însoțită de revenirea pe o traiectorie ușor descendentă a dinamicii creditelor pentru consum și alte scopuri. În schimb, soldul creditului în valută al acestui sector (exprimat în euro) și-a atenuat ușor declinul amplu în termeni anuali.

<sup>78</sup> Evaluare pe baza datelor trimestriale.

<sup>79</sup> Până la cea mai înaltă valoare din ultimii peste 13 ani, ca medie trimestrială.

<sup>80</sup> 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 30 iunie 2022 (de la 31 decembrie 2021). Plafonul de garanții de stat ce pot fi acordate în cadrul programului „IMM Invest România” în anul 2022 este în valoare de 7,5 miliarde lei, din care 2,5 miliarde lei sunt alocate subprogramului „Agro IMM Invest”.

<sup>81</sup> Acestea includ creditele reînnoibile automat și creditele acordate pe descoperit de cont denumite în lei, a căror creștere deosebit de alertă a continuat să accelereze pe ansamblul intervalului aprilie-mai 2022, deși vizibil mai lent după saltul din trimestrul I.

<sup>82</sup> Evaluare pe baza datelor trimestriale.

## 4. Perspectivele inflației

Prognoza macroeconomică rămâne marcată de incertitudini deosebite, fiind strict condiționată de ipotezele referitoare la implicațiile în plan economic ale evoluției invaziei Rusiei în Ucraina. Astfel, scenariul de bază este fundamentat sub ipoteza unei atenuări a efectelor negative ale războiului începând cu anul 2023. De asemenea, se preconizează menținerea sancțiunilor impuse Rusiei pe tot intervalul proiecției și se presupune că nu vor fi necesare raționalizări pe scară largă ale consumului de energie în țările europene, care să perturbe semnificativ activitatea economică.

Pe termen scurt, rata anuală a inflației IPC se va menține la niveluri ridicate, îndeosebi pe fondul presiunilor asupra inflației de bază, dar și a celor asupra prețurilor energetice, sub impactul suprapunerii unor șocuri multiple de natura ofertei. Pe termen mediu însă se anticipează diminuarea graduală a influențelor acestor șocuri, sub ipoteza detensionării graduale a piețelor *en gros* de energie și a celor ale produselor agroalimentare, precum și a dispărării treptate a sincopelor în lanțurile globale de valoare adăugată. În cazul prețurilor energiei, ca și în runda precedentă, a fost adoptată ipoteza de lucru a revenirii acestora la niveluri contractuale actualizate în aprilie 2023, la expirarea măsurilor de plafonare existente în prezent în legislație. În aceste condiții, rata anuală a inflației IPC se va înscrie pe o traiectorie descendentă din trimestrul IV al anului curent, cu o întrerupere temporară a tendinței în trimestrul II 2023. Valorile prognozate pentru finalul anului curent și al celui viitor sunt de 13,9 la sută și, respectiv, 7,5 la sută, revizuite în sus cu 1,4 puncte procentuale și, respectiv, 0,8 puncte procentuale. La orizontul prognozei, iunie 2024, nivelul proiectat este de 2,3 la sută, pe fondul manifestării unui efect de bază substanțial. Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a rămâne înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria descrisă în scenariul de bază, îndeosebi pe termen scurt.

### Scenariul de bază

#### 4.1. Ipoteze externe

Comparativ cu *Raportul* anterior, climatul economic extern a cunoscut o deteriorare. Creșterea economică a încetinit, deși de o manieră graduală până la acest moment, iar dinamica generalizată a prețurilor a fost revizuită semnificativ în sens ascendent. Aceste mișcări au avut loc în contextul evoluțiilor nefavorabile ale prețurilor la energie și alimente, al deteriorării importante a încrederii pe piețele financiare și al reamplificării sincopelor în lanțurile globale de valoare adăugată. În plus, riscul

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

|  | valori medii anuale |      |
|--|---------------------|------|
|  | 2022                | 2023 |
| Creșterea economică în UE efectiv (%)                          | 3,0                 | 1,5  |
| Inflația anuală din zona euro (%)                              | 7,5                 | 3,7  |
| Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%) | 4,4                 | 3,3  |
| Inflația anuală IPC SUA (%)                                    | 7,4                 | 3,2  |
| Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)                       | 0,0                 | 1,6  |
| Cursul de schimb dolar SUA/euro                                | 1,06                | 1,07 |
| Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)                     | 103,0               | 88,3 |

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

pandemic a redevenit relevant, în condițiile apariției și intensificării unor semnale nefavorabile în rândul mai multor parteneri comerciali ai României.

Indicatorul PIB real UE efectiv, care aproximează cererea externă, a înregistrat un parcurs ușor favorabil în trimestrul I 2022, pe fondul evoluțiilor pozitive la nivelul producției și, implicit, al exporturilor. Pentru restul trimestrelor din anul curent se anticipează o decelerare mai consistentă a activității economice, grevată de prețurile ridicate la produsele energetice și materiile prime alimentare, de persistența sincopelor în lanțurile de aprovizionare, dar și de nivelul general ridicat al incertitudinii. În același timp, pe termen scurt, eliminarea restricțiilor pandemice acționează

în sensul susținerii creșterii economice, pe fondul acumulării anterioare a unui exces de economisiri, erodat însă parțial, în termeni reali, de nivelul ridicat al inflației. În acest context, pentru anul curent și (mai pronunțat) pentru cel viitor, dinamica PIB UE efectiv a fost revizuită în jos comparativ cu *Raportul* anterior (Tabel 4.1). La rândul său, deviația cererii externe efective a fost revizuită la valori negative mai accentuate până la începutul anului viitor, ulterior urmând a se corecta gradual și a trece în teritoriul pozitiv la începutul anului 2024, cu un an și jumătate mai târziu față de *Raportul* precedent. Astfel, până la sfârșitul anului viitor, cererea externă va exercita un impact restrictiv asupra activității economice interne.

Presiunile inflaționiste rămân excepțional de ridicate pe termen scurt, pe seama prețurilor materiilor prime și ale alimentelor, dar și a blocajelor de aprovizionare și a efectului asupra cererii al eliminării restricțiilor pandemice. În acest context, rata medie anuală a inflației din zona euro (IAPC) a fost reevaluată ascendent, fiind anticipată a atinge 7,5 la sută în 2022 și 3,7 la sută în 2023 (față de 5,6 la sută și, respectiv, 2,1 la sută în *Raportul* anterior). În profil trimestrial, ulterior punctului de maxim din trimestrul III 2022 (8,2 la sută), rata anuală a inflației din zona euro este proiectată pe o traiectorie descendentă, menținându-se însă peste nivelul de 2 la sută până la orizontul de prognoză. În absența altor șocuri, reducerea ratei inflației pe parcursul intervalului de prognoză reflectă în principal corecția treptată a prețurilor materiilor prime, implicit și temperarea prețurilor la produsele energetice și la cele alimentare și normalizarea politicii monetare. Similar ratei inflației *headline*, și rata medie anuală a inflației IAPC exclusiv energia<sup>83</sup> a fost revizuită în sens ascendent, la 4,4 la sută în 2022 și, respectiv, 3,3 la sută în 2023 (comparativ cu 3,1 la sută și, respectiv, 2,1 la sută în *Raportul* anterior). În profil trimestrial, rata anuală a inflației IAPC exclusiv energie ajunge la un maxim local de 5 la sută în trimestrele III și IV ale anului curent, ulterior poziționându-se pe o traiectorie descendentă, până la 2,4 la sută la orizontul de prognoză.

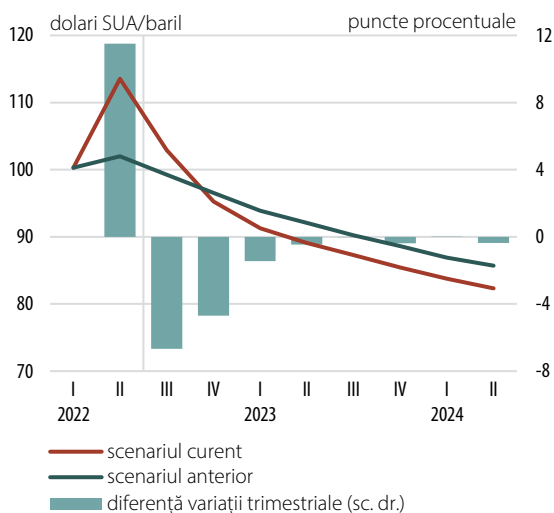
<sup>83</sup> O măsură a inflației de bază a zonei euro.



La ședința din 21 iulie, Banca Centrală Europeană a decis majorarea celor trei rate-cheie ale dobânzii cu 50 puncte de bază și a aprobat un instrument în vederea realizării unei transmisii eficiente a politicii monetare la nivelul tuturor țărilor membre (engl. *Transmission Protection Instrument*). Măsurile adoptate sprijină revenirea, pe termen mediu, a inflației în intervalul țintei, prin întărirea ancorării așteptărilor de inflație și asigurarea ajustării corespunzătoare a condițiilor de cerere. Este de așteptat ca BCE să continue întărirea politicii monetare și la următoarele ședințe. În acest context, rata nominală a dobânzii EURIBOR 3M este anticipată să crească treptat până la orizontul proiecției. Rata reală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este evaluată a fi puternic stimulativă pe termen scurt, pe fondul creșterii anticipațiilor de inflație din zona euro. Ulterior, temperarea anticipațiilor de inflație împreună cu majorarea graduală a ratei nominale a dobânzii EURIBOR la 3 luni vor determina creșterea ratei reale a dobânzii până la valori aproape nule în trimestrul II 2024.

Traectoria cursului de schimb al euro față de dolarul american rămâne marcată de incertitudini ample. Pe termen scurt, se estimează o continuare a tendinței de depreciere a monedei europene în raport cu dolarul american, în condițiile unei expunerii mai ridicate a zonei euro la războiul din Ucraina, dar și ale unui proces de normalizare a politicii monetare care a început mai devreme și a avansat mai rapid în cazul Fed comparativ cu BCE. Ulterior, pe fondul temperării efectelor menționate anterior, prognoza prevede o apreciere a monedei euro până spre finele intervalului de proiecție.

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



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

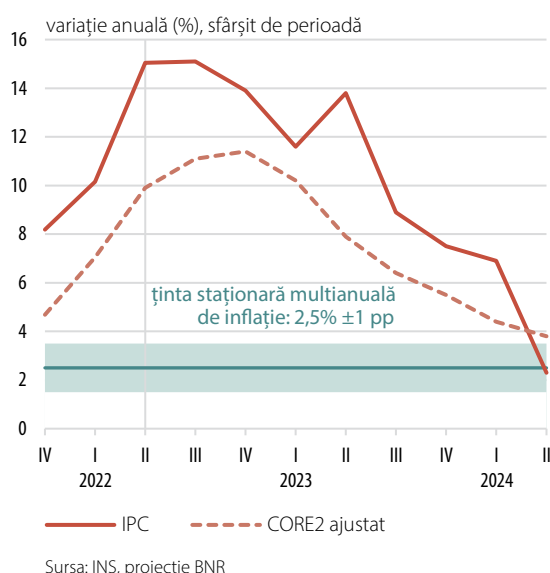
Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent a fost fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede o traiectorie descendentă, pe fondul îngrijorărilor cu privire la riscul încetinirii activității economice la nivel global ori chiar al înregistrării unei recesiuni. Astfel, la orizontul proiecției, prețul petrolului Brent este prognozat să atingă nivelul de 82 USD/baril (Grafic 4.1). Printre determinanți se află, pe latura ofertei: (i) pe de o parte, avansarea pachetului de sancțiuni asupra importului de petrol rusesc, iar pe de altă parte; (ii) angajamentul țărilor membre OPEC de a spori producția zilnică de țiței (atingând noi niveluri maxime). Pe latura cererii, se evidențiază: (i) înăsprirea generală a politicii monetare a băncilor centrale, conducând la încetinirea economiei globale și creșterea riscului de recesiune; (ii) posibilitatea izbucnirii unui nou val pandemic (în particular, în China), limitând astfel cererea globală, suprapuse, pe termen scurt;

(iii) aprecierea dolarului american în raport cu majoritatea monedelor cotate. Proiecția evoluției viitoare a prețului petrolului este în continuare grevată de incertitudini ridicate.

## 4.2. Perspectivele inflației

Conform scenariului de bază actualizat, rata anuală a inflației IPC se va menține la niveluri ridicate pe parcursul trimestrului III, apropiate de valoarea înregistrată în iunie (15,1 la sută), depășind, însă, valorile proiectate în *Raportul* din luna mai. Evoluția este anticipată pe fondul presiunilor asupra inflației de bază, sub impactul continuării suprapunerii unor șocuri multiple de natura ofertei (criza energetică, blocajele din lanțurile de aprovizionare, efectele războiului din Ucraina asupra cotațiilor mărfurilor agroalimentare, perspectivele nefavorabile induse de seceta pedologică și atmosferică asupra producției vegetale din Europa). În sens contrar va acționa contribuția componentelor exogene la dinamica anuală a IPC, care se va reduce ușor, în contextul unor efecte de bază favorabile, asociate scumpirilor energiei din a doua jumătate a anului trecut (în special în lunile iulie și octombrie). În absența altor informații disponibile, scenariul de bază ia în considerare doar măsurile de plafonare

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat



Tabel 4.2. Rata anuală a inflației IPC și CORE2 ajustat în scenariul de bază

|                          | variație anuală (%), sfârșit de perioadă |      |      |      |     |     |      |     |
|--------------------------|--|------|------|------|-----|-----|------|-----|
|                          | 2022                                     |      | 2023 |      |     |     | 2024 |     |
|                          | T3                                       | T4   | T1   | T2   | T3  | T4  | T1   | T2  |
| Țintă (valoare centrală) | 2,5                                      | 2,5  | 2,5  | 2,5  | 2,5 | 2,5 | 2,5  | 2,5 |
| Proiecție IPC            | 15,1                                     | 13,9 | 11,6 | 13,8 | 8,9 | 7,5 | 6,9  | 2,3 |
| Proiecție IPC*           | 15,3                                     | 13,7 | 11,3 | 13,1 | 8,2 | 7,1 | 6,4  | 1,9 |
| Proiecție CORE2 ajustat  | 11,1                                     | 11,4 | 10,2 | 7,9  | 6,4 | 5,5 | 4,4  | 3,8 |

\*) calculat la taxe constante

a prețurilor energiei electrice și gazelor naturale legiferate la momentul redactării acestui *Raport*, a căror implementare va continua până în martie 2023. Începând cu luna aprilie 2023 a fost adoptată ipoteza de lucru a revenirii prețurilor la niveluri contractuale actualizate (determinate pe baza mecanismelor pieței liberalizate), ceea ce va implica majorări însemnate la acest orizont. Totuși, sub ipoteza unei relative detensionări treptate a piețelor *en gros* pe termen mediu, sunt prognozate atenuări ale prețurilor energiei în a doua parte a intervalului de proiecție. De asemenea, în paralel cu diminuarea presupusă a efectelor negative ale războiului după finele anului curent, este anticipată stabilizarea și, ulterior, inversarea tendinței ascendente a cotațiilor mărfurilor agroalimentare, contribuind la reducerea graduală a presiunilor din partea costurilor de producție asupra inflației de bază. În aceste condiții, rata anuală a inflației IPC se va înscrie pe o traiectorie descendentă din trimestrul IV al anului curent, cu o întrerupere temporară a tendinței în trimestrul II 2023, la ieșirea din vigoare a plafonării prețurilor la energia electrică și gazele naturale. Indicatorul este prognozat să atingă 13,9 la sută la finele anului curent și 7,5 la sută în decembrie 2023 (Grafic 4.2, Tabel 4.2). La orizontul proiecției, trimestrul II 2024, rata anuală a inflației este proiectată la 2,3 la sută, sub influența unui puternic efect de bază, asociat ieșirii din baza de calcul a majorării prețurilor energiei electrice și gazelor naturale din aprilie 2023. Contribuția grupei „energie”<sup>84</sup> la dinamica anuală a IPC la finele celor

<sup>84</sup> Combustibili, energie electrică și gaze naturale.

doi ani este anticipată la 4,6 puncte procentuale și, respectiv, 3,2 puncte procentuale, valori revizuite în sus comparativ cu *Raportul* anterior (cu 0,9 puncte procentuale și, respectiv, cu 0,4 puncte procentuale), pe fondul evoluțiilor recente nefavorabile ale cotațiilor *futures* pe piețele europene<sup>85</sup>.

Comparativ cu valorile proiectate în *Raportul asupra inflației* din mai 2022, dinamica anuală a inflației IPC se plasează la niveluri mai ridicate pe tot intervalul proiecției. Astfel, la finele anului curent, revizuirea este de +1,4 puncte procentuale, iar la sfârșitul anului viitor de +0,8 puncte procentuale. La acestea contribuie în mod semnificativ grupa „energie”, în timp ce componentele exogene non-energetice au un aport crescut, cu precădere în prima parte a intervalului. Și contribuția inflației de bază a fost reevaluată în sus pe tot intervalul, în special pe parcursul anului viitor.

Pe termen scurt, până la finalul anului, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este prognozată să își continue parcursul ascendent, atingând 11,4 la sută în luna decembrie (Grafic 4.2, Tabel 4.2), sub impactul suitei de șocuri de ofertă receptate în perioadele recente, la care se adaugă accelerarea ritmului de creștere a costurilor cu forța de muncă, precum și condițiile încă relativ favorabile de cerere. Presiuni suplimentare consistente provin și din partea creșterii anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici.

Pe termen mediu, sub ipoteza disipării treptate a efectelor negative ale războiului, este preconizată detensionarea piețelor de energie și ale mărfurilor agroalimentare, precum și atenuarea sincopelor în lanțurile globale de aprovizionare. La rândul său, cererea excedentară din economie va continua să fie resorbită relativ alert pe intervalul de prognoză<sup>86</sup>, în timp ce dinamica prețurilor bunurilor din import<sup>87</sup> se va tempera, după atingerea unui punct de inflexiune pe parcursul trimestrului III 2022. Sub influența acestor factori, rata anuală a inflației de bază va scădea treptat de la începutul anului viitor, urmând să atingă 5,5 la sută în decembrie 2023 și 3,8 la sută la orizontul proiecției, iunie 2024.

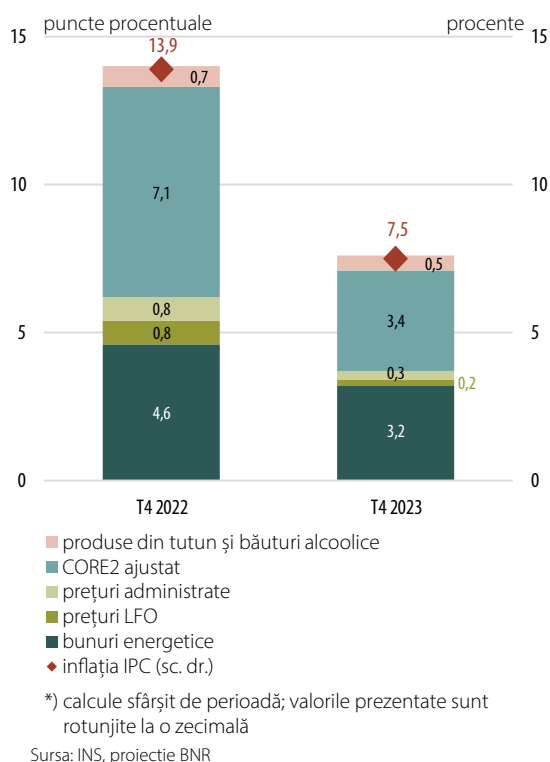
Comparativ cu prognoza publicată în luna mai, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sus, fiind anticipată la niveluri mai ridicate cu 0,5 puncte procentuale la finele anului curent, 0,7 puncte procentuale în decembrie 2023 și 0,2 puncte procentuale la orizontul prognozei precedente, martie 2024. Ajustarea în sus survine în principal pe fondul presiunilor mai accentuate relevate de datele statistice publicate ulterior *Raportului* din luna mai, respectiv evoluția recentă peste așteptări a cotațiilor agroalimentare și reevaluarea ascendentă a deviației PIB pentru prima parte a anului curent. În același sens acționează și revizuirea anticipațiilor inflaționiste (pe tot intervalul proiecției), afectate de persistența mai ridicată față de ipotezele anterioare a șocurilor de natura ofertei. Un factor distinct este reprezentat de majorarea TVA legiferată recent, cu intrare în vigoare la 1 ianuarie 2023, pentru băuturile cu zahăr (de la 9 la sută la 19 la sută) și serviciile de restaurant, catering, hoteluri

<sup>85</sup> Ocazionate inclusiv de informații privind posibilitatea sistării livrărilor de gaze din Rusia.

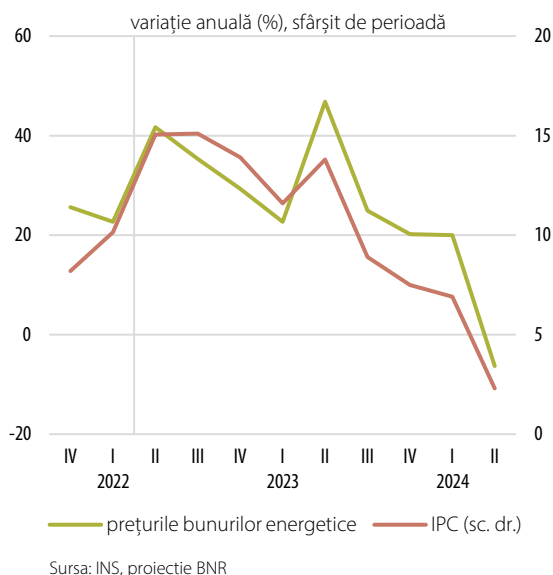
<sup>86</sup> Pentru detalii a se vedea Secțiunea 4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție.

<sup>87</sup> Aproximată pe baza ratei inflației IAPC exclusiv energie din zona euro. În ritm anual, aceasta a accelerat până la 5,4 la sută în iulie 2022, de la o valoare de 0,9 la sută în urmă cu un an.

Grafic 4.3. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC\*



Grafic 4.4. Inflația anuală IPC și a prețurilor bunurilor energetice



(de la 5 la sută la 9 la sută), având un impact temporar de +0,2 puncte procentuale asupra ratei anuale a inflației de bază (pe întreg parcursul anului viitor).

Ritmul anual de creștere a prețurilor bunurilor energetice este anticipat a înregistra o temperare semnificativă pe ambele segmente ale intervalului de proiecție, cu excepția trimestrului al doilea din anul 2023 (Grafic 4.4), în ipoteza în care schema de plafonare a prețurilor la energia electrică și gazele naturale nu va fi prelungită după luna martie a anului viitor. Atenuarea dinamicii componenteii „energie” are la bază măsurile adoptate de autorități privind sprijinirea populației prin plafonarea tarifelor la energie electrică și gaze naturale, efectul statistic de bază care urmează a se manifesta în al doilea semestru din 2022 (ca urmare a majorărilor semnificative de prețuri la energie din perioada corespunzătoare a anului 2021) și ipoteza unei relative detensionări treptate a piețelor *en gros* pe termen mediu. Aceste efecte dezinflaționiste sunt parțial contrabalansate de corecțiile ascendente ale cotațiilor internaționale ale produselor energetice în condițiile reducerii aprovizionării cu gaze în Uniunea Europeană de către Rusia. La factorii care acționează în sens nefavorabil se adaugă și majorarea pe piața locală a tarifului gazelor naturale și al celui pentru serviciul universal la energie electrică începând cu 1 iulie 2022, justificată de deteriorarea condițiilor din piață. Dinamica prețurilor combustibililor este anticipată a se menține la valori robuste, de două cifre, până la începutul anului viitor, însă sub maximul atins în trimestrul II 2022. Această evoluție este imprimată, în principal, de menținerea prețurilor ridicate ale țițeiului în contextul tensiunilor geopolitice și al controlului strict asupra producției OPEC+, dar și de reticența istorică a operatorilor economici de a realiza ajustări descendente ale prețurilor care ar putea fi justificate de factori fundamentali. Unele efecte dezinflaționiste sunt exercitate, în prima parte a intervalului de proiecție, de măsura de reducere a prețului la carburanți cu 50 de bani pentru trei

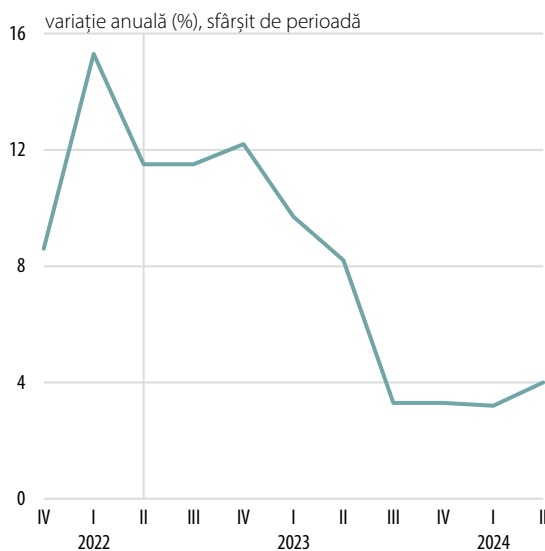
luni începând cu iulie 2022, aceasta urmând a se inversa cel mai probabil începând din luna octombrie. În a doua parte a intervalului de prognoză, rata anuală a inflației combustibililor este preconizată să înregistreze o temperare puternică (în linie cu cotațiile *futures*, care indică o serie de corecții descendente ale prețului țițeiului

începând din trimestrul III 2022 și până la sfârșitul intervalului proiecției), revenind la valori de o singură cifră.

În acest context, nivelul previzionat în cazul dinamicii anuale a prețurilor bunurilor energetice este de 29,3 la sută pentru finele anului curent și de 20,2 la sută pentru sfârșitul celui viitor (Grafic 4.3). O reducere substanțială este anticipată abia la orizontul proiecției (-6,3 la sută în iunie 2024), pe seama efectelor statistice de bază și în ipoteza disipării presiunilor inflaționiste curente. Față de *Raportul asupra inflației* precedent, rata anuală a inflației bunurilor energetice pentru sfârșitul anului curent a fost revizuită ascendent cu 5,7 puncte procentuale și cu 2,5 puncte procentuale pentru decembrie 2023, în condițiile celor mai recente informații vizând evoluțiile nefavorabile ale cotațiilor *futures* pe piețele europene de energie.

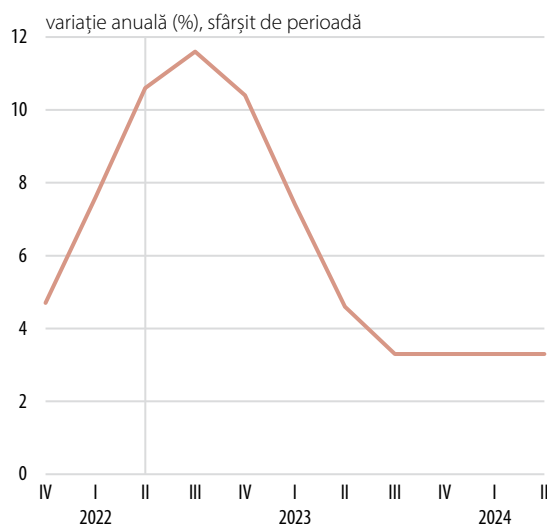
Pentru finele anului 2022, dinamica anuală a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) este prevăzută a se situa la un nivel relativ înalt, de 12,2 la sută (Grafic 4.5), pe fondul majorării costurilor de producție cu energia, transportul, îngrășămintele, dar și al unor condiții meteorologice nefavorabile. În 2023, sub ipoteza înregistrării unei producții agricole normale, se așteaptă o decelerare a dinamicii anuale până la 3,3 la sută la finele anului. Comparativ cu prognoza anterioară, valoarea pentru decembrie 2022 este mai redusă cu 3 puncte procentuale, în contextul înregistrării unor evoluții mai favorabile în perioada recentă, iar pentru finele anului 2023 reevaluarea este marginală.

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor administrate



Sursa: INS, proiecție BNR

Scenariul de evoluție a grupei produselor cu prețuri administrate este fundamentat în principal pe baza evoluțiilor istorice și anticipează creșteri anuale ale prețurilor aferente de 10,4 la sută pentru finele anului curent și 3,3 la sută pentru sfârșitul celui viitor (Grafic 4.6). Prognoza pentru anul curent reflectă o serie de scumpiri semnificative la nivel local pentru serviciile de apă, canal, salubritate, precum și ale biletelor CFR, pe fondul majorării costurilor. Valoarea previzionată pentru decembrie

2022 a fost revizuită în sens ascendent cu 4,3 puncte procentuale față de nivelul din *Raportul precedent*, în timp ce pentru finele anului viitor reevaluarea este marginală (-0,1 puncte procentuale).

Dinamica anuală a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este prognozată la 8,1 la sută la finele anului curent și la 6,1 la sută la sfârșitul anului viitor. Traectoria a fost fundamentată în principal pe baza majorărilor de acciză prevăzute în legislație, inclusiv a celei recent legiferate pentru luna august (atât în cazul produselor din tutun, cât și al băuturilor alcoolice), dar luând în considerare și comportamentul operatorilor din acest domeniu privind ajustarea prețului final. Față de proiecția precedentă, nivelurile au fost revizuite ascendent pentru decembrie 2022 (+1,3 puncte procentuale), pe fondul impactului majorării accizelor din luna august, și marginal descendent pentru finele anului viitor (-0,2 puncte procentuale).

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele ale energiei electrice și ale gazelor naturale, prețurile volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor, produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este previzionată la 6,9 puncte procentuale la sfârșitul anului curent (explică 50 la sută din rata anuală a inflației) și la 4,2 puncte procentuale în decembrie 2023 (explică 56 la sută din rata anuală a inflației) (Grafic 4.3). Valorile sunt revizuite în sus comparativ cu cele din *Raportul precedent*, în principal ca urmare a anticipării unor evoluții mai puțin favorabile în cazul prețurilor energiei.

### 4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție<sup>88</sup>

#### Deviația PIB

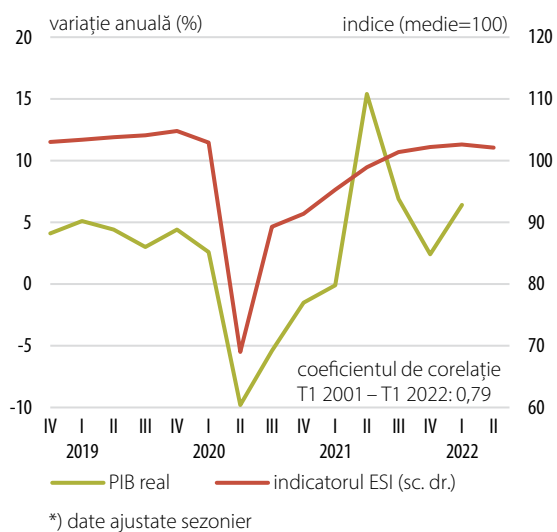
În trimestrul I al anului 2022, PIB real a înregistrat un avans deosebit de alert (+5,1 la sută în termeni trimestriali<sup>89</sup>), semnificativ peste așteptările formulate în *Raportul precedent*. Această valoare reflectă un aport amplu al componentelor reziduale (discrepanța statistică și variația stocurilor) și nu poate fi explicată decât parțial de către indicatorii economici cu frecvență ridicată. Contextul a necesitat aplicarea în procesul de modelare a unor ajustări<sup>90</sup>, cu rol de a filtra informația transmisă de datele statistice disponibile. Această etapă este critică din perspectiva evaluării cu acuratețe sporită a componente ciclice (și implicit a celei de *trend*) a PIB real, precum și a impactului acesteia asupra presiunilor inflaționiste manifestate în economie. Prognozele pe termen scurt, realizate folosind setul de date disponibile la momentul finalizării scenariului de bază, indică o cvasistagnare a PIB real în trimestrele II și III ale anului curent.

<sup>88</sup> 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.

<sup>89</sup> Comunicatul INS nr. 172 din 8 iulie 2022. De menționat este operarea de către INS a unei schimbări metodologice (modificarea specificației modelului utilizat pentru ajustarea sezonieră a seriei PIB real), ce a condus la revizuire istorice semnificative (cu precădere în perioada ulterioară declanșării pandemiei), imprimând, în același timp, o volatilitate sporită dinamicii trimestriale a PIB real.

<sup>90</sup> Ajustările au vizat PIB și componentele sale pentru perioada ulterioară declanșării pandemiei, caracterizată în ansamblul său de dificultăți în colectarea datelor statistice.

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



\*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Pe parcursul trimestrului II s-a evidențiat o înrăutățire a conjuncturii economice<sup>91</sup>, cu impact reflectat asupra tuturor componentelor cererii agregate. Astfel, după o relativă detensionare, la începutul anului, a blocajelor de aprovizionare de la nivel global, acestea sunt evaluate a se fi reintensificat, date fiind prelungirea războiului (implicit creșterea intensității sancțiunilor impuse Rusiei), menținerea politicii „zero COVID” în China și amplificarea crizei energetice, pe fondul reducerii livrărilor de gaze rusești țărilor europene spre finalul trimestrului. Mai mult, accelerarea ratei inflației, cu efect de erodare generalizată a puterii de cumpărare a veniturilor și, respectiv, înăsprirea standardelor de creditare, au contribuit la o încetinire a cererii de consum și, respectiv, a investițiilor. În plus, incertitudinea ridicată, sugerată de volatilitatea evoluțiilor din piețele financiare, și afectarea încrederii agenților economici

privind perspectivele economiei locale (Grafic 4.7) și globale (influențată inclusiv de normalizarea generalizată a conduitelor politicilor monetare) sunt apreciate a fi încetinit activitatea investițională. În acest sens, sunt de remarcat performanțele modeste, pe ansamblul lunilor aprilie-mai, ale construcțiilor și producției industriale interne și din zona euro. În schimb, în sens pozitiv asupra cererii agregate este evaluat a fi acționat dinamizarea cifrelor de afaceri în comerț și în servicii (inclusiv ca urmare a eliminării restricțiilor de mobilitate încă de la finalul trimestrului I).

În trimestrul III 2022, avansul prognozat al ratei inflației este anticipat a contribui la deteriorarea în continuare a resurselor cu potențial de a fi alocate consumului și investițiilor. Suplimentar, activitatea investițională, dar și schimburile comerciale sunt preconizate a resimți înrăutățirea perspectivelor economiilor principalilor parteneri comerciali. În ceea ce privește situația medicală, prognozele curente nu au în vedere implementarea unor restricții de mobilitate care ar genera un impact însemnat asupra activității economice. De menționat este însă creșterea incertitudinii privind evoluția crizei sanitare, în contextul avansului cazurilor noi de infectare, cu un decalaj temporal în raport cu evoluțiile înregistrate în unele țări ale zonei euro.

Similar rundei precedente, scenariul de bază al proiecției presupune că cele mai semnificative efecte economice ale războiului din Ucraina se vor produce în acest an, urmând ca acestea să scadă treptat în intensitate în anii următori. Magnitudinea efectelor proiectate a fost însă majorată față de *Raportul* anterior, reflectând deteriorarea tabloului economic.

<sup>91</sup> În cadrul suitei de indicatori cu frecvență ridicată monitorizați, în ultimele două luni ale trimestrului II, semnale mai puțin favorabile au provenit din partea indicatorului de încredere ESI, a consumului de energie electrică, a cotațiilor *Option Adjusted Spread*, a randamentelor titlurilor de stat cu maturitate de 10 ani și a indicilor VIX și Sentix.

Astfel, după avansul notabil înregistrat pe ansamblul anului trecut, creșterea medie anuală a PIB real este proiectată să rămână ridicată și în anul curent, urmând a încetini substanțial în cel succesiv. De subliniat este faptul că, în condițiile prognozei unei cvasistagnări a PIB real în trimestrele II și III, traiectoria pentru anul 2022 este indusă de ritmul alert din trimestrul I. În structură, creșterea medie anuală a PIB este proiectată să rămână imprimată de cea a consumului populației, la care se adaugă contribuția formării brute de capital fix, în accentuare pe parcursul anului următor. Aportul exporturilor nete este proiectat a rămâne negativ în 2022 și a fi aproximativ neutru în 2023.

Pe întregul interval de prognoză, influențe nefavorabile substanțiale, cu impact asupra tuturor componentelor cererii agregate, sunt generate de creșterea incertitudinii, de reacutizarea problemelor din lanțurile de producție și de aprovizionare și de majorarea costurilor cu materiile prime și cu energia, amplificate de persistența războiului din Ucraina. În același sens acționează și încetinirea proiectată a economiilor partenerilor externi (la rândul lor afectate de factorii menționați). Un aport favorabil este de așteptat să provină totuși din eforturile de valorificare a fondurilor europene din surse multiple<sup>92</sup> (inclusiv prin programul „Next Generation EU”, în care alocarea este condiționată de îndeplinirea cu strictețe a unor criterii de performanță).

Față de proiecția din *Raportul* anterior, ritmurile de creștere a economiei au fost revizuite în sus pentru anul 2022 și în jos pentru cel succesiv. Pentru anul curent, revizuirea este generată de avansul neașteptat de alert din trimestrul I, în timp ce pentru anul 2023 ajustarea reflectă amplitudinea mai ridicată a multiplelor șocuri nefavorabile care se întrepătrund, atât pe plan intern, cât și în cazul partenerilor comerciali externi.

Pe termen mediu, în condițiile aportului negativ al variației componente ciclice, PIB potențial are o contribuție esențială la creșterea economiei. Traiectoria indicatorului este evaluată a reveni pe termen mediu la ritmuri anuale robuste, apropiate de cele din perioada prepandemică (pentru „O evaluare a PIB potențial pentru România în context pandemic” pe baza unui model cu componente neobservabile, de dimensiuni relativ reduse, a se vedea Caseta 2). Comparativ cu *Raportul* precedent, pe parcursul acestui an, ritmul de creștere a PIB potențial a fost doar ușor reconfigurat în sens ascendent atât ca urmare a revizuirilor recente ale formării brute de capital fix, cât și a unor evoluții relativ mai optimiste pe piața muncii (e.g. indicatorul rata șomajului). Totuși, pentru anii succesivi, manifestarea de o manieră mai pronunțată și cu un caracter persistent a șocurilor adverse asociate crizei energetice și a blocajelor în lanțurile globale de valoare adăugată, amplificate de continuarea războiului din Ucraina, a condus la anumite reevaluări în jos față de prognoza precedentă ale ritmurilor de creștere a indicatorului.

<sup>92</sup> Cadru financiar multianual 2021-2027, programul „Next Generation EU” (2021-2026), prelungirea (derogatorie) a absorbției în Cadru financiar multianual 2014-2020, deși în cazul acestuia din urmă ultimele fonduri vor putea fi valorificate în 2023-2024.



## Caseta 2. O evaluare a PIB potențial pentru România în context pandemic

Declanșarea pandemiei COVID-19, și ulterior, plasarea economiei sub incidența unor șocuri multiple (restricții de mobilitate, probleme în lanțurile globale de producție și distribuție, majorări ample ale prețurilor produselor energetice) au indus o serie de efecte adverse și persistente asupra capacităților de producție. Nivelul PIB potențial este definit drept acel volum al PIB real atins prin utilizarea deplină a factorilor de producție (capital, forță de muncă și productivitate totală a factorilor – TFP) fiind, în același timp, consistent cu absența presiunilor inflaționiste. Deoarece este un concept teoretic, neobservabil în mod direct, evaluarea PIB potențial devine dificilă mai cu seamă în astfel de perioade<sup>93</sup>, caracterizate de multiple șocuri și, implicit, de o volatilitate ridicată a seriilor de date statistice.

În acest context, analiza de față are ca obiectiv realizarea unei evaluări a impactului crizei pandemice asupra dinamicii PIB potențial pentru România, folosind un model cu componente neobservabile, de dimensiuni relativ reduse (UCM, *Unobserved Components Model*), dezvoltat la nivelul Sistemului European al Băncilor Centrale<sup>94</sup>. De asemenea, în cadrul analizei sunt prezentate perspective privind o posibilă creștere sustenabilă a economiei și rolul esențial ce ar urma să revină într-un astfel de proces fluxurilor investiționale, inclusiv pe seama implementării proiectelor finanțate din fonduri europene.

Modelul UCM constă într-un filtru Kalman multivariat<sup>95</sup> în care sunt specificate legăturile dintre variabilele considerate a avea implicații asupra creșterii pe termen mediu și lung a economiei. Astfel, în model sunt incluse variabile precum nivelul PIB real, stocul de capital, populația în vârstă de muncă, rata șomajului, rata de participare a forței de muncă, numărul de ore lucrate, o măsură a ratei inflației de bază și dinamica salariilor. Specificarea dinamicii PIB potențial presupune definirea unei funcții de producție standard de tip Cobb-Douglas<sup>96</sup>. Alte relații incluse în model sunt Legea lui Okun (legătura dintre componentele ciclice ale ratei șomajului și, respectiv, ale PIB) și două curbe Phillips, care modelează creșterea prețurilor și, respectiv, dinamica salariilor.

Izbucnirea crizei pandemice la începutul anului 2020 a produs o serie de efecte adverse de amploare asupra economiei globale, cu impact de diminuare atât a cererii, cât și a ofertei de bunuri, având ca efect inclusiv o reducere abruptă a consumului de servicii, pe fondul măsurilor stricte privind realizarea distanțării sociale. În România, activitatea economică a suferit un declin puternic în trimestrul II<sup>97</sup> (cu impact major asupra dinamicii pe ansamblul întregului an, respectiv o contracție anuală de 3,7 la sută). Evoluția a reflectat atât șocul resimțit de sectoarele vulnerabile

<sup>93</sup> De exemplu, impactul crizei pandemice asupra PIB potențial la nivelul zonei euro este analizat în lucrări precum Bodnár *et al.* (2020). În cadrul studiului menționat se evaluau efecte adverse importante asupra indicatorului pe parcursul anilor 2020 și 2021, spre deosebire de robustețea proiecțiilor ce rezultau în urma exercițiilor desfășurate anterior crizei pandemice.

<sup>94</sup> Structura modelului este prezentată detaliat în Tănase și Pleșa (2020) sau Tóth (2021).

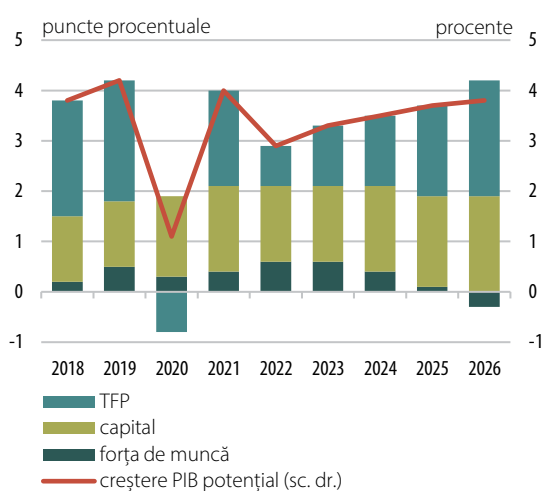
<sup>95</sup> Filtrul Kalman reprezintă un algoritm statistic care folosește un set de variabile (observabile) pentru a estima componente neobservabile de interes.

<sup>96</sup> O descriere în amănunt din punct de vedere teoretic a metodologiei funcției de producție este prezentată în Havik *et al.* (2014).

<sup>97</sup> Evaluările din cadrul acestei casete au la bază seriile istorice aferente Comunicatului INS nr. 85 din 8 aprilie 2022.

la măsurile de distanțare socială, cât și scăderea accelerată a cererii externe. Măsurile întreprinse de autorități pentru atenuarea propagării virusului au avut caracterul unic de restricții temporare severe de natura ofertei. Totodată, contextul a fost marcat de o deteriorare bruscă a încrederii agenților economici și de dificultăți resimțite la nivelul lanțurilor globale de valoare. În condițiile redresării rapide a economiei începând cu trimestrul III 2020, ceea ce a relevat caracterul temporar al pierderilor de capacitate de producție, deteriorarea activității economice s-a reflectat cu precădere în dinamica componentei ciclice și într-o măsură mai mică în cea a PIB potențial.

Grafic A. Evoluția PIB potențial și contribuțiile factorilor de producție



Sursa: evaluări BNR ce au la bază o serie de ipoteze de lucru privind dinamica pe termen lung a subcomponentelor factorilor de producție

Conform estimărilor modelului UCM (Grafic A), pe ansamblul anului 2020, dinamica PIB potențial a încetinit totuși cu aproximativ 3 puncte procentuale comparativ cu anul 2019. Aceasta a implicat în principal o contracție a trendului TFP (în condițiile unor pierderi importante de eficiență în utilizarea factorilor de producție), în vreme ce contribuțiile favorabile ale celorlalți factori s-au dovedit a fi mai persistente. Acumularea solidă a stocului de capital a avut drept resort reziliența investițiilor – o particularitate a economiei României în context european pe parcursul anului 2020<sup>98</sup>. În ceea ce privește forța de muncă, deteriorarea aportului acesteia (indusă atât de plasarea la niveluri mai ridicate a trendului ratei șomajului – NAIRU –, cât și de diminuarea numărului de ore lucrate) a fost atenuată de măsurile de sprijin adoptate de autorități odată cu declanșarea pandemiei.

Pe parcursul anului 2021 s-a estimat revenirea accelerată a PIB potențial, inclusiv pe seama unor efecte de bază importante, în contextul dispărării treptate a consecințelor adverse induse de criza pandemică. Traectoria a reflectat redresarea activității economice în majoritatea sectoarelor economiei. Revenirea a fost susținută simultan de aportul ridicat al stocului de capital, precum și de câștiguri de eficiență, în contextul schimbărilor resimțite la nivelul strategiei de afaceri a firmelor, al accelerării mai rapide a digitalizării și automatizării proceselor operaționale. Totuși, în sens negativ au acționat ascensiunea prețurilor bunurilor energetice și persistența problemelor în lanțurile de aprovizionare globale.

Rezultatele, finalizate la un moment în care datele efective descriau situația economică anterior conflictului din Ucraina, relevă o traiectorie a PIB potențial în continuare caracterizată de ritmuri anuale robuste. Traectoria ar sugera, în raport cu evoluțiile economice ale principalilor parteneri comerciali, o continuare a convergenței reale a economiei românești. Profilul contribuțiilor factorilor de producție și, implicit, cel al PIB potențial sunt configurate de un set complex

<sup>98</sup> După o creștere puternică în 2019, FBCF a înregistrat o dinamică anuală pozitivă și în 2020, pe fondul extinderilor lucrărilor în domeniul construcțiilor și al achizițiilor de tehnică de calcul și echipamente.

de ipoteze, inclusiv de natură tehnică, privind evoluția determinațiilor creșterii sustenabile a economiei (precum populația în vârstă de muncă, înzestrarea cu capital sau TFP). Totuși, suprapunerea și persistența unor factori precum criza energetică, sincopel în lanțurile de valoare și incertitudinea privind impactul economic pe termen mediu al conflictului militar din Ucraina ar putea conduce la revizuirii pronunțate în jos ale dinamicii indicatorului.

### Referințe

Bodnár, K., Le Roux, J., Lopez-Garcia, P., Szörfi, B. – „The impact of Covid-19 on potential output in the euro area”, *ECB Economic Bulletin*, No. 7/2020

Havik, K., Mc Morrow, K., Orlandi, F., Planas, C., Raciborski, R., Roger, W., Rössler, A., Thum-Thysen, A., Vandermeulen, V. – „The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps”, *European Economy Economic Papers*, No. 535, 2014

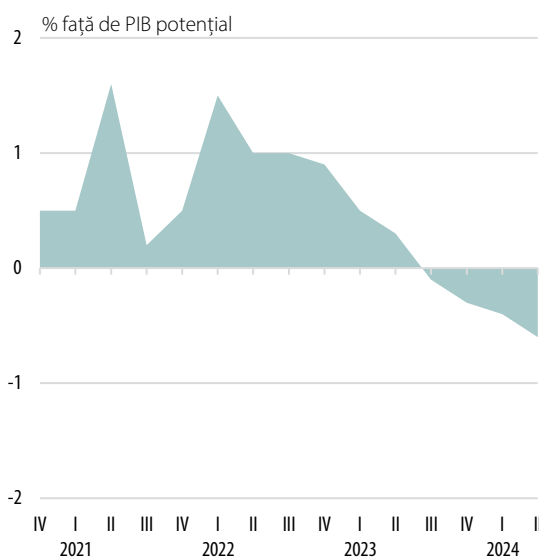
Tănase, A., Pleșa, G. – „O evaluare a PIB potențial pentru România”, *Caiete de Studii BNR nr. 52*, 2020

Tóth, M. – „A multivariate unobserved components model to estimate potential output in the euro area – A production function based approach”, *Working Paper Series No. 2523 ECB*, 2021

Principalul determinant al dinamicii PIB potențial este acumularea stocului de capital, al cărui aport reflectă perspective favorabile privind continuarea implementării unor proiecte viabile de investiții și demararea unora noi, impulsionate inclusiv prin intermediul fondurilor europene. La nivelul mediului investițional, încrederea agenților economici este însă periclitată de incertitudinea cu privire, pe de o parte, la evoluția și consecințele războiului, inclusiv a unor eventuale sistări ale livrărilor de

gaze rusești către țările europene, iar pe de altă parte, la persistența blocajelor în lanțurile globale de producție și aprovizionare, ce ar putea fi intensificate de accentuarea sau prelungirea restricțiilor de mobilitate impuse în China. Contribuția forței de muncă este anticipată a se menține relativ stabilă pe parcursul intervalului de proiecție (reflectând tendințele ratei de activitate și ale șomajului), traiectoria acesteia fiind însă revizuită în jos față de *Raportul precedent*. Pe termen mai lung, sunt preconizate a acționa în sens nefavorabil evoluțiile demografice și sociale din România, în particular, anticiparea unui ritm alert de scădere a populației în vârstă de muncă. Aportul trendului productivității totale a factorilor de producție (TFP), deși vizibil afectat de șocurile descrise anterior, reflectă în perspectivă eforturile de adaptare și re tehnologizare ale capacităților productive și de continuare a digitalizării<sup>99</sup>. În contextul economic actual, devine

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

<sup>99</sup> Aprecieri formulate pe baza studiului „Digitalizarea în companiile din România” (octombrie 2021), MKOR Consulting. Totuși, *Raportul anual* cu privire la *Indicele economiei și societății digitale (DESI)* din 2021 încă plasează România pe ultima poziție în cadrul UE, cu un nivel peste medie doar în sectorul Conectivitate.

astfel esențială eficientizarea utilizării resurselor, proces impulsionat inclusiv de atragerea de fonduri prin intermediul programului „Next Generation EU”.

După reamplificarea relativ moderată din trimestrul I 2022, *gap*-ul PIB este proiectat a se resorbi complet în următoarele trimestre (Grafic 4.8), în contextul șocurilor nefavorabile (cu impact asupra cererii agregate interne și, respectiv, a celei externe), al normalizării politicii monetare și al probabilei consolidări fiscale. *Gap*-ul PIB intră în teritoriul negativ în a doua parte a anului 2023 și atinge valoarea de -0,6 la sută la orizontul prognozei (trimestrul II 2024)<sup>100</sup>.

Față de *Raportul* precedent, traiectoria deviației PIB este caracterizată de o pantă descendentă mai pronunțată. Revizuirea în sus din trimestrul I 2022 (ce reflectă în principal creșterea peste așteptări a economiei din această perioadă) are efecte persistente în reconfigurarea indicatorului și în trimestrele următoare. Pe termen scurt, modificarea pantei este indusă de cvasistagnarea anticipată a economiei din următoarele două trimestre (dinamica PIB real fiind, pe ansamblul perioadei, revizuită în jos față de prognoza precedentă). În același sens acționează și reevaluarea tracțiunii din partea cererii partenerilor comerciali externi, impactul fiind mai accentuat pe termen mediu.

### Componentele cererii agregate

Pe fondul escaladării incertitudinii și al erodării în continuare a puterii de cumpărare, dinamica consumului final (antrenat de cel individual al gospodăriilor populației<sup>101</sup>) este anticipată în ușoară decelerare în anul curent și, într-o manieră mai pronunțată, în cel viitor. În acest an și la începutul celui următor, impactul șocurilor adverse asupra venitului real al gospodăriilor populației este atenuat de măsurile de plafonare a prețurilor energiei electrice și ale gazelor naturale, dar și de cele sociale ce vizează unele categorii de populație cu o înclinație mai ridicată pentru consum<sup>102</sup>. În condițiile erodării ratelor nominale ale dobânzilor în creștere, de așteptările și mai ridicate de inflație ale agenților economici, pe de o parte, la nivelul unor gospodării (mai ales în cazul celor din decilele superioare de venit), nu este exclusă producerea unui efect de substituție intertemporală, generând un impact favorabil asupra consumului prezent. Pe de altă parte, pe fondul incertitudinii ridicate, ar putea exista o preferință mai mare a unei părți a populației fie de a-și achita în avans datoriile acumulate, fie de a-și spori volumul economisirilor. Totuși, în cazul gospodăriilor ce dispun de resurse financiare limitate, ar putea domina efectul diminuării venitului disponibil real, ceea ce ar implica o realocare a resurselor către bunurile de strictă necesitate, impactul asupra consumului total fiind unul nefavorabil.

<sup>100</sup> Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este imprimată de cea a consumului final, în timp ce deviația FBCF este ușor ascendentă. Deviațiile exporturilor și ale importurilor exercită o contribuție netă negativă cvasiconstantă.

<sup>101</sup> Consumul individual al gospodăriilor populației a înregistrat o creștere alertă în primul trimestru al anului curent, evoluție ce imprimă o ușoară amplificarea dinamicii medii anuale prognozate pentru anul 2022.

<sup>102</sup> Suplimentar deciziei din luna februarie 2022 de extindere a schemei de plafonare a facturilor la utilități pentru consumatorii casnici până la 31 martie 2023, noi măsuri cu caracter social au fost adoptate în perioada recentă: (i) acordarea, începând cu luna iulie până la finele anului 2022, o dată la două luni a unor tichete sociale persoanelor cu venituri reduse; (ii) acordarea unei indemnizații *one-off* în luna iulie 2022 persoanelor având pensia mai mică sau egală cu 2.000 lei; (iii) reducere parțial compensată de către stat a prețurilor carburanților, pentru o perioadă de trei luni (iunie-septembrie).

Formarea brută de capital fix este proiectată a cunoaște o temperare însemnată de ritm<sup>103</sup>, având astfel o contribuție moderată, pe parcursul anului curent, la creșterea PIB. Traectoria componentei este afectată de incertitudinea asociată desfășurării războiului din Ucraina, concomitent cu persistența sincopelor din lanțurile globale de producție și distribuție. Efectele acestor blocaje s-au resimțit în industria autohtonă prin intermediul creșterilor prețurilor materiilor prime și ale bunurilor energetice, în pofida unei detensionări, care s-a dovedit a fi doar temporară, la începutul anului curent. O eventuală agravare a crizei energetice pe fondul extinderii setului de sancțiuni impuse Rusiei și al unei posibile sistări a livrărilor de gaze poate conduce la erodarea în perspectivă a acumulărilor de capital. Pe termen mediu și mai lung, formarea brută de capital fix este totuși preconizată a fi impulsionată de eforturile de atragere de fonduri europene (în special a celor prin intermediul programului „Next Generation EU”).

În plan extern, dinamicile în termeni reali ale exporturilor și importurilor sunt proiectate în decelerare pe termen mediu, imprimând o contribuție negativă a exporturilor nete la creșterea PIB în 2022 și aproximativ neutră în 2023. În contextul incertitudinii ridicate pe plan mondial cu privire la consecințele războiului și la repercusiunile unor eventuale întreruperi ale furnizării de gaze naturale de către Rusia, efecte adverse indirecte asupra economiei românești ar putea fi generate prin intermediul canalului comercial, în pofida unei expuneri relativ reduse a României în relațiile bilaterale cu Rusia și Ucraina<sup>104</sup>. Fluxurile comerciale sunt în continuare anticipate a fi afectate de funcționarea cu dificultate a lanțurilor globale de valoare adăugată<sup>105</sup> și de stocurile reduse ale unor bunuri intermediare utilizate intensiv în industrii precum cea auto sau a echipamentelor electrice (de exemplu, microcipurile). Suplimentar, temperarea activității economice a principalilor parteneri comerciali ai României, inclusiv pe fondul deteriorării puterii de cumpărare, este de natură a exercita un efect negativ asupra fluxurilor comerciale.

Prin urmare, exporturile de bunuri și servicii sunt proiectate a fi afectate pe termen scurt și mediu de creșterile generalizate ale prețurilor materiilor prime și de temperarea cererii partenerilor externi. O revigorare a activității economice externe este așteptată a avea loc abia în ultima parte a intervalului de proiecție, condiționată însă de ipoteza unei atenuări a intensității războiului din Ucraina după finele anului curent. Cursul de schimb real efectiv este anticipat a exercita un efect restrictiv asupra competitivității prin preț a produselor românești. Pe de altă parte, un aport favorabil la creșterea productivității și, implicit, a competitivității externe pe termen mediu l-ar putea avea atragerea de fonduri europene prin programul „Next Generation EU”. Importurile de bunuri și servicii sunt anticipate a înregistra ritmuri de creștere anuale consistente, dar în decelerare pe parcursul intervalului de prognoză, reflectând evoluțiile componentelor cererii interne și, respectiv, ale exporturilor.

<sup>103</sup> Pe parcursul anului 2022, evoluția componentei înglobează, de asemenea, și un efect negativ de reportare (engl. *carry-over*) provenit din comprimarea componentei din a doua jumătate a anului precedent.

<sup>104</sup> Raportat la totalul general al importurilor României (cuprinzând, așadar și restul categoriilor de bunuri), cele de combustibil având sursă directă Rusia au avut o pondere de circa 2,4 la sută. Această valoare reflectă expunerea directă față de această țară, fără a surprinde însă potențiale lanțuri globale de distribuție care implică comerțul internațional cu Rusia.

<sup>105</sup> Cea mai recentă prognoză pentru zona euro a BCE (iunie 2022) prevede disiparea graduală a blocajelor de distribuție până la finalul anului 2023.

După ce, în anul 2021, ponderea deficitului de cont curent în PIB a înregistrat o creștere până la 7 la sută (față de 5 la sută în 2020), pentru anul curent scenariul de bază al prognozei prefigurează o posibilă nouă amplificare<sup>106</sup> a indicatorului. Această evoluție provine atât pe fondul deteriorării balanței bunurilor, sub impactul majorărilor generalizate ale prețurilor materiilor prime, cât și al încetinirii cererii principalilor parteneri comerciali, cu efecte adverse asupra exporturilor de bunuri și servicii. Totodată, în contextul prelungirii crizei energetice, sunt imprimare influențe adverse asupra prețurilor bunurilor din import. Pe termen mediu, dezechilibrul extern este prognozat a se poziționa pe o traiectorie descendentă, anticipându-se totuși o îmbunătățire graduală, atribuită inclusiv unui progres probabil al procesului de consolidare fiscală, dar și ipotezei detensionării treptate a problemelor în lanțurile globale de producție și distribuție.

Deficitul de cont curent se prefigurează a rămâne doar parțial finanțat prin fluxuri stabile, non-generatoare de datorie externă, pe întregul interval al proiecției. După suprapermanța înregistrată în 2021, volumul intrărilor de investiții străine directe, exprimate ca pondere în PIB, este anticipat a resimți efectele adverse persistente asociate crizei energetice, ceea ce va eroda, într-o anumită măsură, climatul investițional. Astfel, pe termen mediu, se proiectează o stagnare ca pondere în PIB a fluxurilor non-generatoare de datorie, în contextul îngrijorărilor cu privire la încetinirea economică. În același timp, perspective favorabile sunt asociate transferurilor de capital, pe fondul suprapunerii atragerii de fonduri europene din surse multiple: 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, conform mecanismului de transmisie, 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 efectiv<sup>107</sup> al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici.

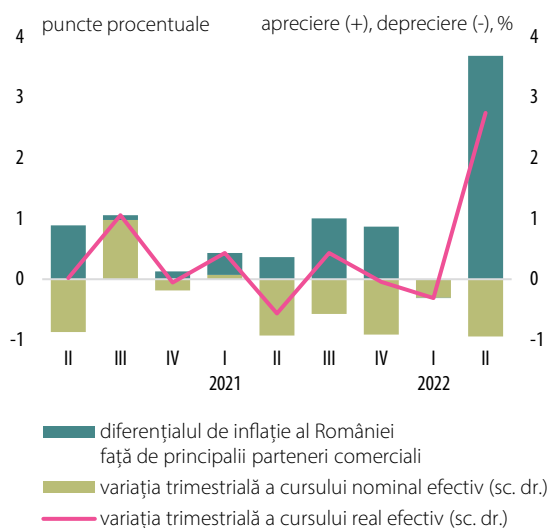
Reflectând continuarea procesului de normalizare a conduitei politicii monetare, scenariul de bază al prognozei prevede, similar runde anterioare, reducerea graduală a caracterului stimulat al condițiilor monetare reale în sens larg pe parcursul anului curent și la începutul celui următor. Ulterior, până la orizontul prognozei, condițiile monetare reale în sens larg se vor plasa la valori restrictive, având ca efect eliminarea treptată a presiunilor inflaționiste din partea cererii agregate din economie.

În structura condițiilor monetare reale în sens larg, ratele reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și la depozitele noi la termen sunt anticipate a avea un impact cumulat stimulat, indus preponderent de majorarea așteptărilor privind inflația ale agenților

<sup>106</sup> În trimestrul I 2022, deficitul contului curent s-a accentuat până la valori în jurul a 7,8 la sută din PIB nominal (valori cumulate pe patru trimestre).

<sup>107</sup> 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.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

economici. Pe termen mediu, însă, acesta se va eroda treptat până la valori neutre înregistrate la sfârșitul anului viitor, devenind ulterior restrictive. Această dinamică va avea loc pe fondul încorporării efectului deciziilor anterioare și al celor proiectate de politică monetară în dinamica ratelor nominale ale dobânzilor, în paralel unei corecții descendente graduale a anticipațiilor de inflație. Cursul de schimb real efectiv (Grafic 4.9) este estimat a exercita, prin intermediul canalului exporturilor nete, o contribuție restrictivă până la orizontul prognozei, în contextul aprecierii în termeni reali a monedei naționale, asociată efectului dominant al poziționării ratei interne a inflației peste cea a partenerilor comerciali din zona euro.

Aportul stimulat al efectului de avuție și de bilanț este evaluat a se disipa treptat pe parcursul următoarelor trimestre, devenind cvasineutru

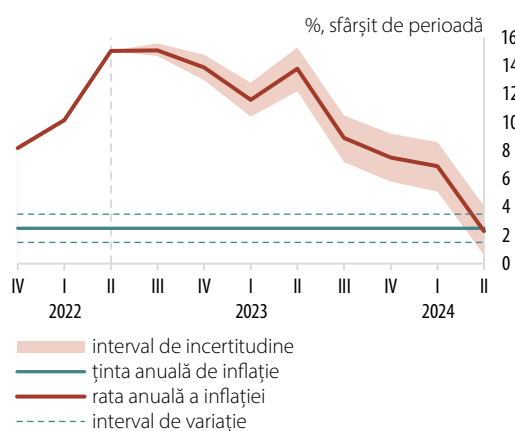
de la jumătatea anului 2023. În structură, dinamica acestuia va fi determinată de reconfigurarea semnificativă în sus a ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni), pe fondul reducerii treptate a anticipațiilor de inflație din zona euro, dar și al deciziei recente a BCE de inițiere în pași mai alerți a normalizării conduitei politicii monetare, reflectate de ratele dobânzilor. Prima de risc suveran exercită un impact restrictiv, poziționarea indicatorului reflectând într-o anumită măsură și percepția mai puțin favorabilă a investitorilor față de plasamentele în active financiare ale țărilor aflate în proximitatea geografică a zonei de război din Ucraina. În același timp, cu precădere în cazul României, persistă vulnerabilitățile asociate deficitelor bugetare și de cont curent. Efectul dinamicii deviației cursului de schimb real efectiv al leului este cvasineutru.

Deciziile Consiliului de administrație al BNR urmăresc ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, precum și stimularea economisirii prin creșterea ratelor dobânzilor bancare, în vederea readucerii durabile a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

#### 4.4. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a rămâne înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria descrisă în scenariul de bază, îndeosebi pe termen scurt. Similar *Raportului* precedent, incertitudini pronunțate sunt asociate evoluțiilor și implicațiilor viitoare ale războiului din Ucraina, cu impact potențial mai persistent și mai amplu decât cel avut în vedere în scenariul de bază asupra lanțurilor globale de valoare adăugată, implicit și asupra prețurilor bunurilor energetice și ale altor materii prime. De asemenea, noi majorări de prețuri s-ar putea materializa în cazul bunurilor agroalimentare, pe fondul secetei prelungite

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



de la nivel european. Totodată, nu este exclusă și manifestarea anumitor presiuni cu caracter dezinflaționist, precum potențiale ajustări descendente ale prețurilor bunurilor energetice, pe fondul unei finalizări mai rapide a războiului comparativ cu evoluția previzionată în scenariul de bază (Grafic 4.10) sau, pe plan intern, ca urmare a unei posibile prelungiri a schemelor de plafonare a prețurilor gazelor naturale și energiei electrice la consumatorii casnici. Tot pe plan intern, riscurile asociate conduitei viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, dar și evoluțiile din piața muncii continuă să rămână relevante.

Proiecția macroeconomică este fundamentată sub ipoteza unei atenuări a efectelor negative ale războiului ruso-ucrainean începând cu anul 2023, însă nu sunt excluse prelungirea acestuia în condițiile unei intensități sporite, noi înăspriri ale

sanctiunilor impuse Rusiei, dar și posibile reduceri mai semnificative sau chiar sistări ale livrărilor rusești de gaze naturale către țările europene (pentru o evaluare a efectelor materializării acestor riscuri asupra economiei României, a se vedea Caseta 3). În acest context, pe de o parte, sunt foarte probabile noi majorări ale prețurilor bunurilor energetice (cu impact inflaționist global), dar și raționalizări ale consumului de gaze naturale, în special în țările care prezintă o dependență ridicată de importul de astfel de bunuri din Rusia, între care și parteneri comerciali importanți ai României, precum Germania sau Italia (cu impact negativ direct asupra activității economice și, implicit, indirect dezinflaționist). Riscurile inflaționiste asociate segmentului energetic s-ar putea accentua ca urmare a reticenței operatorilor interni de a realiza ajustări descendente proporționale ale prețurilor la carburanți atunci când factorii fundamentali de pe piață ar justifica astfel de corecții, pe fondul persistenței volatilității și incertitudinii la niveluri ridicate. Pe de altă parte, menținerea la cote înalte a tensiunilor pe piețele internaționale de energie ar putea conduce pe plan intern la decizia de continuare a unor scheme de sprijin presupuse în scenariul de bază a rămâne în vigoare până în luna martie 2023 ori, după caz, de introducere a unora noi, determinând, indiferent de situație, o reconfigurare descendentă a traiectoriei proiectate a ratei anuale a inflației în scenariul de bază, dar și un efort bugetar sporit în scopul susținerii acestor scheme.

În același timp, prelungirea pe o perioadă mai îndelungată a războiului din Ucraina, precum și suplimentarea restricțiilor de mobilitate impuse în China (în contextul politicii foarte stricte de combatere a virusului SARS-CoV-2) și o decelerare mai amplă a activității economice din SUA (pe fondul accelerării procesului de întărire a politicii monetare) ar putea conduce pe termen scurt la persistența blocajelor în lanțurile globale de producție și aprovizionare<sup>108</sup>. Acestea ar acționa în sensul accentuării presiunilor inflaționiste asociate prețurilor materiilor prime, ale bunurilor intermediare,

<sup>108</sup> Sunt vizate, printre altele, blocajele în transportul cerealelor din Ucraina, un jucător important pe piața internațională.



dar și ale celor finale în ansamblu, inclusiv în contextul unei posibile transmisii mai ample a majorării costurilor de producție și transport decât cea presupusă în scenariul de bază. Totodată, niveluri generalizate mai ridicate ale costurilor și, respectiv, prețurilor finale, ar putea implica și o serie de comprimări suplimentare ale activității economice, făcând extrem de probabil un risc de stagflație. Presiunile în cazul cotațiilor materiilor prime agroalimentare ar putea fi amplificate și de condițiile meteorologice nefavorabile, precum seceta pedologică și cea atmosferică prelungite, care ar putea conduce la o reducere semnificativă a producției agricole vegetale atât în România, cât și în alte țări europene. Pe termen mediu însă, în condițiile perspectivelor de reducere a activității economice internaționale, nu sunt excluse ajustări descendente ale prețurilor (de exemplu, în cazul materialelor de construcție). De altfel, comparativ cu runda precedentă, îngrijorările pe plan global privind o încetinire mai accentuată a economiei zonei euro, principalul partener comercial al României, sunt în creștere, în contextul expunerii ridicate la evoluțiile nefavorabile asociate războiului din Ucraina și al debutului procesului de normalizare al politicii monetare a BCE (în vederea contracarării presiunilor inflaționiste). În ceea ce privește acest ultim aspect, din perspectiva României, deosebit de relevante sunt și nivelul și dinamica majorării ratelor dobânzilor reprezentative de către băncile centrale din regiune (cu precădere Cehia, Polonia și Ungaria), în condițiile în care investitorii sunt permanent interesați să maximizeze randamentul net, ajustat în funcție de nivelul de risc suveran, al plasamentelor lor financiare.

### **Caseta 3. Scenariu de risc privind impactul războiului ruso-ucrainean asupra cadrului macroeconomic intern**

De la publicarea *Raportului asupra inflației* din luna mai, efectele invaziei Rusiei în Ucraina au continuat să se intensifice pe multiple planuri, exercitând influențe adverse asupra tuturor economiilor europene. Deși o parte dintre riscurile analizate în *Raportul* precedent asociate acestui conflict s-au materializat, nivelul de incertitudine care caracterizează evoluțiile din plan economic, geopolitic și social a continuat să crească, chiar dacă acesta fusese deja evaluat ca fiind neobișnuit de ridicat. Astfel, tensiunile pe piețele de energie s-au prelungit, cotațiile produselor agroalimentare au crescut peste așteptări, sentimentul investitorilor din piețele financiare s-a deteriorat, sincopelile în lanțurile globale de valoare adăugată au persistat, iar inflația înregistrată și anticipațiile privind inflația ale agenților economici au cunoscut noi majorări, în cele mai multe cazuri semnificativ peste țintele de inflație adoptate de băncile centrale. Pe acest fond, perspectivele macroeconomice pe termen mediu, atât în ceea ce privește mediul extern, cât și economia internă s-au înrăutățit.

În Caseta inclusă în *Raportul* anterior s-a evidențiat faptul că expunerile comerciale și financiare ale României în relațiile bilaterale cu Rusia și Ucraina sunt reduse, ceea ce anticipa un impact direct restrâns ca magnitudine al conflictului militar asupra evoluțiilor economice interne. Cu toate acestea, efectele indirecte, propagate cu precădere prin intermediul activității principalilor parteneri comerciali și financiari ai țării noastre, erau evaluate ca fiind probabile și de o magnitudine ce depindea de amploarea și durata conflictului. Datele statistice devenite disponibile de la

publicarea precedentului *Raport* au reflectat, într-o anumită măsură, evaluările inițiale cu privire la efectele directe. Astfel, activitatea economică internă din primul trimestru al anului curent a surprins printr-un avans alert și, chiar și în eventualitatea unor evoluții semnificativ mai modeste ale activității economice începând din trimestrul II, este de așteptat ca dinamica PIB real să rămână una robustă la nivelul întregului an 2022. Continuarea conflictului militar și escaladarea tensiunilor geopolitice asociate acestuia au condus însă la revizuirea în sens nefavorabil a proiecțiilor asociate cadrului macroeconomic extern, cu impact în același sens asupra prognozelor interne pe termen mediu. Principalele canale prin care efectele nefavorabile asociate războiului ruso-ucrainean se pot propaga asupra economiei interne cuprind canalul comercial, cel financiar, al încrederii investitorilor și cel al migrației<sup>109</sup>.

În aceste condiții, materializarea parțială a riscurilor semnalate anterior sugerează o creștere a probabilității de realizare și pentru cele care vizează intervalul proiecției, reclamând actualizarea unui scenariu de risc în care evoluțiile și implicațiile asociate războiului sunt mai severe comparativ cu cele presupuse în scenariul de bază.

#### Efecte asupra principalelor coordonate macroeconomice interne în eventualitatea unor evoluții mai severe asociate implicațiilor economice ale războiului

Scenariul de risc privind impactul economic al războiului ruso-ucrainean prevede amplificarea acestuia (relativ la ipotezele din scenariul de bază), inclusiv în condițiile unei posibile prelungiri a conflictului și pe parcursul anului viitor. În acest context, sunt anticipate o înăsprire a sancțiunilor impuse Rusiei, dar și o întrerupere generalizată a exporturilor rusești de bunuri energetice către țările europene, cauzând raționalizări ale consumului de gaze naturale, în special în țările care prezintă o dependență ridicată de importul de astfel de bunuri din Rusia (precum Germania și, într-o măsură mai redusă, Italia, principalii parteneri comerciali ai României). Totodată, o astfel de evoluție ar conduce la noi puseuri inflaționiste pe piețele de materii prime<sup>110</sup>, precum și la accentuări ale blocajelor în lanțurile globale de producție și aprovizionare. Astfel, atât prețul țițeiului, cât și cel al gazelor naturale sunt presupuse a se plasa semnificativ peste valorile din scenariul de bază, cu până la 65 la sută în cazul petrolului, în timp ce pentru gazele naturale este adoptată ipoteza unei dublări a cotațiilor până la finele anului și, respectiv, a unei detensionări ulterioare doar graduale a pieței. La acestea se adaugă noi majorări de prețuri ale materiilor prime agroalimentare, acestea atingând niveluri cu până la 30 la sută peste valorile înregistrate în prezent.

În contextul acestor ipoteze, impactul asupra activității economice este evaluat a fi unul semnificativ, atât la nivelul UE efectiv, cât și pe plan intern, concretizat într-un ritm de creștere al PIB real mai redus anul acesta și o dinamică anuală negativă în 2023 (impactul cumulat în 2022-2023 asupra activității economice

<sup>109</sup> Detalii cu privire la modul în care este expusă economia României prin aceste canale se regăsesc în Caseta „Evaluări curente ale impactului războiului din Ucraina asupra economiei românești” din *Raportul asupra inflației*, ediția din mai 2022.

<sup>110</sup> Deși magnitudinile presupuse ale șocurilor sunt ușor inferioare pe termen scurt celor avute în vedere în fundamentarea scenariului de risc prezentat în caseta din *Raportul asupra inflației* anterior, în condițiile în care o parte dintre riscurile semnalate acolo s-au materializat deja, acestea sunt previzionate a se disipa mai lent pe termen mediu.

fiind plasat în jurul valorii de -5 puncte procentuale față de scenariul de bază, atât în cazul UE efectiv, cât și al României). Într-un astfel de scenariu, am asista la înregistrarea mai multor trimestre consecutive de scădere a activității economice. Deși în cazul României efectele directe sunt anticipate a fi mai scăzute în condițiile dependenței energetice mai reduse față de Rusia comparativ cu cele ale principalilor parteneri comerciali, influențele transmise prin canalele indirecte, cu precădere prin cele ale schimburilor comerciale și financiare cu UE și ale încrederii agenților economici, sunt previzionate a fi mai substanțiale. În plus, vulnerabilitățile interne asociate deficitelor gemene (deficit bugetar și deficit de cont curent), care s-au acumulat în ultimii ani în economia românească, ar conduce la reevaluări ascendente ale primei de risc suveran, în contextul creșterii incertitudinii și al unor condiții financiare mai restrictive, cu impact în sensul unei deprecieri a leului în raport cu principalele valute.

**Tabel A. Rata anuală a inflației IPC în scenariul de risc comparativ cu scenariul de bază**

|   | Scenariu de bază |      | Scenariu de risc |      |
|---|------------------|------|------------------|------|
|   | 2022             | 2023 | 2022             | 2023 |
| Rata anuală a inflației IPC (% sfârșit de perioadă) | 13,9             | 7,5  | 15,2             | 11,2 |
| <i>din care:</i>                                    |                  |      |                  |      |
| – CORE2 ajustat (pp, contribuție)                   | 7,1              | 3,4  | 7,6              | 4,3  |
| – bunuri energetice (pp, contribuție)               | 4,5              | 3,2  | 5,3              | 6,0  |

În ceea ce privește rata inflației IPC, majorările semnificative și persistente ale prețurilor bunurilor energetice vor amplifica presiunile inflaționiste interne, prelungind intervalul de timp în care persistă valori ridicate ale acestora, plasate în teritoriul de două cifre, pe tot parcursul anului viitor (impactul cumulat în 2022-2023 asupra ratei inflației fiind plasat în jurul valorii de +5 puncte procentuale față de scenariul de bază – Tabel A). Totodată, rata inflației de bază va resimți presiuni adiționale din partea cotațiilor produselor agroalimentare și a sincopelelor în lanțurile de

producție și distribuție, inclusiv prin canalul anticipațiilor inflaționiste. În acest context, aceasta este anticipată a se plasa semnificativ peste nivelul din scenariul de bază până la finele anului viitor, în ciuda presiunilor dezinflaționiste mai ample manifestate prin canalul cererii.

Riscuri însemnate la adresa proiecției macroeconomice provin și din partea conduitei politicii fiscale și a celei de venituri, îndeosebi începând cu anul 2023, inclusiv în perspectiva programării în anul următor (2024) a trei seturi majore de evenimente electorale. Având în vedere conjunctura economică dificilă, nu este exclusă prelungirea și/sau introducerea unor noi măsuri de sprijin, precum cele implementate pe parcursul anului 2022. Totodată, o deteriorare suplimentară a deficitului bugetar ar putea fi asociată unei prelungiri, precum și unei eventuale intensificări a războiului, ce ar conduce la o înrăutățire notabilă a cadrului macroeconomic intern, cu impact și asupra cuantumului veniturilor bugetare colectate. Astfel de evoluții ar intra în contradicție cu necesitatea corectării deficitului bugetar, ținând cont de recomandările Comisiei Europene în cadrul Procedurii de deficit excesiv, cu termen de finalizare anul 2024. În același timp, în eventualitatea creșterii deficitului, coroborat cu o continuare a normalizării politicilor monetare, nu ar fi exclusă nici o persistență sau chiar amplificare a dificultăților de finanțare a acestuia la costuri rezonabile.

În acest context, accelerarea procesului de atragere a fondurilor europene, prin implementarea cu celeritate a programelor din Planul de Redresare și Reziliență

(PNRR), ar putea acționa ca un amortizor al șocurilor adverse, favorizând procesul de reaşezare a evoluțiilor macroeconomice pe o traiectorie sustenabilă, prin multiplele efecte benefice pe care le exercită în mod direct sau indirect și asupra altor surse de finanțare care nu majorează stocul existent de datorie. Însă, performanța istorică relativ redusă a României în atragerea de fonduri europene, precum și condiționalitatea accesării unora dintre programe de îndeplinirea anumitor criterii de performanță ridică o serie de incertitudini în calea derulării fără sincope și, respectiv, a finalizării acestui proces până la orizontul anului 2026. În același timp, incertitudini sunt asociate atragerii fondurilor europene din Cadrul financiar multianual 2014-2020, pe seama unei absorbții relativ reduse, în pofida apropierii termenului de finalizare a exercițiului financiar<sup>111</sup>.

Riscurile asociate evoluțiilor viitoare ale pieței muncii sunt apreciate a-și fi sporit relevanța în actuala conjunctură. Presiuni inflaționiste superioare ar putea avea ca sursă dinamici salariale mai ample față de cele presupuse în scenariul de bază, inclusiv în contextul unei tendințe de tensionare vizibile în anumite sectoare care operează cu forță de muncă calificată, cum sunt cele care presupun tranziția către o economie verde și digitalizată. În aceste condiții, nu este exclus un impact mai susținut al cheltuielilor cu salariile asupra costurilor de producție și, implicit, asupra prețurilor bunurilor finale.

În același timp persistă și incertitudini provenind din partea evoluției viitoare a crizei de sănătate publică. Totuși, în pofida creșterii recente a numărului de infectări cu virusul SARS-CoV-2, probabilitatea reintroducerii unor măsuri stricte de distanțare socială, precum cele din fazele incipiente ale pandemiei, pare a fi redusă. Acestea ar putea fi motivate de emergența unor mutații ale genomului viral care transcend protecția oferită de vaccinurile existente ori imunitatea dobândită la variantele precedente ale virusului. În acest context nu ar fi exclusă nici o reducere voluntară a mobilității populației. Riscuri mai ridicate provin însă mai degrabă din partea politicii epidemiologice extrem de restrictive practicate de autoritățile chineze. După cum s-a menționat, nu sunt excluse acutizări ale sincopelor în lanțurile globale de valoare adăugată, dat fiind gradul ridicat de integrare al Chinei în comerțul internațional.

<sup>111</sup> Conform datelor CE, la finele lunii iulie 2022, rata absorbției fondurilor europene structurale și de investiții din cadrul CFM 2014-2020 a ajuns la 65 la sută (Sursa: <https://cohesiondata.ec.europa.eu/countries/RO>).

# Abrevieri

|          |  |
|----------|--|
| AMIGO    | Ancheta Forței de Muncă în Gospodării                              |
| BCE      | Banca Centrală Europeană   |
| BIM      | Biroul Internațional al Muncii                                     |
| BM       | Banca Mondială   |
| CE       | Comisia Europeană  |
| DG ECFIN | Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare                  |
| Eurostat | Oficiul de Statistică al Uniunii Europene                          |
| FAO      | Organizația Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură     |
| FBCF     | formarea brută de capital fix                                      |
| 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   |
| PNRR     | Planul Național de Redresare și Reziliență                         |
| RMO      | rezerve minime obligatorii   |
| ROBOR    | rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci |
| TFP      | productivitatea totală a factorilor de producție                   |
| TVA      | taxa pe valoarea adăugată  |
| UE       | Uniunea Europeană  |
| VAB      | valoarea adăugată brută  |
| 3M       | 3 luni   |
| 12M      | 12 luni  |
| 3Y       | 3 ani  |
| 5Y       | 5 ani  |
| 10Y      | 10 ani   |
| 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  | 55 |
| Tabel 4.2       | Rata anuală a inflației IPC și CORE2 ajustat în scenariul de bază                | 57 |
| <b>Caseta 3</b> |  |    |
| Tabel A         | Rata anuală a inflației IPC în scenariul de risc comparativ cu scenariul de bază | 74 |

## Lista graficelor din text

---

|                 |  |    |
|-----------------|--|----|
|                 | Prognoza ratei inflației   | 10 |
| Grafic 1.1      | Evoluția inflației   | 15 |
| Grafic 1.2      | Contribuții la rata anuală a inflației IPC   | 16 |
| Grafic 1.3      | Cotația țițeiului și prețul carburanților  | 16 |
| Grafic 1.4      | Indicele de difuziune al inflației de bază   | 16 |
| <b>Caseta 1</b> |  |    |
| Grafic A        | Arhitectura pieței de energie  | 18 |
| Grafic B        | Intervenții asupra prețurilor la energie electrică și gaze naturale în rândul statelor UE pentru consumatorii casnici în anul 2020 | 19 |
| Grafic C        | Cotațiile bunurilor energetice   | 21 |
| Grafic D        | Ilustrare a modului de ofertare/stabilire a prețurilor în cadrul mecanismelor <i>pay-as-clear</i> și <i>pay-as-bid</i>             | 22 |
| Grafic 1.5      | Componentele inflației de bază CORE2 ajustat   | 23 |
| Grafic 1.6      | Anticipații privind evoluția prețurilor  | 24 |
| Grafic 1.7      | IAPC mediu anual   | 24 |
| Grafic 2.1      | Contribuții la creșterea economică   | 25 |
| Grafic 2.2      | Cererea de consum a populației și surse de finanțare   | 26 |
| Grafic 2.3      | Investiții exclusiv construcții  | 28 |
| Grafic 2.4      | Construcții  | 29 |
| Grafic 2.5      | Comerț exterior  | 29 |
| Grafic 2.6      | Contribuții la adâncirea deficitului comercial   | 30 |
| Grafic 2.7      | Contul curent  | 30 |
| Grafic 2.8      | Productivitatea muncii în economie   | 31 |
| Grafic 2.9      | Indicatori ai sincopei din lanțurile internaționale de producție   | 31 |

|                 |   |    |
|-----------------|---|----|
| Grafic 2.10     | Gradul de tensionare/relaxare a pieței muncii                                     | 32 |
| Grafic 2.11     | Efectivul salariaților din economie   | 33 |
| Grafic 2.12     | Contribuția factorilor determinanți la dinamica salariului mediu brut pe economie | 33 |
| Grafic 2.13     | Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime                           | 35 |
| Grafic 2.14     | Prețurile producției industriale pentru piața internă                             | 36 |
| Grafic 2.15     | Prețurile producției agricole   | 37 |
| Grafic 2.16     | Costurile unitare cu forța de muncă   | 37 |
| Grafic 2.17     | Costurile unitare salariale în industrie  | 38 |
| Grafic 3.1      | Ratele dobânzilor BNR   | 39 |
| Grafic 3.2      | Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației                                  | 43 |
| Grafic 3.3      | Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare                                   | 43 |
| Grafic 3.4      | Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR                                | 46 |
| Grafic 3.5      | Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat                       | 46 |
| Grafic 3.6      | Ratele dobânzilor în sistemul bancar  | 47 |
| Grafic 3.7      | Cursul de schimb nominal  | 48 |
| Grafic 3.8      | Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune                    | 50 |
| Grafic 3.9      | Principalele componente ale masei monetare  | 51 |
| Grafic 3.10     | Creditul acordat sectorului privat pe monede                                      | 52 |
| Grafic 3.11     | Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale                     | 53 |
| Grafic 4.1      | Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent                | 56 |
| Grafic 4.2      | Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat                                     | 57 |
| Grafic 4.3      | Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC                          | 59 |
| Grafic 4.4      | Inflația anuală IPC și a prețurilor bunurilor energetice                          | 59 |
| Grafic 4.5      | Inflația anuală a prețurilor LFO  | 60 |
| Grafic 4.6      | Inflația anuală a prețurilor administrate   | 60 |
| Grafic 4.7      | Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică                       | 62 |
| <b>Caseta 2</b> |   |    |
| Grafic A        | Evoluția PIB potențial și contribuțiile factorilor de producție                   | 65 |
| Grafic 4.8      | Deviația PIB  | 66 |
| Grafic 4.9      | Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv                                | 70 |
| Grafic 4.10     | Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază    | 71 |

