



BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației august 2023

Anul XIX, nr. 73

Raport asupra inflației

August 2023

NOTE

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

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

Toate drepturile rezervate.

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

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 7 august 2023, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 3 august 2023.

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
Casetă. Inflația importată, cât de importantă?	18
2. Evoluții ale activității economice	26
1. Cererea și oferta	26
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	35
2.1. Prețurile de import	35
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	37
3. Politica monetară și evoluții financiare	40
1. Politica monetară	40
2. Piețe financiare și evoluții monetare	44
2.1. Ratele dobânzilor	44
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	47
2.3. Moneda și creditul	49
4. Perspectivele inflației	52
1. Scenariul de bază	52
1.1. Ipoteze externe	52
1.2. Perspectivele inflației	54
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	58
2. Riscuri asociate proiecției	64
Abrevieri	68
Lista tabelor din text	69
Lista graficelor din text	69

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC și-a continuat traiectoria descendentă pe parcursul trimestrului II, coborând substanțial, până la 10,25 la sută în luna iunie (-4,28 puncte procentuale față de martie și -6,12 puncte procentuale față de luna decembrie 2022). În luna iunie, indicatorul a depășit doar marginal (cu 0,1 puncte procentuale) proiecția din precedentul *Raport asupra inflației*. Aportul decisiv la dezinflația din trimestrul II a aparținut prețurilor bunurilor energetice, a căror dinamică a reflectat puternice efecte de bază, dar și o relativă stabilitate a cotației *Brent* (puseul de creștere din prima parte a lunii aprilie fiind depășit relativ rapid). O contribuție favorabilă, dar de mai mică amploare, a revenit și inflației CORE2 ajustat, care, după maximum atins în februarie (15 la sută), a decelerat până la 13,5 la sută în luna iunie, de la 14,6 la sută în luna martie.

Evoluțiile favorabile la nivelul inflației de bază au vizat exclusiv segmentul alimentar, pe fondul corecției principalelor cotații ale materiilor prime agricole (grâu, floarea-soarelui, porumb). În schimb, presiunile asupra costurilor salariale ale companiilor s-au amplificat semnificativ, astfel încât celelalte două segmente din structura CORE2 ajustat și-au menținut variațiile anuale ale prețurilor pe traiectorie crescătoare. În cazul serviciilor, care conțin în proporție de aproximativ 50 la sută componente cu sensibilitate ridicată la costurile cu forța de muncă ritmul anual a urcat în iunie la 10,4 la sută, nivel superior cu 1,3 puncte procentuale celui din martie). Presiuni în creștere, de amplitudine relativ asemănătoare (+1,4 puncte procentuale între martie și iunie), au fost vizibile și în cazul componentei nealimentare, tendința fiind imprimată preponderent de prețurile importurilor. Toate subcomponentele inflației de bază s-au aflat în perioada analizată sub incidența unui excedent al cererii agregate, deși acesta s-a plasat pe o pantă descendentă începând cu trimestrul I 2023, iar quantumul său a fost revizuit în jos în primul semestru al anului 2023 față de ultimul *Raport*. Totodată, traiectoria descendentă a anticipațiilor privind inflația, atât cele ale operatorilor economici, cât și cele formulate de analiștii bancari, a continuat să atenueze impactul șocurilor adverse de ofertă asupra dinamicii prețurilor finale ale bunurilor de consum.

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei a înregistrat un salt abrupt în ianuarie-martie 2023, ajungând la 12,6 la sută (+3,6 puncte procentuale față de trimestrul anterior), pe fondul decuplării variației anuale a remunerării pe salariat (care a suferit o accelerare până la aproape 16,7 la sută, +2,8 puncte procentuale față de trimestrul IV 2022) de cea a productivității muncii (ce a înregistrat o valoare de 3,6 la sută, în reducere cu 0,9 puncte procentuale). Aceste evoluții sunt de natură a facilita acumularea unor presiuni inflaționiste.

În industrie, dinamica anuală a costurilor salariale unitare a rămas pe o traiectorie ascendentă în primele cinci luni ale anului 2023, accelerând în intervalul aprilie-mai 2023 la 25,2 la sută (față de 22,1 la sută în trimestrul I 2023, respectiv 21,5 la sută în trimestrul IV 2022). Deși presiunile asupra celorlalte costuri de producție s-au diminuat, pe fondul destinderii piețelor de materii prime, activitatea industrială a consemnat o evoluție modestă, reflectându-se tot mai mult influența negativă a încetirii creșterii economiei globale.

Rata medie anuală a inflației IPC, indicator cu un grad inerent mai ridicat de persistență, și-a reluat traiectoria descendentă, indicele calculat conform metodologiei naționale coborând de la maximul de 15,3 la sută înregistrat în luna martie, până la 14,2 la sută în iunie. O evoluție calitativ similară a înregistrat și indicele calculat conform structurii armonizate (IAPC), acesta corectându-se până la 12,5 la sută în luna iunie, după ce atinsese un maxim de 13,2 la sută tot în luna martie. Astfel, România și-a redus ușor decalajul față de media europeană, situându-se în continuare pe o poziție mai favorabilă comparativ cu celelalte state din regiune în ceea ce privește variația medie anuală a IAPC.

Politica monetară în perioada parcursă de la data Raportului precedent

În ședința din 10 mai 2023, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută pe an. Ratele dobânzilor facilităților permanente au fost, de asemenea, menținute la 6,00 la sută pe an în cazul celei de depozit și la 8,00 la sută pe an în cazul celei de creditare. Pe ansamblul trimestrului I al anului curent, rata anuală a inflației s-a redus considerabil (de la 16,37 la sută în decembrie 2022 la 14,53 la sută în martie 2023), înregistrând prima scădere din ultimele nouă trimestre, așa cum s-a anticipat. Reducerea a fost determinată în principal de descreșterea amplă a dinamicilor prețurilor combustibililor și energiei electrice, sub influența unor efecte de bază consistente și a modificării începând cu 1 ianuarie 2023 a caracteristicilor schemei de plafonare și compensare a prețurilor la energie. La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a stopat ascensiunea în trimestrul I 2023, în condițiile în care aceasta s-a mărit sub așteptări în primele două luni ale anului, iar în martie a scăzut la nivelul din decembrie 2022, de 14,6 la sută, pe fondul unor efecte de bază dezinflaționiste, al descreșterii cotațiilor mărfurilor, prioritar agroalimentare, și al ajustării descendente a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt. Acestea au contrabalansat integral influențele de sens opus ce au continuat să vină în primul trimestru din transferarea treptată asupra prețurilor de consum a costurilor materiale și salariale crescute, precum și din conservarea marjelor de profit, în contextul rezilienței cererii de consum, dar și din scumpirea unor bunuri de consum importate. Cea mai recentă prognoză, elaborată pe baza datelor disponibile și a reglementărilor în vigoare, reconfirma în linii generale coordonatele precedentei prognoze pe termen mediu.

Incertitudini și riscuri însemnate la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, continuau să genereze: războiul din Ucraina și sancțiunile asociate, turbulențele în sistemele bancare din SUA și Elveția și absorbția fondurilor europene (în principal a celor aferente programului „Next Generation EU” –

condiționate de îndeplinirea unor ținte și jaloane stricte în implementarea proiectelor). Aceasta din urmă este esențială pentru realizarea reformelor structurale necesare, inclusiv a tranziției energetice, dar și pentru contrabalansarea, cel puțin parțială, a impactului contracționist al șocurilor pe partea ofertei. În plus, incertitudini și riscuri crescute erau asociate și conduitei politicii fiscale, date fiind, pe de o parte, ținta de deficit bugetar stabilită pentru 2023 în vederea continuării consolidării bugetare în contextul procedurii de deficit excesiv și al majorării semnificative a costului finanțării, și, pe de altă parte, caracteristicile execuției bugetare din primele luni ale anului, precum și seturile de măsuri de sprijin aplicate ori prelungite în 2023, într-o conjunctură economică și socială dificilă pe plan intern și global, cu potențiale implicații adverse asupra parametrilor bugetari finali. Relevante continuau să fie deciziile de politică monetară ale Fed și BCE, precum și atitudinea băncilor centrale din regiune.

Ulterior, rata anuală a inflației și-a accelerat scăderea în primele două luni ale trimestrului II, coborând de la 14,53 la sută în martie, la 10,64 la sută în mai, în linie cu previziunile, în principal ca efect al accentuării trendului descendent al dinamicilor prețurilor energiei și combustibililor, sub impactul unor efecte de bază, al diminuării cotației țiteiului și al schemelor de plafonare a prețurilor la electricitate și gaze naturale. În același timp, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să se reducă gradual în acest interval, conform așteptărilor, ajungând la 13,6 la sută în mai, de la 14,6 la sută în martie, pe fondul intensificării efectelor de bază dezinflaționiste, al descreșterii cotațiilor mărfurilor, prioritar agroalimentare, și al ajustării descendente a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt. Acțiunea acestora a devansat influențele de sens opus ce au continuat să vină din transferarea treptată asupra prețurilor de consum a costurilor crescute ale firmelor, inclusiv a celor salariale, precum și din conservarea marjelor de profit, în contextul unei cereri de consum încă solide. Activitatea economică a încetinit peste așteptări în trimestrul I 2023, evoluție ce făcea probabilă restrângerea ceva mai pronunțată a excedentului de cerere agregată în acest interval, față de cea anticipată. Concomitent, și avansul în termeni anuali al PIB s-a redus în trimestrul I mai mult decât s-a previzionat, la 2,3 la sută, de la 4,5 la sută în trimestrul IV 2022. Scăderea a fost determinată în principal de variația stocurilor, în timp ce consumul gospodăriilor populației, dar și formarea brută de capital fix au continuat să-și accelereze creșterea în raport cu perioada similară a anului trecut, iar exportul net și-a mărit relativ modest impactul contracționist, în condițiile în care descreșterea de dinamică a volumului exporturilor a devansat-o ușor pe cea a volumului importurilor de bunuri și servicii. Deficitul balanței comerciale și cel de cont curent au consemnat însă scăderi substanțiale în trimestrul I față de aceeași perioadă a anului anterior, în principal pe fondul ameliorării raportului de schimb.

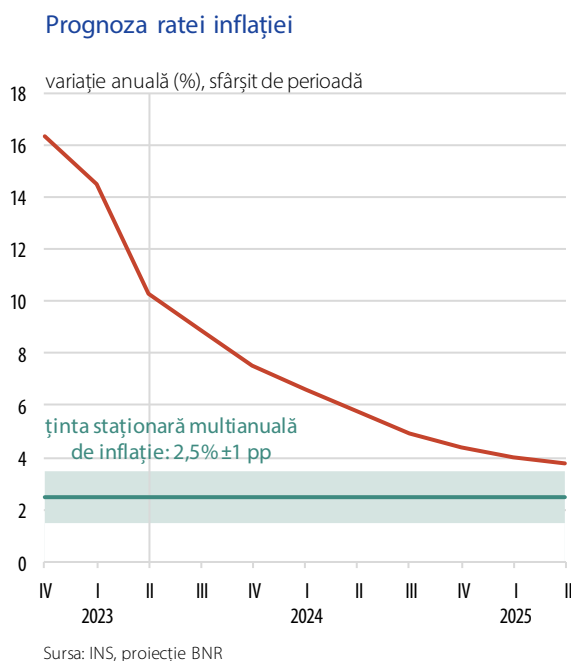
La momentul ședinței Consiliului de administrație al BNR din 5 iulie 2023, cele mai noi evaluări indicau că rata anuală a inflației va continua să scadă în următoarele luni în linie cu cea mai recentă prognoză pe termen mediu (mai 2023), în principal sub influența efectelor de bază și a corecțiilor descendente consemnate în trimestrele precedente de cotațiile unor mărfuri. Factorii de risc și incertitudine identificați anterior rămâneau relevanți.

Pe baza evaluărilor și a datelor disponibile în acel moment, precum și în condițiile incertitudinilor foarte ridicate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea

ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută pe an. Ratele dobânzilor facilităților permanente au fost de asemenea menținute la 6,00 la sută pe an în cazul celei de depozit și la 8,00 la sută pe an în cazul celei de creditare. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea nivelurilor ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

Perspectivile inflației

După publicarea *Raportului asupra inflației* din luna mai, contextul macroeconomic global a continuat să beneficieze de o serie de evoluții favorabile: noi ajustări descendente ale prețurilor unor materii prime, re consolidări ale eficienței lanțurilor de valoare adăugată, o diminuare a incertitudinii resimțite de consumatori și companii. Cu toate acestea, situația de ansamblu rămâne fragilă și marcată de numeroase



riscuri. Astfel, presiunile inflaționiste de pe plan extern au continuat să se dezamorseze, deși mai lent decât se anticipa în *Raportul* precedent, în timp ce activitatea economică din Europa a încetinit semnificativ, sub impactul unui cumul de factori: consecințele remanente ale șocurilor adverse de ofertă din anii anteriori, efectele războiului din Ucraina sau cele ale majorărilor ample și într-un interval relativ scurt de timp ale ratelor dobânzilor de către principalele bănci centrale. În aceste condiții, este de așteptat ca la nivel global creșterea economică din acest an să încetinească semnificativ față de 2022. De asemenea, deși indicele de inflație *headline* s-a corectat semnificativ, anumite subcomponente se dovedesc a fi mai persistente decât s-a anticipat, ceea ce face ca evoluția viitoare a variabilei să rămână dominată de multe necunoscute. Într-o perioadă marcată de dezvoltări relativ atipice ultimelor decenii, principalele surse de riscuri și

incertitudini de la nivel global rămân cantonate în sfera evoluțiilor geopolitice, cu impact potențial direct asupra piețelor materiilor prime, importante surse inflaționiste de natura ofertei. În plus, acutizarea unora dintre factorii de risc, de exemplu, cei asociați unui posibil derapaj al conduitei politicii fiscale pe plan intern, a căror soluționare a implicat, într-o serie de episoade istorice similare, consecințe nefavorabile asupra unui spectru larg de variabile macroeconomice, necesită prudență în evaluarea tuturor implicațiilor posibile.

Ipotezele scenariului de bază continuă să reflecte desfășurarea, de o manieră persistentă atât în timp, cât și ca efecte adverse, a conflictului militar din Ucraina, însoțită de continuarea aplicării pe termen mediu a sancțiunilor economice impuse Rusiei. Decuplarea amplă și, totodată, ordonată a țărilor europene de importurile de resurse energetice din Rusia încă de pe parcursul anului trecut a facilitat detensionarea piețelor *en gros* de energie și, astfel, evitarea unor sincope la nivelul activității economice. În același timp, însă, prelungirea conflictului militar este de natură să împiedice o refacere completă a economiilor aflate încă, cel puțin parțial, în proces de recuperare

a pierderilor din perioada pandemiei, cu posibile efecte de atenuare, în special pe termen mediu, a dinamicii PIB potențial.

În România, ulterior rezilienței sporite a activității economice de la sfârșitul anului 2022, datele statistice oficiale au indicat o cvasistagnare a economiei în trimestrul I 2023. Evoluțiile sectoriale cele mai recente indică reluarea avansului economic, însă ritmul acestuia se va consolida în special în a doua parte a anului. Evaluarea reflectă pe de o parte, temperarea concomitentă pe termen scurt a dinamicii economiilor partenerilor externi din Europa, influențată de performanța mult sub așteptări a economiei Germaniei, iar pe de altă parte, efectele adverse ale șocurilor anterioare de ofertă, pe cele asociate normalizării politicii monetare și, într-o mult mai mică măsură față de ultimul *Raport*, pe cele ale continuării procesului de consolidare fiscală. În contextul evoluțiilor nefavorabile din debutul anului, marcat inclusiv de o încetinire a tracțiunii favorabile din partea cererii interne, pe ansamblul acestuia, dinamica PIB a fost revizuită până la valori inferioare celei de 3 la sută. În corelație cu aceste evoluții, deviația pozitivă a PIB a fost de asemenea revizuită în jos în intervalul T1-T3 2023, însă, similar runde anterioare, sunt reconfirmate două dintre concluziile-cheie ale analizei: debutul comprimării deviației PIB încă din trimestrul I 2023 și, respectiv, eliminarea aproape în totalitate a cererii excedentare spre finele intervalului de proiecție. În contextul moderării peste așteptări a economiei din prima parte a anului, concomitent unor revizuirii în același sens ale seriei statistice a FBCF, dinamica pe termen mediu a PIB potențial a fost ușor revizuită în jos.

În pofida acestor revizuirii, pe termen mediu, avansul PIB potențial este anticipat a continua cu ritmuri anuale relativ robuste, progres strict condiționat de ipoteza atragerii unui volum relativ amplu, ca procent în PIB, de fonduri europene. Ca principal beneficiar al acestor fonduri, dinamica formării brute de capital fix ar urma să înregistreze încă de pe parcursul anului 2024 variații superioare celor ale consumului populației. Cu toate acestea, în următorii doi ani, principala contribuție la creșterea economică va continua să revină consumului populației (acesta având o pondere mult mai ridicată în PIB comparativ cu cea deținută de investiții). În perspectivă, în timp ce dinamica anuală a consumului va cunoaște o temperare, cea a FBCF va urma o traiectorie robustă. Pe lângă fondurile europene, alte surse de finanțare a aportului investițional vor fi investițiile străine directe, componentă cu o dinamică deja notabilă pe parcursul ultimilor doi ani și prezervată și în prima parte a celui curent. În ceea ce privește consumul, dominante rămân diminuarea persistentă a puterii de cumpărare a populației, precum și efectul advers al menținerii la cote încă ridicate a incertitudinii, inclusiv pe fondul necunoscutelor cu privire la configurația finală a pachetului de măsuri de consolidare fiscală care urmează a fi adoptat de autorități.

În plan extern, evoluția favorabilă a deficitului de cont curent din primele cinci luni ale anului sugerează că, în actualul ciclu economic, maximum variabilei a fost deja atins la sfârșitul anului trecut (9,3 la sută din PIB). Corecția recentă a fost favorizată de cea descendentă și semnificativă a cotațiilor materiilor prime, în special cele energetice. Pe acest fond, asistăm la o inversare a efectelor adverse de preț, care au marcat decisiv dinamica variabilei de pe parcursul ultimilor doi ani. În perspectivă, corecții suplimentare ale deficitului balanței bunurilor vor fi favorizate de reluarea dinamismului

economiilor partenerilor din Europa, precum și de continuarea refacerii eficienței lanțurilor globale de producție. Pe termen mediu, principalele constrângeri la adresa unor corecții mai ample ale deficitului de cont curent sunt reprezentate de progresul, semnificativ mai lent decât cel programat, al consolidării fiscale, precum și de ritmul încă inferior celui dezirabil al implementării reformelor structurale din economie. Informații vehiculate recent în spațiul public par să sugereze faptul că autoritățile europene intenționează să coreleze într-o manieră mult mai strictă progresul în planul consolidării fiscale cu cel al volumului fondurilor europene alocate României. În consecință, o trenare a procesului de corecție fiscală ar fi de natură să greveze atât asupra surselor de finanțare a dezechilibrului extern, cât și asupra derulării de programe investiționale și de ajustare structurală finanțate din astfel de fonduri, ceea ce ar complica suplimentar procesul de reducere a deficitului bugetar.

Conform scenariului de bază, rata anuală a inflației IPC este prognozată să își continue traiectoria descendentă pe tot intervalul proiecției, menținându-se însă la valori superioare intervalului țintei centrale (7,5 la sută în decembrie 2023, 4,4 la sută în decembrie 2024 și 3,8 la sută în luna iunie 2025, orizontul proiecției). Față de *Raportul asupra inflației* din mai, pentru sfârșitul acestui an, proiecția a fost revizuită în sus, cu 0,4 puncte procentuale. Diferențele provin în special din dinamica mai alertă a indicelui CORE2 ajustat, și, într-o măsură mai mică, din cea a indicelui LFO, componentă dependentă aproape în totalitate de evoluția condițiilor climaterice, care în ultima perioadă au devenit extrem de impredictibile. În schimb, în acest an se prevede o accentuare a contribuției deflaționiste (rate anuale negative) a componentei bunurilor energetice (pentru luna decembrie pe fondul aportului energiei electrice și al celui al gazelor naturale). Astfel, în decembrie 2023 comparativ cu finele anului 2022, grupa prețurilor bunurilor energetice își va diminua contribuția la rata anuală a inflației IPC cu aproximativ 4,7 puncte procentuale, în timp ce rata inflației IPC este preconizată să se reducă, în același interval, cu aproximativ 8,9 puncte procentuale.

Pe fondul deviației încă pozitive a PIB, companiile continuă să fie în situația de a putea să transfere o parte a majorărilor generalizate ale costurilor de producție din perioadele anterioare în prețurile finale la consumatori. Și în această rundă, persistența acestei transmisii a depășit așteptările formulate anterior. Astfel, dinamica anuală a indicelui CORE2 ajustat se va reduce de o manieră doar progresivă pe intervalul analizat, atingând 9,9 la sută în decembrie 2023, 5,0 la sută în decembrie 2024 și 4,0 la sută în iunie 2025. În perioadele recente, au surprins în special presiunile ample înregistrate de costurile unitare cu forța de muncă, care au consemnat, în sectorul privat, dinamici anuale consistente, de două cifre. Evoluții similare, dar cu intensități ceva mai atenuate, sunt de așteptat să persiste și în viitor, în principal ca urmare a dinamicii salariale ridicate din sectorul privat (indusă de penuria de forță de muncă calificată, coroborată rezilienței cererii de personal a companiilor, dar și ca urmare a unui efect de demonstrație al creșterilor salariale din sectorul public), dar și ca urmare a încetinirii dinamicii productivității în anul curent. Pe acest fond, prognoza ratei anuale a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sus față de *Raportul* din mai (+0,6 puncte procentuale în decembrie 2023, +0,2 puncte procentuale în decembrie 2024). Pentru anul 2024, pe lângă presiunile mai ample din partea costurilor salariale, se remarcă și ușoara revizuire în sus a deviației PIB, ce are în vedere informațiile disponibile și ipotezele

formulate la momentul finalizării scenariului de bază referitoare la atenuarea în perspectivă a ritmului consolidării fiscale. În schimb, așteptările privind inflația ale analiștilor bancari, în special cele pe termen mai lung, au fost revizuite la valori ușor mai favorabile.

Conduita recentă a politicii monetare a BNR a vizat readucerea durabilă a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

De la precedentul *Raport asupra inflației*, portofoliul riscurilor la adresa scenariului de bază pare să fi sporit numeric și, în același timp, să se fi diversificat. Balanța evaluată a riscurilor sugerează posibile abateri în sus ale inflației de la traiectoria acesteia din scenariul de bază. În timp ce evoluțiile atribuite efectelor economice ale războiului din Ucraina, dar și celor mai generale din sfera geopolitică își reconfirmă importanța ca sursă majoră de incertitudini, riscurile asociate conduitei viitoare a politicii fiscale s-au amplificat considerabil, fiind extrem de probabilă adoptarea de către autorități a unor măsuri de corecție cu impact direct asupra ratei anuale a inflației.

În ultima perioadă, în spațiul public au fost vehiculate o serie de măsuri posibile de corecție fiscală. Dintre acestea, cele care ar presupune majorări ale impozitelor indirecte (TVA, accize) ar fi de natură să genereze presiuni inflaționiste suplimentare încă din prima lună de aplicare a acestora, conducând la abateri de la traiectoria variabilei din scenariul de bază. În teorie, aceste majorări produc efecte pe o perioadă de timp limitată, de 12 luni, până la ieșirea din calculul ratei anuale a inflației. Însă, în măsura în care eventualele majorări ale impozitelor indirecte vor avea loc la momente diferite de timp (de exemplu, la 1 septembrie 2023 pentru anumite cote de TVA, la 1 ianuarie 2024, 1 iulie 2024 etc. pentru anumite majorări ale accizelor), efectele acestora se vor suprapune, implicând valori mai ridicate ale inflației pe perioade mai lungi de timp. În plus, operarea de majorări repetate ale impozitelor indirecte, la intervale relativ scurte de timp, ar putea genera o serie de efecte inflaționiste de runda a doua, pe fondul ajustării ascendente a așteptărilor privind inflația ale agenților economici. De asemenea, depinzând de compoziția, dozajul și momentul implementării de către autorități a măsurilor fiscale, nu ar fi exclus ca impactul cumulat al acestora asupra activității economice de pe plan intern să fie unul nefavorabil. Chiar și în această eventualitate, este probabil ca efectul dezinflaționist implicat de o corecție descendentă a cererii agregate să fie dominat de cel inflaționist, direct, determinat de implementarea acestor măsuri.

În condițiile în care România se află în continuare în procedură de deficit excesiv, o corecție insuficientă a soldului bugetar în raport cu țintele asumate ar putea determina autoritățile europene să impună o corelație mai strânsă între progresul consolidării fiscale și, respectiv, cuantumul fondurilor europene alocate României. Astfel, orice întârzieri, atât în perspectivă imediată, cât și pe termen mediu, în ceea ce privește realizarea corecției fiscale, ar implica atât persistența pe perioade mai lungi de timp a deficitelor gemene, cât și un nivel mai redus decât cel presupus în scenariul de bază al surselor de finanțare a deficitului de cont curent (fonduri europene). Într-o astfel de situație, s-ar concretiza o serie de efecte directe și nefavorabile asupra

coordonatelor cadrului macroeconomic intern (primă de risc mai ridicată, monedă națională mai depreciată, inflație mai înaltă, creștere economică mai redusă).

Conform scenariului de bază, marjele de profit ale companiilor vor cunoaște o atenuare în următoarele opt trimestre. Comprimarea acestora va avea loc în tandem cu dinamici preconizate robuste ale costurilor salariale. De altfel, pe măsura diminuării graduale a impactului inflaționist exercitat de prețurile ridicate ale energiei și ale celorlalte materii prime, cheltuielile salariale sunt preconizate să devină unul dintre principalii determinanți ai costurilor companiilor. Nu sunt excluse nici o serie de creșteri salariale chiar mai ridicate decât cele presupuse în scenariul de bază, induse de particularitățile persistente ale pieței muncii: spor natural negativ, un proces de mobilitate transfrontalieră cu o balanță negativă, proporția ridicată a persoanelor inactive, lipsa acută în unele sectoare a forței de muncă adecvat calificate. În situația ipotetică în care cererea excedentară din economie ar persista la valori ridicate pentru mai mult timp, creșterea costurilor cu forța de muncă ar putea fi parțial absorbită printr-o diminuare a marjelor de profit ale firmelor și parțial prin noi majorări ale prețurilor finale la consumatori. Aceste potențiale puseuri inflaționiste ar afecta direct puterea de cumpărare a populației, caz în care lanțul causal prețuri ridicate – salarii reale reduse – revendicări salariale ar putea genera o spirală inflaționistă autoîntreținută.

Implicațiile pe multiple planuri, dar în principal cele de ordin economic, ale războiului din Ucraina rămân o sursă amplă de riscuri și incertitudini la adresa proiecției. Coroborat cu celelalte focare confirmate sau, după caz, nou-apărute pe harta riscurilor geopolitice, în special cele care vizează relațiile dintre China și SUA, se manifestă cel al unor amânări sau chiar inversări ale progreselor recente în materie de restructurare și eficientizare a lanțurilor de valoare adăugată, putând genera noi puseuri inflaționiste. În plus, amânarea unor proiecte investiționale pe fondul incertitudinii ridicate ori griparea fluxurilor comerciale de export și import ar putea propaga efecte adverse inclusiv asupra activității economice, cu riscul implicit al materializării unui episod de tip stagflație. Un asemenea risc ridică probleme din perspectiva calibrării optimale a mixului de politici macroeconomice, esențială în vederea realizării corecției absolut necesare și într-o manieră ordonată a dezechilibrelor intern și extern ale României.

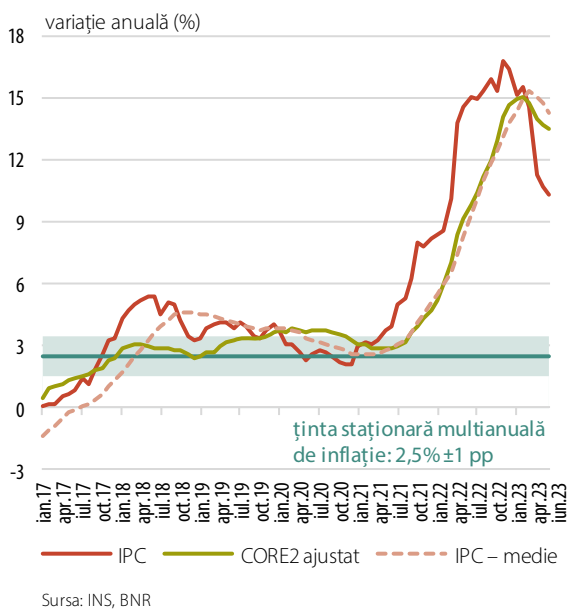
Decizia de politică monetară

Dată fiind perspectiva continuării scăderii ratei anuale a inflației în următorii doi ani, pe o traiectorie ceva mai ridicată decât cea previzionată anterior doar pe segmentul de mijloc al orizontului prognozei, și având în vedere riscurile și incertitudinile asociate acesteia, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 7 august 2023 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută. Totodată, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*) la 8 la sută și a ratei dobânzii la facilitatea de depozit la 6 la sută. De asemenea, 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 și-a continuat traiectoria descendentă pe parcursul trimestrului II, coborând substanțial, până la 10,25 la sută în luna iunie (-4,28 puncte procentuale față de martie). Grupa bunurilor energetice a avut și în acest interval un aport decisiv la evoluția IPC, preponderent pe fondul manifestării unui puternic efect de bază la nivelul segmentului „energie electrică și gaze naturale”, dar și al relativei stabilități a cotației Brent. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a rămas, de asemenea, pe un trend descrescător, reducându-se până la 13,5 la sută în iunie (-1,2 puncte procentuale față de martie), cu contribuția exclusivă a grupei alimentelor procesate. La nivelul celorlalte două categorii din coșul inflației de bază, mai expuse la impactul nefavorabil al majorării salariilor asupra costurilor, evoluția prețurilor a continuat să reflecte tensiunile acumulate pe această filieră, condițiile de cerere fiind de natură a favoriza transmisia către consumatorul final. În cazul bunurilor nealimentare, creșterea prețurilor importurilor a reprezentat un factor de presiune suplimentar (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației



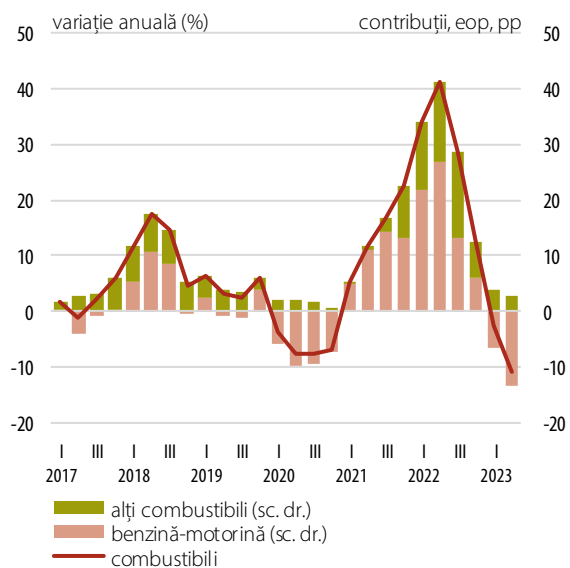
Mai mult de jumătate din decelerarea IPC a fost determinată de o evoluție benignă a prețurilor energetice. Astfel, un impact substanțial a revenit manifestării unui puternic efect de bază asociat modificării, în sens mai restrictiv, a schemei de sprijin pentru plata facturilor la energie electrică și gaze naturale în aprilie 2022, în timp ce în perioada curentă s-au înregistrat doar variații lunare marginale ale tarifului mediu pentru electricitate, exclusiv ca urmare a migrației clienților casnici între tranșele de consum. Prețul petrolului a acționat, de asemenea, în sens dezinflaționist în trimestrul analizat. Puseul de creștere din prima parte a lunii aprilie¹ a fost depășit relativ rapid, cotația Brent oscilând în intervalul mai-iunie în jurul a 75 dolari SUA/baril², în contextul unei oferte reziliente și a unei cereri mai degrabă rezervate. Astfel, prețurile de consum pentru benzină și motorină au continuat să scadă, împingând dinamica anuală pe segmentul combustibililor

mai adânc în teritoriul negativ (-10,8 la sută în iunie, cu 8,0 puncte procentuale sub valoarea din luna martie) – Grafic 1.2.

¹ Până la 87 dolari SUA/baril, în contextul unui anunț al OPEC+ de reducere a producției.

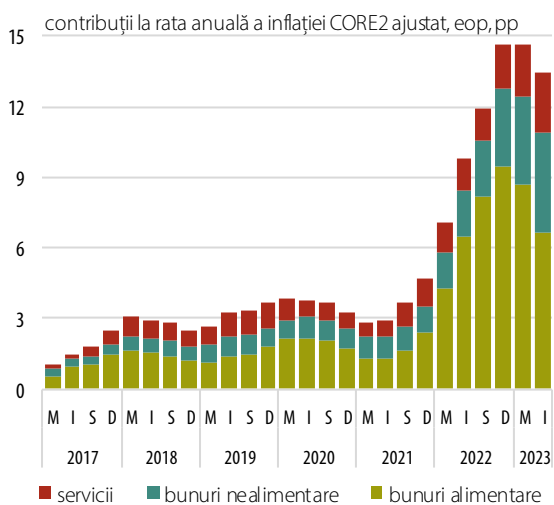
² Nivel net inferior celui consemnat în perioada corespunzătoare a anului 2022.

Grafic 1.2. Prețurile combustibililor



Sursa: INS, calcule BNR

Grafic 1.3. Componentele inflației de bază CORE2 ajustat



Notă: Contribuțiile nu exclud modificările cotelor TVA.

Sursa: INS, calcule BNR

Rata anuală a inflației de bază s-a menținut, de asemenea, pe o traiectorie descrescătoare, însă mai puțin pronunțată comparativ cu indicatorul *headline*, coborând până la 13,5 la sută în iunie (-1,2 puncte procentuale față de luna martie). Cotațiile materiilor prime și-au continuat corecția pe parcursul trimestrului II, până la valori inferioare celor prevalente anterior izbucnirii războiului din Ucraina, semnalând reducerea presiunii din partea costurilor asociate.

În cazul produselor agroalimentare, un rol important în menținerea echilibrului pe piețele internaționale a revenit acordului privind coridorul de transport al cerealelor pe Marea Neagră, care a asigurat fluiditatea exporturilor ucrainene; în a doua jumătate a lunii iulie 2023, Rusia a anunțat însă retragerea sa din acest acord și a lansat atacuri asupra porturilor ucrainene de la Marea Neagră și de la Dunăre, aceste acțiuni având potențialul de a inversa evoluțiile relativ benigne din ultimele 12 luni. O contribuție favorabilă la diminuarea ritmului anual de creștere a prețurilor alimentelor a avut, de asemenea, acordul procesatorilor și comercianților autohtoni de a reduce prețul de consum al laptelui de vacă începând din luna mai, pentru o perioadă de șase luni, care s-a concretizat într-o scădere medie lunară de circa 6 la sută. Sub influența factorilor menționați, variația anuală a prețurilor alimentelor procesate a scăzut cu 4,8 puncte procentuale pe parcursul trimestrului II, ajungând în iunie la 16,5 la sută. Această evoluție a compensat influențele de sens contrar exercitate asupra dinamicii anuale a CORE2 ajustat de celelalte două grupe din structura acestui subindice – mărfuri nealimentare și servicii de piață (Grafic 1.3).

Astfel, dinamica anuală a prețurilor bunurilor nealimentare din inflația de bază a atins 11,5 la sută la finele trimestrului II, în creștere cu 1,4 puncte procentuale peste nivelul din martie, un prim factor explicativ fiind tendința ascendentă a prețurilor importurilor³, a cărei influență este potențată de nivelul apreciabil al dependenței directe de importuri a consumului de produse nealimentare⁴. În plus, gradul mai ridicat de complexitate a proceselor de fabricație a bunurilor din această categorie implică o propagare mai lentă a detensionării piețelor materiilor prime pe lanțul de producție.

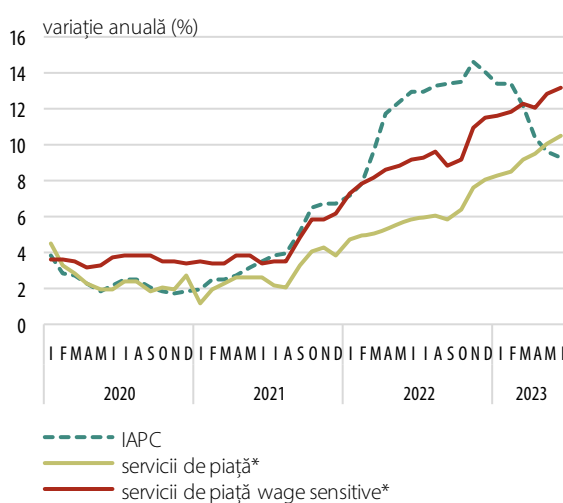
³ În primele patru luni ale anului curent, dinamica anuală ale IVU asociate importurilor principalelor categorii de bunuri nealimentare (confeccii, încălțăminte, produse cosmetice, electronice) s-au plasat între 10 la sută și 40 la sută.

⁴ Detalii în Caseta 1. „Influențe externe asupra ratei inflației din România – câteva coordonate” din *Raportul asupra inflației*, ediția noiembrie 2022.

O tendință similară s-a observat și în cazul serviciilor de piață, pe acest segment ritmul anual al prețurilor accelerând de la 9,1 la sută în martie la 10,4 la sută în iunie, dinamica salarială alertă din trecutul recent având un rol proeminent în explicarea evoluției; pe de o parte, grupa este formată în proporție de aproximativ 50 la sută din servicii cu sensibilitate ridicată la costul cu forța de muncă, pe de altă parte, aceste activități sunt, în esență, *non tradables*, astfel încât înlocuirea cu importuri mai ieftine nu este o opțiune viabilă.

Servicii de piață *wage sensitive*

Grafic A. Inflația serviciilor de piață *wage sensitive*



*) agregare pe baza structurii IAPC

Sursa: Eurostat, calcule BNR

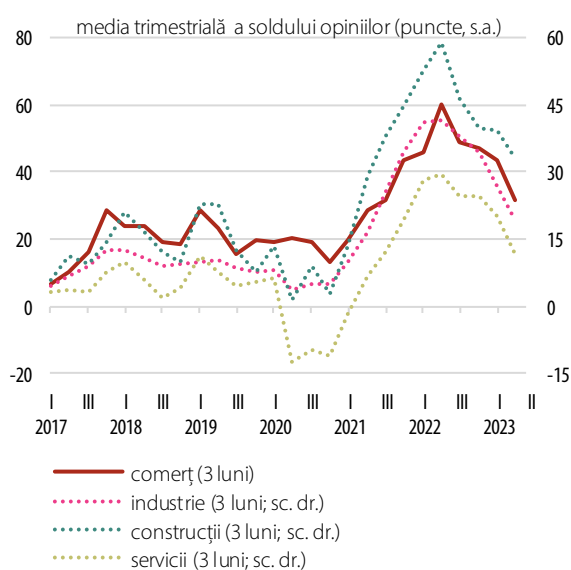
Pentru evaluarea acestei caracteristici a serviciilor de piață, analiza a fost realizată pe baza structurii IAPC, care permite o mai bună dezagregare. Grupa serviciilor de piață a fost obținută prin eliminarea din subindicele agregat a serviciilor ale căror prețuri sunt clasificate ca administrate în IPC. Ulterior, a fost realizată corespondența segmentelor selectate cu diviziunile CAEN, pentru fiecare dintre acestea fiind calculată – pe baza celui mai recent tabel intrări-ieșiri (2019) – ponderea costurilor cu forța de muncă (raport între remunerarea salariaților și valoarea producției). Rezultatele obținute relevă că, pentru jumătate dintre serviciile de piață incluse în IAPC*, indicatorul depășește 20 la sută, ceea ce denotă sensibilitatea ridicată a prețurilor de pe acest segment la modificări salariale și explică persistența traiectoriei ascendente (Grafic A). Concluzia acestei evaluări poate fi extinsă și la IPC, dat fiind că, în acest caz, structura indicatorului armonizat și cea a indicatorului național se suprapun în mare măsură.

*) educație, restaurante și cafenele, îngrijire personală, servicii medicale, asigurări

În cel de-al doilea trimestru din 2023, așteptările operatorilor economici privind evoluția prețurilor au continuat să se tempereze în toate sectoarele, cea mai mare reducere a soldului conjunctural față de media trimestrului anterior remarcându-se în cazul comerțului (Grafic 1.4). În atenție sunt și anticipațiile analiștilor bancari privind rata inflației pe orizont de un an, în timp ce indicatorul vizând orizontul de doi ani s-a menținut la o valoare similară celei din runda anterioară, în apropierea limitei superioare a intervalului-țintă.

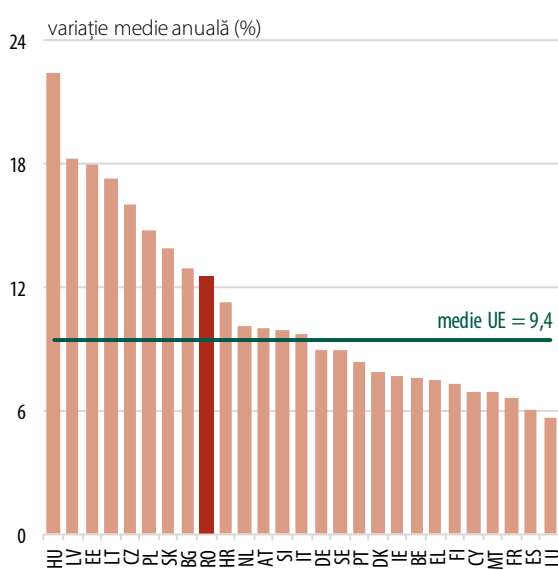
Decelerarea dinamicii anuale a prețurilor de consum a plasat și rata medie anuală a inflației pe o traiectorie descendentă. Indicatorul calculat pe baza metodologiei naționale (IPC) a coborât în luna iunie la 14,2 la sută, iar cel calculat pe baza structurii armonizate (IAPC) la 12,5 la sută (-1,1 puncte procentuale, respectiv -0,7 puncte procentuale față de finele trimestrului precedent). România și-a redus ușor decalajul față de media europeană, situându-se în continuare pe o poziție mai favorabilă comparativ cu celelalte state din regiune în ceea ce privește variația medie anuală a IAPC (Grafic 1.5).

Grafic 1.4. Anticipații privind evoluția prețurilor



Sursa: CE-DG ECFIN

Grafic 1.5. IAPC mediu anual în UE – iun. 2023



Sursa: Eurostat

Rata anuală a inflației IPC consemnată în iunie 2023 a depășit doar marginal (cu 0,1 puncte procentuale) proiecția pentru sfârșitul trimestrului II 2023 din *Raportul asupra inflației* ediția din luna mai.

Casetă. Inflația importată, cât de importantă?

Introducere

Multiplele șocuri inflaționiste care au atins economia locală în ultimii ani s-au datorat, în bună măsură, unor evenimente transnaționale, însă impactul local a fost puternic, dat fiind caracterul de economie deschisă a României. În ce măsură aceste șocuri au alterat procesele de producție locale, ce influență inflaționistă a provenit pe filiera bunurilor din import, dar și cum s-a modificat preferința consumatorilor pentru bunurile locale și cele importate, reprezintă informații utile pentru decidenții de politică monetară, chiar dacă datele disponibile se opresc la 2021.

Prezenta analiză încearcă să deceleze proveniența bunurilor din coșul de consum, căutând să stabilească unele repere cu privire la inflația asociată importurilor în anii 2018-2021. Demersul nu poate fi unul exhaustiv, întrucât disponibilitatea limitată a datelor nu permite replicarea evoluției prețurilor de consum așa cum rezultă din IPC, însă este util pentru trasarea câtorva coordonate generale. Metodologia aplicată are la bază descompunerea utilizată de Carluccio, Gautier și Guilloux-Nefussi⁵ pentru explicarea impactului dezinflaționist al importurilor Franței din țările în curs de dezvoltare.

⁵ Carluccio Juan, Gautier Erwan, Guilloux-Nefussi Sophie – „Impact des importations des pays à bas salaire sur l’inflation française”, Document de travail no. 672, Banque de France, aprilie 2018.

Cadru teoretic

Coșul pe baza căruia este compilat indicele prețurilor de consum este alcătuit din produsele achiziționate de gospodăriile rezidente din România pentru consumul lor final și conține bunuri, considerate, în general, a fi tranzacționabile între piața autohtonă și cele externe (*tradables*), și servicii, furnizate de obicei pe plan local, care nu pot fi importate sau exportate (*non-tradables*)⁶. În funcție de structura cheltuielilor gospodăriilor, fiecărui bun și serviciu inclus în coșul de consum îi este atribuită o pondere direct proporțională cu importanța relativă a elementului respectiv în consumul final. Indicele prețurilor de consum poate fi scris, simplificat, ca:

$$p_t = \beta_t p_t^T + (1 - \beta_t) p_t^{NT} \quad (1)$$

unde β_t reprezintă ponderea bunurilor, iar p_t^T și p_t^{NT} logaritmul indicilor prețurilor bunurilor, respectiv al serviciilor din coșul de consum. Bunurile pot fi împărțite mai departe în bunuri produse local (D) și bunuri importate (F), acestea din urmă având ponderea η_t :

$$p_t^T = \eta_t p_t^F + (1 - \eta_t) p_t^D \quad (2)$$

Pentru a obține rata inflației IPC, se va deriva indicele general al prețurilor după timp:

$$\frac{\partial p_t}{\partial t} = \frac{\partial \beta_t}{\partial t} p_t^T + \beta_t \frac{\partial p_t^T}{\partial t} + \frac{\partial p_t^{NT}}{\partial t} - \beta_t \frac{\partial p_t^{NT}}{\partial t} - \frac{\partial \beta_t}{\partial t} p_t^{NT} = \beta_t \left(\frac{\partial p_t^T}{\partial t} - \frac{\partial \beta_t}{\partial t} p_t^{NT} \right) + \frac{\partial \beta_t}{\partial t} (p_t^T - p_t^{NT}) + \frac{\partial p_t^{NT}}{\partial t} \quad (3)$$

Înlocuind $\frac{\partial p_t^T}{\partial t}$ cu o derivare similară a ecuației (2) și rearanjând termenii, se obține:

$$\frac{\partial p_t}{\partial t} = \underbrace{\beta_t \frac{\partial \eta_t}{\partial t} (p_t^F - p_t^D)}_{\text{substituție}} + \underbrace{\beta_t (1 - \eta_t) \frac{\partial p_t^D}{\partial t}}_{\text{intern}} + \underbrace{\beta_t \eta_t \frac{\partial p_t^F}{\partial t}}_{\text{import}} + (1 - \beta_t) \frac{\partial p_t^{NT}}{\partial t} + \frac{\partial \beta_t}{\partial t} (p_t^T - p_t^{NT}) \quad (4)$$

În această reprezentare, primele trei elemente reprezintă canalele de interes pentru prezenta analiză, prin care bunurile, importate sau nu, pot determina inflația din România:

- canalul substituției cuantifică măsura în care o schimbare a preferințelor consumatorilor între bunuri autohtone și bunuri importate (modificare a coeficientului η) va avea impact asupra inflației;
- canalul intern reflectă dinamica prețurilor bunurilor produse pe plan local; aceasta este însă rezultanta mai multor evoluții, inclusiv externe, de exemplu ca răspuns la presiunea competițională exercitată de importuri sau la fluctuația prețurilor unor inputuri provenite din import;
- canalul importurilor reprezintă rezultanta modificării efective a prețurilor bunurilor de import, proporțională cu ponderea deținută de acestea în preferințele consumatorilor.

⁶ Pentru scopul prezentei analize, vom considera toate bunurile industriei prelucrătoare din coșul de consum ca fiind tranzacționabile, iar serviciile ca fiind netranzacționabile.

Celelalte două elemente din ecuația (4), care nu vor fi tratate în această casetă, încapsulează efectul modificării tarifelor serviciilor (componenta netranzaționabilă din IPC), respectiv al reorientării populației dinspre consumul de bunuri spre cel de servicii. Acest din urmă canal este cu atât mai important în cazul unei economii emergente, unde, în general, se manifestă o tendință de a consuma mai multe servicii în detrimentul bunurilor, pe măsură ce puterea de cumpărare crește.

Baza de date

Pentru realizarea analizei, au fost utilizate informații (valori și cantități) din baza de date Prodrom privind producția de bunuri industriale în România în perioada 2018-2021, precum și baza de date Comext/Prodcom, de unde au fost extrase importurile fiecărui bun pentru același interval de timp. Calculele au fost realizate la nivelul cel mai dezagregat al clasificării statistice a produselor în funcție de domeniul de activitate (CPA), clasificare corelată cu nomenclatorul statistic al activităților economice din UE (NACE/CAEN). Ca arie de acoperire, sunt incluse bunurile aferente activităților CAEN 10-33 (care corespund industriei prelucrătoare), ceea ce exclude din start cele mai multe bunuri energetice și agricole.

Baza de date Prodrom conține circa 2 500 de produse fabricate în România pentru fiecare an din intervalul analizat. Dintre acestea, au fost păstrate doar cele care pot avea ca destinație consumul final, între 1 400 și 1 500 de bunuri în fiecare an. Au fost considerate ca având posibilă destinație consumul bunurile care se regăsesc în schema de corespondență CPA-COICOP⁷; deși o parte dintre acestea pot fi folosite și ca bunuri intermediare, distincția după utilizare nu este posibilă, astfel încât s-a considerat că toate bunurile care pot constitui consum final vor avea această destinație⁸.

În următoarea etapă au fost armonizate, la nivelul celor două baze de date, unitățile de măsură pentru fiecare bun și au fost păstrate produsele pentru care ajustarea a permis exprimarea cantităților produse și tranzacționate în cele mai comune unități de măsură (kilograme/tona, bucăți, litri, perechi, metri pătrați și metri cubi), făcând astfel posibilă determinarea unui preț. Eșantionul rezultat în urma acestei prelucrări a datelor conține, în fiecare an, peste 1 000 de bunuri de consum pentru care există producție internă, importuri sau ambele și pentru care se pot calcula prețurile medii pe o unitate fizică de măsură (Tabel A). Este important de reținut că prețurile astfel obținute nu reprezintă prețurile finale plătite de consumator pentru bunurile respective, ci prețuri de producție sau de import. Prețul final include, pe lângă această componentă, costurile și marjele de profit de pe lanțul de distribuție, taxe și accize.

Folosind cantitățile produse și pe cele importate pentru fiecare produs din eșantion, se poate determina înclinația către importuri a consumatorului intern (coeficientul η din ecuația 2). Pentru a stabili o legătură între bunurile din economie

⁷ Disponibilă la <https://showvoc.op.europa.eu/>

⁸ În condițiile în care consumul aceluiași tip de bun va fi împărțit între final și intermediar într-o manieră similară indiferent de proveniența sa, această asumție nu ar trebui să viciereze rezultatele obținute.

și coșul de consum aferent IAPC⁹, s-a atribuit fiecărui produs o pondere în funcție de schema de corespondență CPA-COICOP, fiind totuși necesară impunerea unor ipoteze de lucru. Astfel, în situațiile în care mai multe bunuri intră în alcătuirea unui cod COICOP, dar și în situația inversă, în care un produs se încadrează la mai multe destinații de consum, ponderile vor fi atribuite uniform. De exemplu, grupa de consum 05.3.2.1 „Aparate de prelucrare a alimentelor” include produse fabricate sub codurile CPA 25.99.12 „Articole pentru masă, pentru bucătărie sau articole gospodărești și părți ale acestora, din fier, oțel, cupru sau aluminiu”, respectiv 27.51.21 „Aparate electromecanice de uz casnic, cu motor electric încorporat”. Prin urmare, fiecăruia dintre cele două produse îi va fi atribuită jumătate din ponderea IAPC aferentă COICOP 05.3.2.1.

Tabel A. Structura eșantionului de bunuri

Cod CPA	Denumire grupă	Număr produse	Pondere în coșul armonizat de consum (2021)
10-12	Produse alimentare, inclusiv alcool și tutun	248	20,1%
13-15	Fabricarea de textile, confecții și produse din piele	235	5,1%
16-18	Produse din lemn, hârtie și tipărituri	76	0,9%
19	Fabricarea produselor de cocserie și a produselor obținute prin rafinarea petrolului	11	1,7%
20-21	Industria chimică și farmaceutică	88	5,1%
22-23	Fabricarea de produse din cauciuc și plastic și de alte produse minerale nemetalice	113	1,3%
25	Fabricarea produselor metalice cu excepția mașinilor și echipamentelor	120	0,9%
26-27	Fabricarea computerelor, produselor electronice și optice și a echipamentelor electrice	124	1,7%
28	Fabricarea altor mașini și echipamente neincluse în altă parte	39	0,3%
29-30	Fabricarea echipamentelor de transport	37	1,5%
31-32	Fabricarea de mobilier, bijuterii, instrumente muzicale, jucării și altele	88	1,2%

Bunurile industriale din eșantion acoperă, conform ponderilor repartizate astfel, aproximativ 40 la sută din coșul IAPC corespunzător anilor 2018-2021. Dintre cele 1 000 de produse, aproximativ un sfert aparțin industriei alimentare și a băuturilor, explicând peste o treime din ponderea în coșul de consum acoperită de eșantion conform structurii armonizate; un număr similar de bunuri sunt fabricate în industria ușoară, dar ponderea în coșul de consum este semnificativ mai redusă. În cealaltă jumătate a eșantionului, numeroase bunuri sunt produse de industria construcțiilor metalice, însă au relevanță scăzută în consum; o pondere mai însemnată din acest punct de vedere revine produselor industriei chimice (detergenți, produse de curățenie, cosmetice etc.) și farmaceutice.

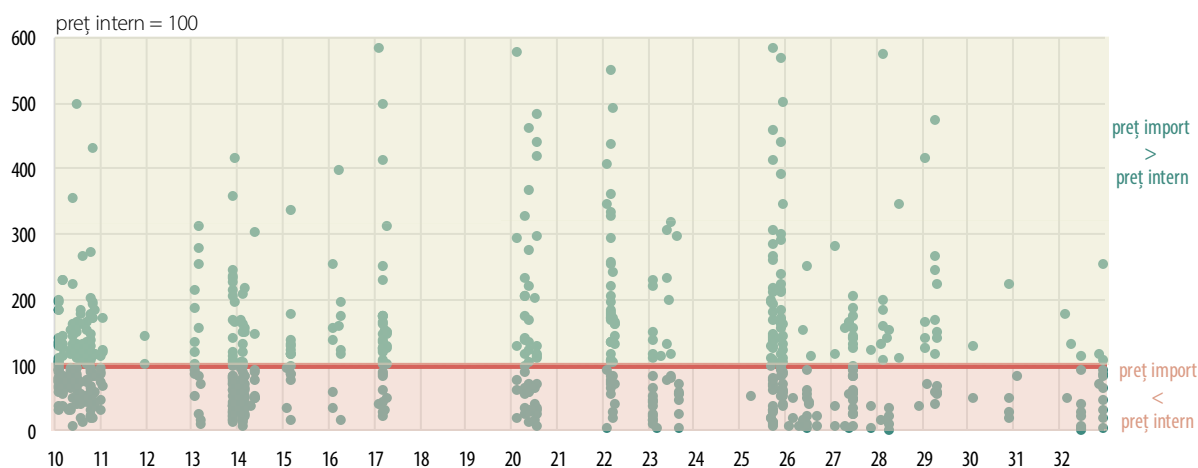
Rezultate

Din perspectiva nivelurilor, prețurile de import ale alimentelor sunt, pe ansamblu, ușor inferioare celor interne în toți cei patru ani analizați; la nivel de grupă, prețurile

⁹ Pentru IPC nu este disponibilă o structură de ponderare la un nivel atât de detaliat.

de import sunt, în general, mai mari în cazul fabricării uleiurilor și al produselor de morărit și panificație, relativ similare cu cele interne în industria lactatelor și mai mici decât acestea în procesarea cărnii, peștelui, fructelor și legumelor sau în fabricarea zahărului. În industria ușoară, prețurile de import sunt chiar sensibil mai reduse decât cele interne în cazul articolelor de îmbrăcăminte, însă mai apropiate în fabricarea încălțămintei. Pentru celelalte produse din sfera bunurilor nealimentare, importurile sunt, în linii mari, mai scumpe (industria chimică, industria construcțiilor metalice sau industria auto)¹⁰ (Grafic A).

Grafic A. Prețurile medii ale bunurilor de consum (2021)



Notă: Pe axa OX este reprezentat codul CPA al produsului; selecția include bunurile pentru care a putut fi calculat atât un preț intern, cât și unul de import; prețurile sunt calculate în eur/kg, eur/l, eur/buc, eur/pereche, eur/mp sau eur/mc; o valoare mai mică decât 100 pe axa OY indică faptul că prețul de import este inferior celui intern și viceversa; pentru o mai bună vizualizare, au fost excluse produsele cu prețuri de import de peste șase ori mai mari față de cele interne.

Sursa: INS, Eurostat, calcule BNR

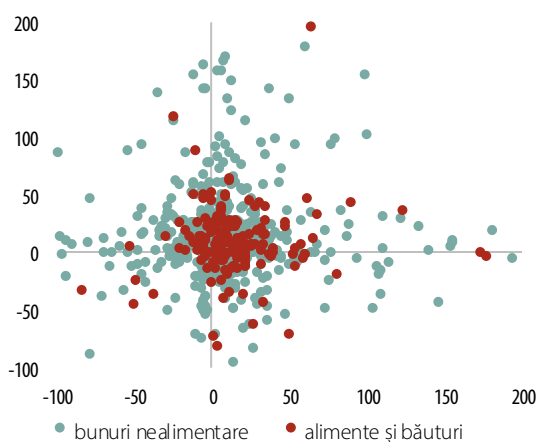
Privite în dinamică, de la un an la altul, evoluțiile prețurilor afișează o omogenitate mai ridicată. În acest caz, ritmurile medii de modificare, pe ansamblul eșantionului de produse, sunt mai ridicate pentru bunurile importate în anul 2019 și în anul 2021, dar semnificativ mai mici în 2020 (an atipic, marcat de izbucnirea pandemiei COVID-19). Traectoria a fost imprimată în bună măsură de parcursul bunurilor alimentare, pentru 60 la sută dintre produsele cuprinse în eșantion cele cu origine autohtonă consemnând în 2020 creșteri de preț mai mari față de cele observate în cazul importurilor, posibil pe fondul unei fragilități mai crescute a lanțurilor de aprovizionare interne comparativ cu cele internaționale ale marilor rețele de retaileri. În cazul bunurilor nealimentare, nu se disting tendințe clare și persistente din perspectiva dinamicii prețurilor, ritmurile de modificare a celor interne și a celor externe fiind relativ similare (Grafic B).

În ceea ce privește preferința pentru importuri, aceasta a fost calculată pentru fiecare bun în parte ca raport între cantitatea importată, în unități fizice de măsură, și suma dintre cantitatea importată și livrările interne din acel produs¹¹. La nivelul

¹⁰ Rezultatele, calculate acum la nivel mai dezagregat, sunt, în mare parte, în linie cu cele din „Caseta 1. Influențe externe asupra ratei inflației din România – câteva coordonate” din *Raportul asupra inflației*, ediția din noiembrie 2022.

¹¹ Acest mod de calcul va supraestima, probabil, înclinația către import, întrucât nu poate separa bunurile importate a căror destinație este reexportul.

Grafic B. Dinamica prețurilor în perioada 2018-2021



Notă: Pe axa OX este reprezentată dinamica prețului intern în perioada 2018-2021, iar pe axa OY cea a prețului de import; eșantionul include bunurile pentru care există atât prețuri interne, cât și de import în 2018 și 2021.

Sursa: INS, Eurostat, calcule BNR

industrii alimentare, deși predomină bunurile produse local, se remarcă o creștere constantă a preferinței pentru importuri de la un an la altul, subliniind importanța factorului preț în decizia de consum. În industria ușoară, înclinația spre importuri este evidentă, gravitând în jurul nivelului de 75 la sută (ușor mai crescut pentru îmbrăcăminte decât pentru încălțăminte). Și pentru celelalte bunuri nealimentare, înclinația către importuri este, în general, semnificativ peste 50 la sută, în pofida prețurilor mai ridicate; acest fapt sugerează probleme de competitivitate non-preț ale produselor interne, care probabil nu corespund într-o măsură suficientă cerințelor de calitate ale consumatorilor.

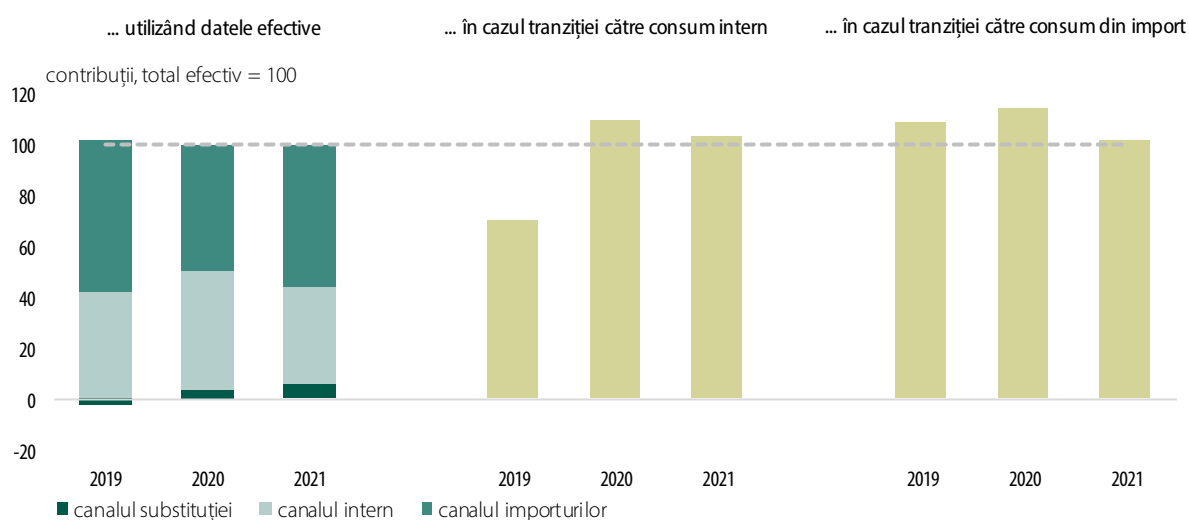
Cu aceste elemente, se poate aproxima o descompunere a inflației bunurilor de consum conform metodologiei descrise în prima secțiune.

Rezultatele pentru cei trei ani prezintă o robustețe ridicată: în linie cu așteptările, dintre cele trei elemente de interes, canalul substituției are cea mai redusă contribuție (sub 7 la sută din suma lor), fiind pozitiv în anul 2020 și 2021 și ușor negativ în 2019. Efectul neglijabil se datorează faptului că modificarea preferințelor în favoarea bunurilor din import se realizează foarte lent, cu alte cuvinte elementul $\frac{\partial \eta_t^T}{\partial t}$ din ecuația (4) are valori reduse, dar și deoarece, la nivel agregat, diferențialul dintre prețurile de import și cele interne se neutralizează, în bună parte – negativ pentru alimente și îmbrăcăminte, pozitiv pentru celelalte bunuri. Canalul intern contribuie cu circa 40 la sută la inflația astfel calculată, în timp ce canalul importurilor cu valori între 50 la sută și 60 la sută, fiind însă de așteptat ca aportul celui din urmă să fie superior, dată fiind ponderea mai ridicată în structura IAPC. Suma contribuțiilor celor trei canale este ușor superioară segmentului bunuri din inflația CORE2 ajustat în fiecare din cei trei ani, însă apariția unor discrepanțe era previzibilă, având în vedere eșantionul limitat, precum și ipotezele care au fost asumate, în absența unor informații concrete, pentru determinarea înclinației către import și a ponderilor în coșul de consum.

În final, a fost realizat un exercițiu contrafactual care are ca scop evaluarea unei decizii de tranziție către consumul de bunuri importate, respectiv produse intern (este urmărită exclusiv evoluția inflației în anul în care se derulează tranziția; în anii următori, este foarte probabil ca excesul/deficitul suplimentar de cerere să modifice substanțial prețurile observate). Pentru a asigura comparabilitatea produselor din punct de vedere al calității, decizia de tranziție a fost luată numai în cazul bunurilor în care prețul mediu intern, respectiv cel de import, este egal cu cel puțin jumătate din celălalt preț, fiind astfel excluse produsele pentru care substituția nu este fezabilă (de exemplu, prețul mediu de import pentru imprimante este de aproape patru ori mai mare față de prețul mediu intern, în acest caz fiind aproape cert că

diferența de calitate nu va permite înlocuirea importurilor)¹². Rezultatele sugerează faptul că o astfel de decizie are preponderent efecte de amplificare a inflației. În cazul migrației către un consum bazat exclusiv pe importuri, rata contrafactuală a inflației ar depăși-o pe cea efectivă cu un procent cuprins între 2 și 14 la sută. Exercițiul de substituție către bunuri produse intern relevă rezultate similare pentru anii 2020 și 2021 – diferențial procentual între +3 și +9 la sută¹³; în 2019, inflația aferentă deciziei de consum din producția internă ar fi fost inferioară celei efective – o posibilă explicație o reprezintă înclinația consumatorilor către produse importate, superioare din punct de vedere calitativ, în linie cu situarea economiei în perioada de vârf a ciclului. Prin urmare, având opțiunea de a alege între bunurile de import și cele produse intern, consumatorii pot optimiza, într-o anumită măsură, structura cheltuielilor, ținând cont și de diferențele de calitate, rezultând, în general, o rată a inflației mai scăzută (Grafic C).

Grafic C. Contribuții la inflație pe segmentul bunurilor de consum ...



Notă: Au fost excluse tutunul, carburanții și medicamentele, în încercarea de a replica structura coșului CORE2 ajustat (bunuri), dar și pentru că mecanismul de formare a prețului final pentru aceste bunuri este unul aparte (accize, reglementări etc.).

Sursa: INS, Eurostat, calcule BNR

Concluzii

Exercițiul de față și-a propus prezentarea unor caracteristici ale inflației bunurilor de consum din România, cu accent pe proveniența acestora și diferențele dintre produsele interne și cele importate. Din datele disponibile a rezultat un diferențial de preț favorabil bunurilor importate în cazul alimentelor și al industriei ușoare, și de sens opus în celelalte cazuri. În dinamică nu au fost observate diferențe sistematice între evoluțiile prețurilor, în timp ce înclinația către importuri urmează o tendință ușor ascendentă în perioada analizată. Contribuțiile la rata inflației, deși marginal superioare în cazul importurilor, sunt în general proporționale cu preferința consumatorilor pentru respectiva sursă de proveniență a bunurilor

¹² Implicit, substituția vizează numai acele produse care fac atât obiectul tranzacțiilor internaționale, cât și al producției locale, putând fi calculate prețuri unitare în ambele cazuri.

¹³ Diferențele procentuale pozitive corespund unor creșteri ale inflației bunurilor de cel mult o jumătate de punct procentual (atât în cazul substituției către bunuri locale, cât și în cel al substituției către bunuri importate).

(intern/import). Un exercițiu contrafactual a demonstrat că modificarea comportamentului de consum în sensul unei înlocuiri a structurii actuale a coșului cu una bazată în cea mai mare parte pe bunuri produse interne sau pe bunuri importate nu ar fi benefică, generând, în cele mai multe cazuri, o rată mai mare a inflației în anul în care aceasta s-ar produce.

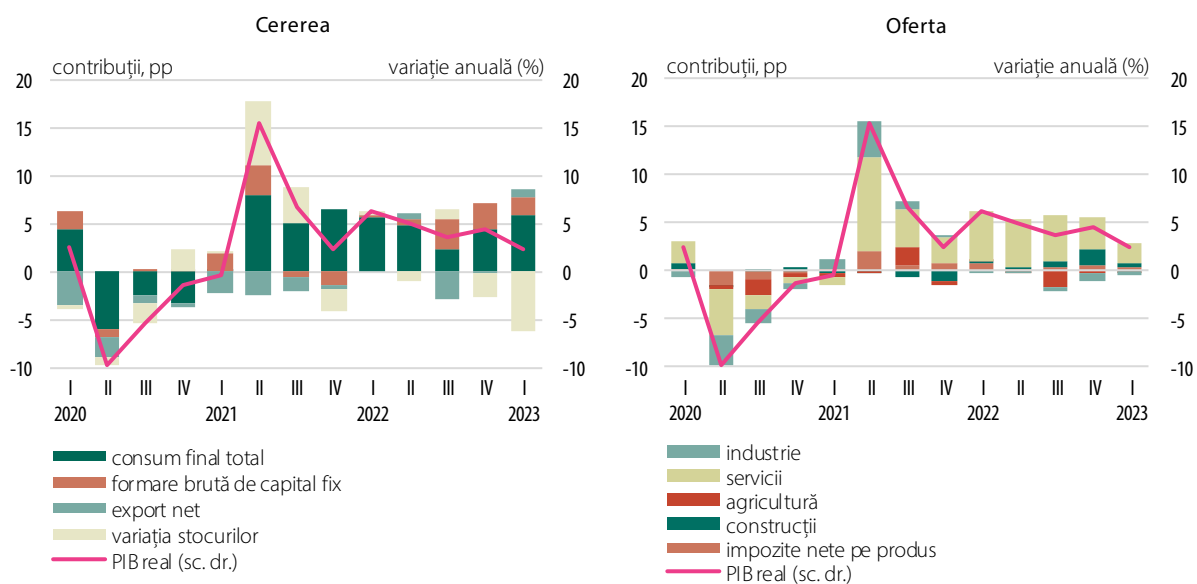
Direcții viitoare de cercetare includ analiza celorlalte două componente ale inflației, legate de elementele netranzaționabile din coșul de consum, defalcarea influenței bunurilor importate în funcție de țara de proveniență, respectiv de nivelul de dezvoltare a acesteia, sau ajustarea cantităților produse și importate în funcție de destinația lor, demers care va fi posibil odată cu publicarea tabelor simetrice intrări-ieșiri pentru perioada 2016-2020.

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

În trimestrul I 2023, ritmul anual al creșterii economice a decelerat la 2,4 la sută (de la 4,5 la sută în intervalul anterior), principala poziție responsabilă pentru această evoluție fiind însă variația stocurilor, componentă cu conținut economic limitat; cererea de consum și de investiții a înregistrat în continuare dinamici robuste, iar contribuția cererii externe nete a redevenit pozitivă (Grafic 2.1).

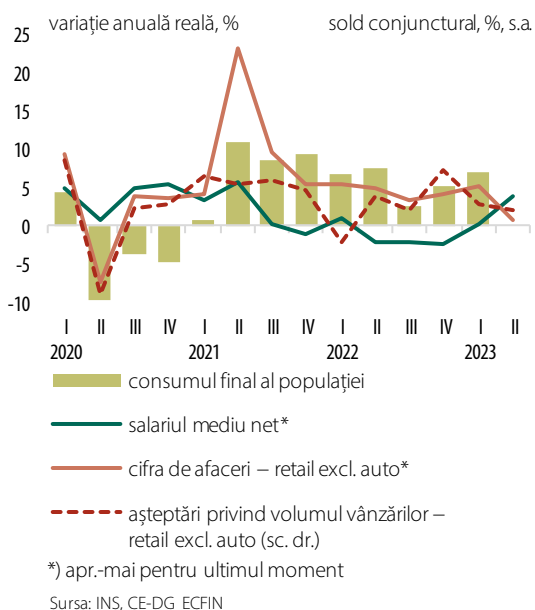
Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



Sursa: INS

Consumul populației și-a intensificat rata anuală de creștere, până la 7 la sută, cu susținere din partea veniturilor reale, a căror dinamică a revenit ușor în teritoriul pozitiv, după contracții succesive pe parcursul anului 2022. Totodată, cererea de consum a beneficiat de interesul pronunțat pe care consumatorii continuă să îl manifeste pentru bunurile din categoria mărcilor private (*downtrading*) și pentru campaniile promoționale și ofertele magazinelor de tip discount. Parcursul solid al volumului achizițiilor de bunuri a fost susținut și de expansiunea din ultima perioadă a lanțurilor moderne de retail, caracterizate printr-o putere superioară de negociere în relația cu furnizorii și un plus de eficiență a procesului de distribuție, de natură a permite operatorilor de pe acest segment comercial practicarea, pentru produse de calitate similară, a unor prețuri mai atractive comparativ cu cele întâlnite în comerțul tradițional. În acest context, comerțul cu amănuntul (cu excepția

Grafic 2.2. Consumul populației



carburanților) a marcat un important salt de dinamică în trimestrul I 2023, până la 6,5 la sută (Grafic 2.2).

În perioada imediat următoare, cererea de consum va cunoaște probabil o atenuare a ratei anuale de creștere, în condițiile menținerii unei conduite prudente a populației în administrarea bugetelor proprii (semnalele din economia globală sunt relativ pesimiste, afectând încrederea angajaților din companiile orientate către export, iar pe plan intern, agravarea situației fiscale impunând măsuri corective, în timp ce inflația este încă ridicată), precum și ale costului ridicat al împrumuturilor. Datele aferente perioadei aprilie-mai relevă o încetinire consistentă a dinamicii anuale a activității comerciale (cu excepția vânzării auto), până la 0,9 la sută, contribuții importante în sens descendent revenind comerțului cu alimente, cu îmbrăcăminte și încălțăminte, dar și vânzării de articole de bricolaj și pentru amenajarea

locuinței, în ultimul caz în asociere cu restrângerea activității din sectorul imobiliar. O încetinire de ritm au înregistrat și serviciile de piață prestate populației (până la 6,9 la sută, în intervalul aprilie-mai), traiectorie care probabil se va prelungi și în lunile următoare, reducerea cheltuielilor cu activitățile recreative reprezentând o strategie frecvent utilizată pentru reechilibrarea bugetelor de familie. Acest parcurs este sugerat și de așteptările operatorilor din HoReCa cu privire la evoluția cererii în următoarele luni, soldul conjunktural reducându-se în medie cu 6 puncte procentuale în trimestrul II comparativ cu primele trei luni ale anului 2023 (potrivit sondajului DG ECFIN).

În trimestrul I 2023, execuția bugetului general consolidat a generat un deficit semnificativ mai mare față de cel din perioada similară a anului precedent, de 22,8 miliarde lei (echivalent cu 1,4 la sută din PIB), comparativ cu 15,7 miliarde lei în trimestrul I 2022 (reprezentând 1,1 la sută din PIB). Totodată, scăderea consemnată de deficitul bugetar față de ultimul trimestru al anului anterior – conform tiparului interanual al execuției bugetare – a fost vizibil mai modestă decât în 2022, și s-a datorat contracției mai ample suferite de veniturile bugetare în raport cu precedentele trei luni¹⁴, cu precădere pe seama încasărilor din alte impozite și taxe pe bunuri și servicii¹⁵, precum și din impozitul pe profit^{16,17}. Influențe de sens opus, dar mai moderate, au venit din scăderea ușor mai pronunțată față de trimestrul I 2022 a cheltuielilor bugetare totale¹⁸, în principal pe fondul reducerii mai consistente a

¹⁴ Reflectată și de accentuarea scăderii dinamicii anuale reale a veniturilor bugetare totale, până la o valoare negativă (-4,6 la sută, de la 1,2 la sută în trimestrul IV 2022). Evoluția a decurs în principal din reducerea în termeni anuali reali a încasărilor din alte impozite și taxe pe bunuri și servicii, inclusiv pe fondul unui efect de bază (asociat majorării lor substanțiale în anul 2022, ca urmare a impozitării veniturilor suplimentare ale unor operatori din sectorul energetic), din încetinirea creșterii veniturilor nefiscale, precum și din comprimarea celor din impozitul pe profit.

¹⁵ Acestea s-au diminuat față de precedentele trei luni, în contrast cu creșterea consemnată în trimestrul I 2022.

¹⁶ Care au înregistrat o scădere mai pronunțată în trimestrul I 2023 comparativ cu cea din perioada similară a anului anterior.

¹⁷ În același sens a acționat și majorarea relativ mai redusă față de cea consemnată în trimestrul I 2022 a veniturilor nefiscale.

¹⁸ Dinamica anuală reală a acestora s-a redus foarte ușor (la -0,6 la sută, față de -0,3 la sută în trimestrul IV 2022).

cheltuielilor de capital și a celor cu subvențiile^{19,20}, precum și al creșterii relativ mai temperate a cheltuielilor de asistență socială^{21,22}.

În trimestrul II, execuția bugetară a cunoscut o deteriorare relativ similară ca magnitudine celei din trimestrul I, soldându-se cu un deficit de 14,5 miliarde lei (echivalent cu 0,9 la sută din PIB), față de 7,8 miliarde lei (0,6 la sută din PIB) în perioada corespunzătoare a anului trecut.

Drept consecință, deficitul bugetar a atins în semestrul I 2023 nivelul de 37,2 miliarde lei (2,3 la sută din PIB), considerabil superior celui din prima jumătate a anului 2022 (23,5 miliarde lei, respectiv 1,7 la sută din PIB).

Formarea brută de capital fix și-a continuat parcursul solid, dinamica sa anuală atingând 10,4 la sută (în ușoară temperare față de trimestrul IV 2022). Factorul motor a rămas sectorul construcțiilor, dar o contribuție pozitivă a venit și investițiilor în echipamente, care au marcat o revigorare în perioada curentă. Acumulări de capital fix în creștere se întrevăd și pe orizontul scurt de prognoză, un semnal în acest sens reprezentându-l panta ascendentă pe care s-au plasat în primele cinci luni ale acestui an fluxurile de capital de natura ISD – creștere anuală cu 27,6 la sută a profiturilor reinvestite, până la 3,8 miliarde euro (valoare estimată), majorare de peste 5 ori a participațiilor la capital (fără a fi atinse vârfurile înregistrate în perioadele similare din 2019 sau 2021). În ceea ce privește finanțarea din surse europene, semnalele sunt mixte, contextul favorabil asociat apropierea de final a perioadei de absorbție aferente CFM 2014-2020²³ fiind dublat de provocări privind valorificarea fondurilor alocate prin PNRR, România înregistrând restanțe în implementarea măsurilor care condiționează onorarea cererilor de plată.

Investițiile în construcții s-au extins cu 13,5 la sută în termeni anuali²⁴ (Grafic 2.3). Lucrările inginerești și-au menținut rata alertă de creștere (25,6 la sută) cu perspectiva prelungirii acestui parcurs, pe fondul derulării unor ample proiecte în infrastructura de transport (rutier și aerian), precum și al continuării lucrărilor pentru rețelele de termoficare, apă și canalizare. Segmentul construcțiilor nerezidențiale rămâne caracterizat printr-o cerere pronunțată (îndeosebi pentru spații comerciale moderne și depozitare aferente retail-ului clasic și comerțului online), însă dinamica lucrărilor se va tempera probabil după evoluția remarcabilă din anul 2022 (primele cinci luni

¹⁹ Reflectând inclusiv impactul scăderii în acest trimestru a plăților aferente schemei de compensare pentru consumul de energie electrică și gaze naturale al consumatorilor non-casnici; dinamica anuală reală a cheltuielilor cu subvențiile a rămas totuși pozitivă, la fel ca și în cazul cheltuielilor de capital.

²⁰ Un efect similar, dar mai redus, l-a avut și scăderea considerabilă a cheltuielilor cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile – cu impact minor însă asupra soldului bugetar datorită evoluției similare sumelor primite de la UE –, care a devansat-o doar ușor pe cea din intervalul similar al anului precedent.

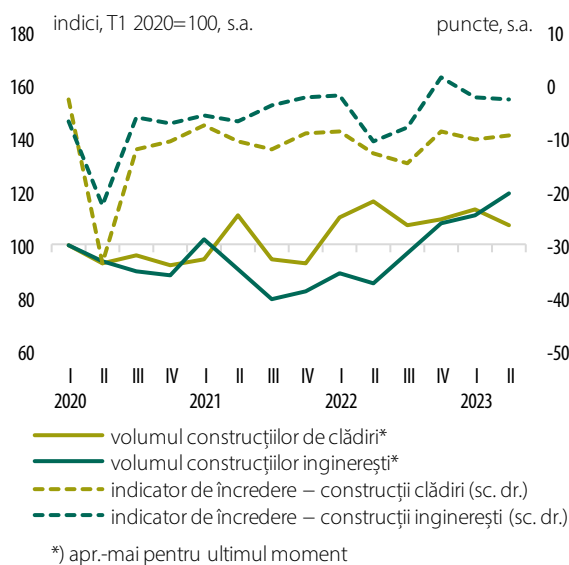
²¹ Creșterea acestora a reflectat, similar anului anterior, impactul majorării punctului de pensie și a indemnizației sociale pentru pensionari, acordarea unui ajutor financiar pensionarilor cu venituri reduse și a unei indemnizații compensatorii pentru persoanele cu dizabilități, precum și mărirea alocațiilor de stat pentru copii la începutul anului; dinamica anuală reală a cheltuielilor de asistență socială a coborât însă ușor în teritoriul negativ.

²² Ușoare contribuții de sens opus au provenit din partea cheltuielilor de personal (care și-au mai diminuat dinamica anuală reală negativă), a celor cu bunuri și servicii, precum și a celor cu dobânzi.

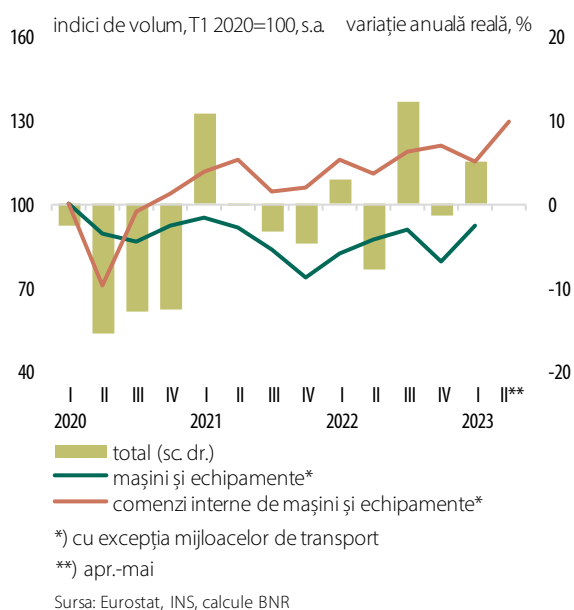
²³ La sfârșitul lunii iunie 2023, rata de absorbție a fondurilor de natura transferurilor de capital era de 79,2 la sută, România având încă la dispoziție 5,3 miliarde euro – calcule pe baza Balanței Financiare Nete.

²⁴ Potrivit datelor de conturi naționale privind formarea brută de capital fix.

Grafic 2.3. Construcții



Grafic 2.4. Investiții exclusiv construcții



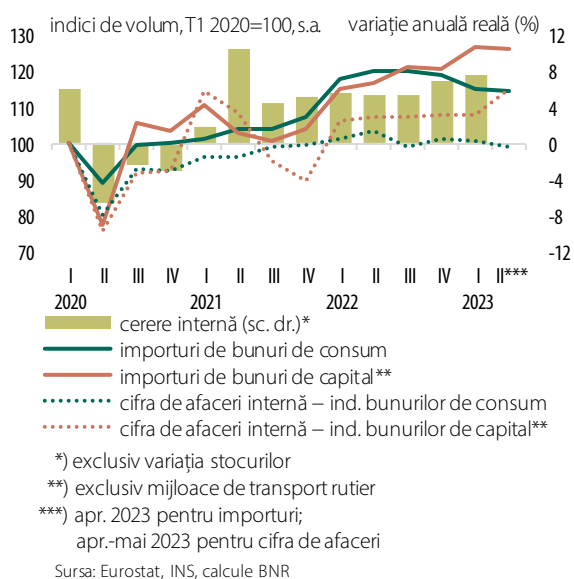
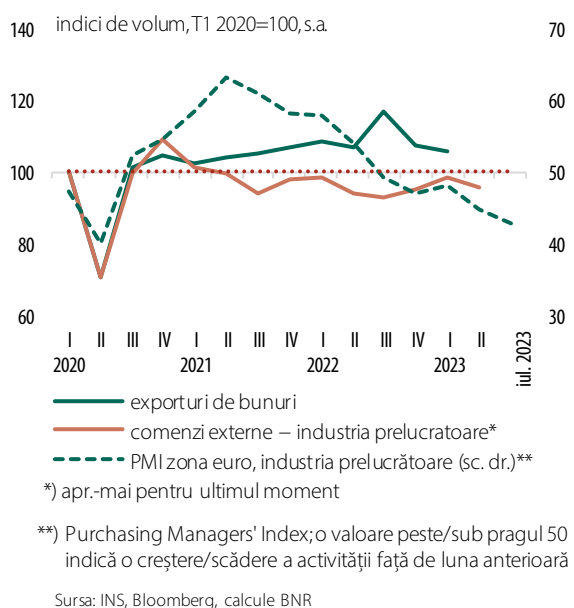
au consemnat o scădere cu 2,8 la sută, iar suprafața autorizată pentru construire s-a plasat, în intervalul iunie 2022 – mai 2023, cu numai 1,3 la sută peste nivelul din precedentele 12 luni). În ceea ce privește segmentul rezidențial, intensificarea din trimestrul I a activității de construcții este puțin probabil să marcheze debutul unei reveniri, având în vedere menținerea condițiilor restrictive de creditare și reducerea accelerată a suprafeței autorizate pentru construire (-11 la sută în perioada iunie 2022 – mai 2023).

Investițiile în echipamente s-au extins cu 4 la sută²⁴ în termeni anuali (cu aproape 15 la sută, dacă excludem mijloacele de transport cumpărate de companii și instituții publice), Grafic 2.4. Printre sectoarele economice care derulează proiecte de anvergură în acest an se numără metalurgia, transportul aerian, sectorul de apărare. Notabile sunt, de asemenea, investițiile din sectorul energetic, circumscrise obiectivelor strategice care vizează reducerea emisiilor de carbon, creșterea capacității de generare a energiei verzi și scăderea dependenței energetice a economiei. Ilustrative sunt intensificarea lucrărilor de extindere a rețelei de încărcare a autovehiculelor electrice, demararea, în această vară, a construirii celui mai mare parc fotovoltaic din Europa (în județul Arad) și, pe un orizont mai îndepărtat, dezvoltarea proiectului Neptun Deep de exploatare a gazelor naturale din Marea Neagră.

Creșterea economică a beneficiat de susținere și din partea cererii externe nete de bunuri și servicii, a cărei contribuție la dinamica anuală a PIB real a atins +0,8 puncte procentuale (comparativ cu valorile negative din cele două trimestre anterioare). La nivelul fluxurilor comerciale de bunuri,

în trimestrul I a avut loc o reducere a volumului importurilor, în principal ca urmare a restrângerii producției ramurilor mari consumatoare de energie, cu efect de ajustare a achizițiilor de gaze naturale²⁵, lemn, bunuri chimice folosite ca materie primă în industria de profil, minereuri de fier și metale sub forme primare. Con tracția importurilor s-a limitat însă la 0,3 la sută (variație anuală), influențe în sensul creșterii revenind unor factori conjuncturali – producția agricolă slabă din anul anterior și întreruperea activității celei mai mari rafinării locale pentru lucrări de mentenanță în trimestrul I 2022 generând majorări cu 65 la sută pentru importurile de materii prime agricole și respectiv cu 28,6 la sută pentru cele de țigări. Totodată, bunurile din import

²⁵ Un aport revenind însă și creșterii producției locale.

Grafic 2.5. Surse de acoperire a cererii interne pe piețe de proveniență

Grafic 2.6. Exporturi


dețin un rol semnificativ în acomodarea plusurilor de cerere internă – pe segmentul bunurilor de capital (cu excepția autovehiculelor), importurile au crescut în medie cu 15 la sută pe parcursul ultimelor patru trimestre (variație anuală de volum²⁶), în timp ce vânzările pe piața internă ale companiilor autohtone de profil s-au majorat cu 8 la sută; o situație similară este întâlnită și pe segmentul bunurilor de consum (avans de 9,3 la sută al importurilor față de numai 1,7 la sută în cazul livrărilor de proveniență locală), Grafic 2.5.

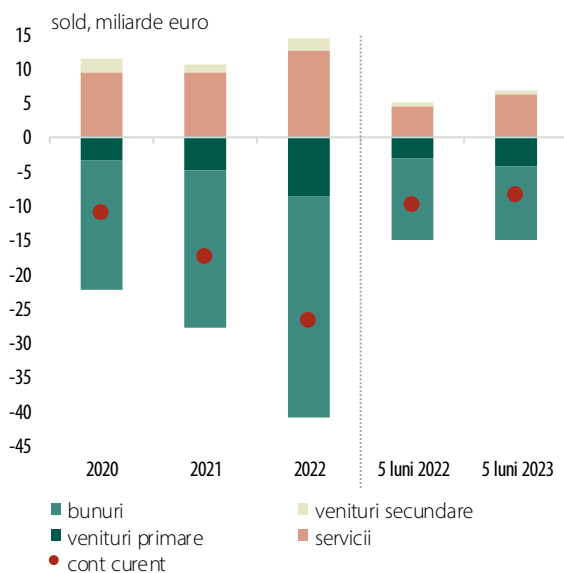
Exporturile de bunuri au avut o evoluție modestă (-2,3 la sută, variație anuală a volumului), pe fondul trenării activității industriale la nivel european, dar și al unui efect de bază asociat ameliorării funcționării lanțurilor internaționale de aprovizionare în primele luni din anul 2022 (Grafic 2.6). Pentru lunile următoare este posibilă o anumită revenire, după cum sugerează dinamica moderat pozitivă din intervalul ianuarie-mai a portofoliului de comenzi externe pentru industria prelucrătoare (+2,3 la sută față de media trimestrului IV 2022), atribuită în principal ramurilor producătoare de mijloace de transport și industriei ușoare, cu toate că situația la nivel internațional în sectorul prelucrător nu este, în general, favorabilă. Un impact pozitiv va avea probabil reluarea activității la o rafinare importantă (după ample lucrări de revizie tehnică și modernizare derulate în trimestrul II) și previzibila creștere a producției agricole vegetale din acest an; în acest din urmă caz, retragerea Rusiei din acordul pentru transportul pe Marea Neagră al cerealelor din Ucraina este însă de natură a genera presiuni asupra infrastructurii (rutiere, portuare) folosite pentru exportarea producției locale.

Prelungirea pantei descrescătoare a volumului importurilor, indicată de seriile Eurostat privind comerțul internațional în primele patru luni ale anului curent (clasificarea „mari categorii economice”), concomitent cu evoluția moderat pozitivă a cantităților exportate au determinat ajustarea soldului balanței bunurilor. Un ecart favorabil de ritm s-a înregistrat și la nivelul valorilor unitare ale exporturilor și importurilor de bunuri (5,6 la sută față de 5,1 la sută, variații anuale în primele patru luni). Diferențialul de 0,5 puncte procentuale a fost însă insuficient pentru a imprima

²⁶ Potrivit grupării BEC pentru comerțul internațional (Sursa: Eurostat).

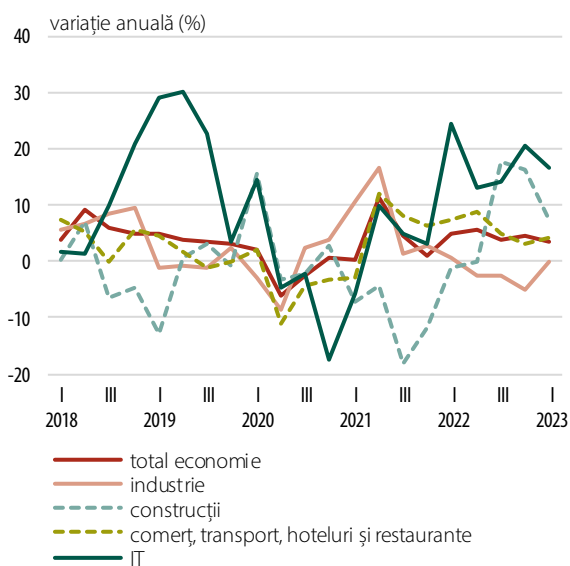
componentei de preț un aport la îmbunătățirea soldului balanței bunurilor²⁷, în condițiile în care dimensiunea exporturilor este sensibil inferioară celei aferente importurilor (în anul 2022, ponderile acestora în PIB au fost de 30 la sută, respectiv 41,3 la sută).

Grafic 2.7. Contul curent



Sursa: BNR

Grafic 2.8. Productivitatea muncii în economie



Sursa: INS, calcule BNR

Fluxurile externe de servicii și-au menținut contribuția la creșterea economică, parcursul solid al încasărilor din transporturile de mărfuri (rutiere și maritime), din servicii IT&C și alte servicii pentru afaceri conjugându-se, în trimestrul I, cu o încetinire a dinamicii importurilor (inclusiv pe seama efectului de bază asociat amplificării călătoriilor în străinătate ale turiștilor români la începutul anului 2022).

Surplusul aferent balanței serviciilor s-a extins și în lunile ulterioare, avansul de 1,8 miliarde euro consemnat în perioada ianuarie-mai 2023 (variație anuală) regăsindu-se în restrângerea deficitului de cont curent (cu 16,7 la sută). În același interval, dezechilibrul la nivelul schimburilor comerciale de bunuri s-a restrâns cu aproape 1,2 miliarde euro (influența sa asupra soldului contului curent a fost însă contrabalansată, în linii mari, de accentuarea soldului negativ al balanței veniturilor primare, ca urmare a creșterii plăților de natura dobânzilor și a profiturilor reinvestite de firme ISD), Grafic 2.7.

Productivitatea muncii

Dinamica anuală a productivității muncii din economie s-a redus în primul trimestru din 2023 până la 3,6 la sută (-0,9 puncte procentuale față de precedentele trei luni). Aportul decisiv a revenit sectorului construcțiilor (încetinire a ritmului anual al VAB de la 16,1 la sută la 7,5 la sută), pe fondul temperării activității din zona rezidențială, în timp ce productivitatea în activitățile de comerț-transport-HoReCa și-a consolidat dinamica anuală pozitivă, ca urmare a extinderii suplimentare a lanțurilor moderne de retail, dar și a cererii robuste în celelalte două cazuri (Grafic 2.8).

Industria prelucrătoare nu oferă, deocamdată, indicii de revenire. Pe acest segment, productivitatea

muncii s-a contractat și în T1 2023, într-un ritm similar celui consemnat în intervalul precedent, respectiv -3,3 la sută, deteriorându-se ulterior până la -6,8 la sută în

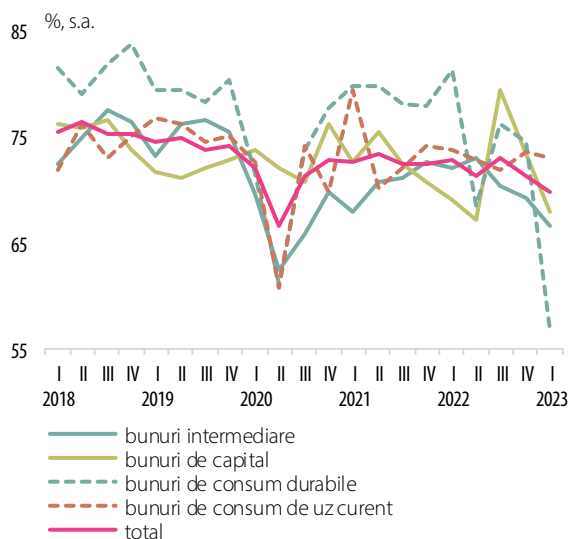
²⁷ În concluzie, scăderea deficitului bunurilor (fob-fob) cu 14,2 la sută în primele patru luni ale anului curent (variație anuală) s-a datorat componentei de volum (circa -18 puncte procentuale), componenta de preț având în continuare o contribuție pozitivă (+3,9 puncte procentuale) – calcule BNR pe baza datelor de comerț internațional (Eurostat).

primele două luni din trimestrul II. Evoluția continuă să reflecte dinamicile observate în planul producției industriale la nivel comunitar, în special în Germania, lipsa de tracțiune din partea cererii (externe, dar și interne) reprezentând principalul impediment în calea redresării activității; la nivelul ofertei, dificultățile întâmpinate anterior (disponibilitatea input-urilor de producție, timpii de livrare) s-au disipat în bună măsură. Indicatorii de încredere pentru operatorii europeni din domeniu afișează în trimestrul II 2023 cele mai reduse niveluri de la debutul pandemiei, în contextul erodării puterii de cumpărare, al continuării înăsprii politicii monetare, dar și al trenării revenirii economice din China – mai mult, pe această piață producătorii europeni din industrie reclamă pierderi de cotă, în contextul unor fricțiuni legate

de percepția mai negativă față de companiile vestice, date fiind tendințele recente în direcția geofragmentării.

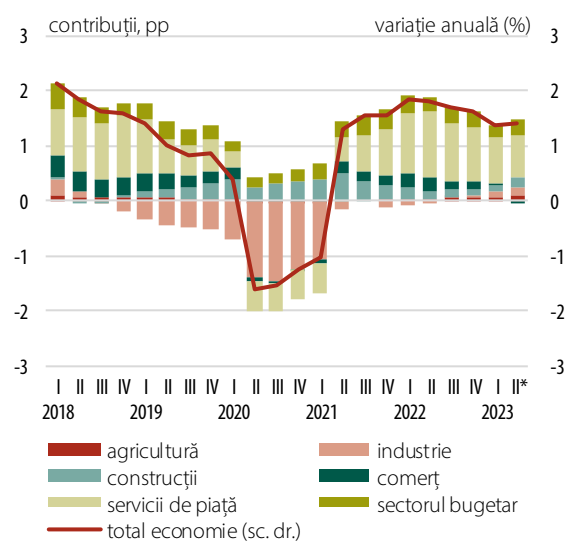
Pe plan local, evoluțiile nefavorabile s-au transpus în adâncirea treptată în teritoriul negativ a dinamicii anuale a volumului comenzilor adresate industriei prelucrătoare (-2,3 la sută în T4 2022, -2,5 la sută în T1 2023 și -4,2 la sută în luna aprilie). În paralel, gradul de utilizare a capacităților de producție s-a redus abrupt în T2 2023, până la cel mai scăzut nivel din seria istorică de date exceptând T2 2020, toate marile grupe industriale consemnând scăderi (Grafic 2.9). În ansamblu, producătorii din industria manufacturieră și-au extins schemele de personal în prima parte a anului 2023, cu aportul decisiv al industriei alimentare, care a beneficiat de introducerea unor facilități fiscale pentru angajații din acest sector. Totuși, în ramurile unde sunt implementate reduceri de personal, ritmurile de redimensionare a schemelor sunt sensibil inferioare celor de restrângere a producției, ceea ce determină înrăutățirea indicatorilor de productivitate.

Grafic 2.9. Gradul de utilizare a capacităților de producție în industria prelucrătoare



Sursa: CE-DG ECFIN

Grafic 2.10. Efectivul salariaților din economie



*) apr.-mai

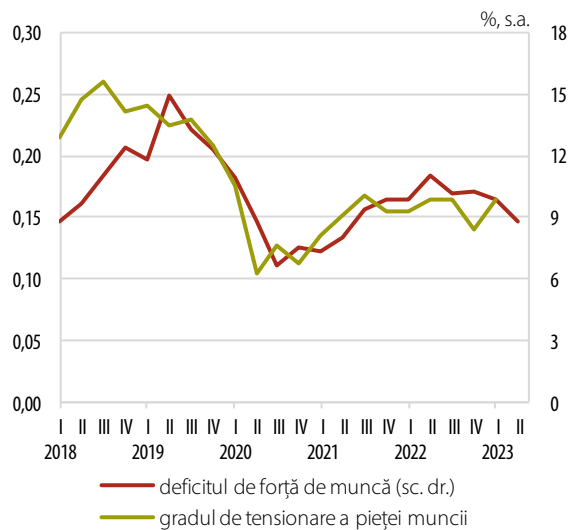
Sursa: INS, calcule BNR

Evoluții pe piața muncii

Piața muncii a manifestat reziliență în prima parte a anului 2023, fiind caracterizată de o cerere relativ robustă de forță de muncă, șomaj în scădere și dinamică alertă a salariilor.

Efectivul de salariați din economie a continuat să se extindă în primul trimestru al anului 2023, chiar dacă rata anuală s-a temperat până la 1,4 la sută (-0,2 puncte procentuale față de intervalul anterior). Încetiniri de ritm au fost observate în majoritatea sectoarelor, respectiv în comerț, construcții, servicii, dar și în sfera bugetară (Grafic 2.10). În industrie s-a consemnat o creștere marginală a angajărilor în termeni anuali, menținându-se însă evoluțiile mixte în structură.

Grafic 2.11. Gradul de tensionare a pieței muncii



Notă: Indicatorul privind tensionarea pieței muncii este calculat ca raport între rata locurilor de muncă vacante și rata șomajului BIM (date cu frecvență lunară).

Deficitul de forță de muncă se referă la procentul companiilor care percep că dificultatea de a găsi forță de muncă reprezintă un factor care le limitează activitatea economică; indicatorul vizează industria prelucrătoare, construcțiile și serviciile și a fost agregat în funcție de numărul de angajați din fiecare sector.

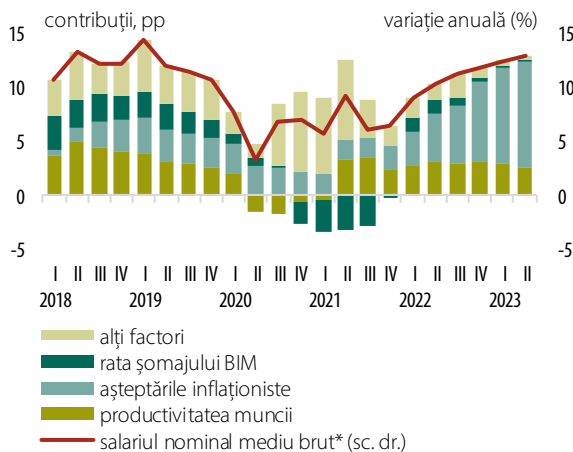
Sursa: INS, Eurostat, CE-DG ECFIN, calcule și estimări BNR

Extinderi de personal au avut loc în ramuri manufacturiere cu un parcurs mai favorabil la începutul anului 2023, precum industria fabricării produselor electronice, sectorul auto, industria farmaceutică sau prelucrarea țigăiului, cea mai consistentă contribuție revenind însă industriei alimentare. Disponibilizări s-au observat în chimie și metalurgie (ramuri sever afectate de criza energetică, unde unii operatori nu funcționează nici în prezent la întreaga capacitate, în pofida detensionării piețelor de energie), în industria fabricării mineralelor nemetalice (afectată de încetinirea cererii), în domeniile care utilizează lemnul în procesul de fabricație (prelucrarea lemnului, mobilă), dar și în industria ușoară.

După scăderea consemnată la finele anului 2022, rata locurilor de muncă vacante a revenit în trimestrul I 2023 la 0,9 la sută (+0,1 puncte procentuale față de intervalul anterior), remarcându-se o revigorare a cererii de forță de muncă în sfera serviciilor (în esență, în intermediari financiare și asigurări, activități imobiliare, IT&C și sănătate). Majorarea numărului de posturi disponibile, alături de diminuarea ratei șomajului BIM până la 5,5 la sută (-0,2 puncte procentuale față de trimestrul IV 2022, pe baza datelor cu frecvență lunară) relevă o creștere a gradului de tensionare pe piața muncii, având loc astfel o inversare a tendinței de atenuare observată în ultima parte a anului 2022. În contrast, rezultatele sondajului DG ECFIN din prima jumătate a anului curent continuă să semnaleze diminuarea deficitului de personal perceput de către firme (Grafic 2.11).

Cele mai recente date (aprilie-mai 2023) sugerează menținerea unei cereri robuste de forță de muncă, variația anuală a numărului de salariați din economie stabilizându-se la 1,4 la sută, iar rata șomajului la circa 5,5 la sută. Totodată, așteptările companiilor privind ocuparea sunt pozitive pe termen scurt, indicatorul DG ECFIN majorându-se în perioada aprilie-iunie 2023 până la 107,3 puncte (+1,2 puncte față de trimestrul I). Comerțul cu amănuntul rămâne sectorul cu cel mai ridicat nivel al indicatorului, dar și în construcții, industria prelucrătoare și servicii de piață se prefigurează o anumită intensificare a recrutărilor.

Grafic 2.12. Evoluția salariului mediu brut pe economie



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

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

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

Variațiile sunt approximate prin diferențe de logaritmi.

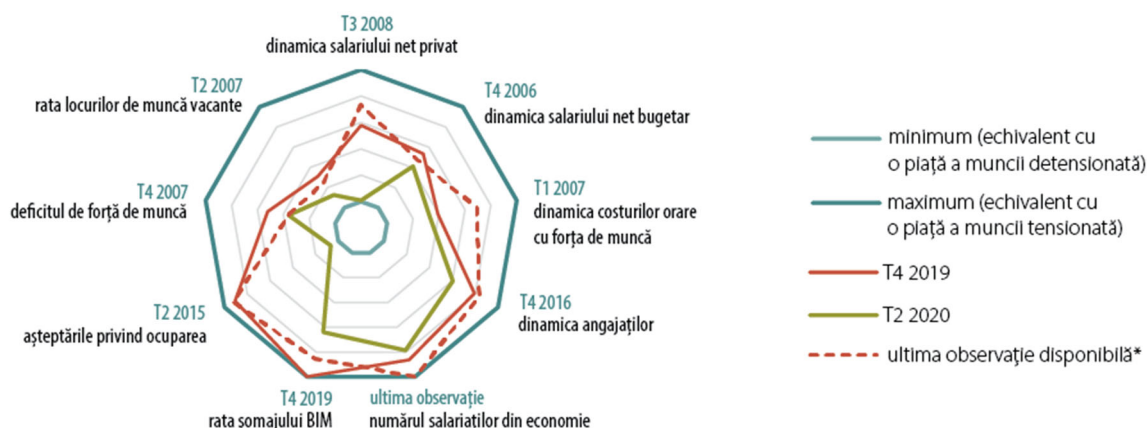
Sursa: INS, Eurostat, estimări și prognoze BNR

Dinamica anuală a salariului mediu brut pe economie s-a majorat ușor în perioada aprilie-mai 2023, până la 13,6 la sută (+0,2 puncte procentuale față de trimestrul I), ritmul alert de creștere continuând să fie imprimat de evoluțiile din sectorul privat (15,4 la sută în intervalul aprilie-mai). Așteptările privind inflația dețin în continuare contribuția dominantă la dinamica ascendentă a salariilor²⁸, în condițiile în care cererea de forță de muncă încă robustă face ca cerințele salariale alimentate de inflație să fie, în general, acomodate de companii; în schimb, productivitatea muncii și-a redus influența, odată cu încetinirea activității economice (Grafic 2.12). În sectorul bugetar, rata anuală de creștere a salariilor a fost mai moderată, respectiv 7,4 la sută în intervalul aprilie-mai, dar în creștere cu 1,8 puncte procentuale față de trimestrul I 2023, ca urmare a distribuirii tichetelor de vacanță; ritmuri mai înalte sunt de așteptat și în perioada următoare, date fiind majorările salariale anunțate în învățământ începând cu luna iunie.

Piața muncii – snapshot

Diagrama de tip *spider* prezentată mai jos își propune să ofere o imagine de ansamblu asupra situației de pe piața muncii. În cadrul acestei abordări se urmărește mai ales comparația situației curente cu cea dată de valorile minime pentru eșantionul de date considerat (corespunzătoare unei situații detensionate pe piața muncii), respectiv cu valorile maxime (corespunzătoare unui context tensionat), dar prezintă interes și comparația cu alte momente în timp, cum ar fi trimestrul IV 2019, ultimul moment aferent ciclului anterior de expansiune, înainte de suita de șocuri care a afectat economia în anii recentți (pandemia COVID-19, șocul energetic, războiul din Ucraina).

Grafic A. Imagine de ansamblu asupra evoluțiilor de pe piața muncii



*) T2 2023 pentru așteptările privind ocuparea și deficitul de forță de muncă; aprilie-mai 2023 pentru dinamica salariului net în sectorul privat și public, pentru dinamica angajaților, numărul salariaților din economie și pentru rata șomajului BIM (date cu frecvență lunară); T1 2023 pentru rata locurilor de muncă vacante și pentru dinamica costurilor orare cu forța de muncă.

Notă: Eșantionul folosit cuprinde perioada T1 2006 – T2 2023, iar valorile au fost normalizate pentru fiecare variabilă.

Maximum este definit ca cel mai scăzut nivel atins din T1 2006 în cazul ratei șomajului, respectiv ca cel mai înalt nivel în cazul celorlalți indicatori.

Minimum este definit în mod invers față de definirea rezultatului maxim.

Sursa: INS, Eurostat, CE DG ECFIN, calcule BNR

²⁸ Potrivit unei specificații a Curbei Phillips pentru piața muncii din România în care așteptările privind inflația sunt modelate ca adaptive (rata inflației cu decalaj de două trimestre).

Graficul sugerează o situație tensionată pe piața muncii în ansamblu, în prima parte a anului 2023. În termeni de utilizare a forței de muncă numărul de angajați din economie se situează în prezent la maximum perioadei analizate, iar dinamica este relativ consistentă (superioară valorii pre-pandemice și nu foarte departe de maximum eșantionului luat în considerare). Rata șomajului se plasează încă deasupra pragului minim consemnat înainte de izbucnirea pandemiei, însă nivelul este unul redus din perspectivă istorică. Pe latura cererii de forță de muncă, rata locurilor de muncă vacante și procentul firmelor care percep deficitul de forță de muncă ca factor care le limitează activitatea sunt vizibil inferioare maximelor consemnate în perioada de expansiune 2007-2008, însă apropiate de valorile înregistrate în trimestrul IV 2019. Aceste evoluții, alături de optimismul companiilor privind ocuparea din sondajul DG ECFIN, sugerează prezența unei cereri relativ robuste de forță de muncă în economie. Ritmul de creștere a salariilor, deși inferior celui consemnat în perioada de expansiune 2007-2008 (moment la care procesul de convergență impulsiona semnificativ dinamica veniturilor), este unul extrem de alert, peste nivelul pre-pandemic, situația semnalând o putere de negociere mai mare din partea (potențialilor) angajați și acumularea unor presiuni inflaționiste din sfera pieței muncii.

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

În trimestrul I 2023, atât prețurile de import, cât și cele de producție aferente bunurilor industriale și agricole de proveniență internă au consemnat decelerări ale ritmurilor anuale de creștere, pe seama costurilor mai reduse cu materiile prime (mai ales energetice) și a manifestării unor efecte de bază favorabile. Evoluțiile din perioada aprilie-mai 2023 nu sugerează inversări de tendință, date fiind fragilitatea cererii globale și perspectivele bune ale anului agricol pe plan intern și internațional.

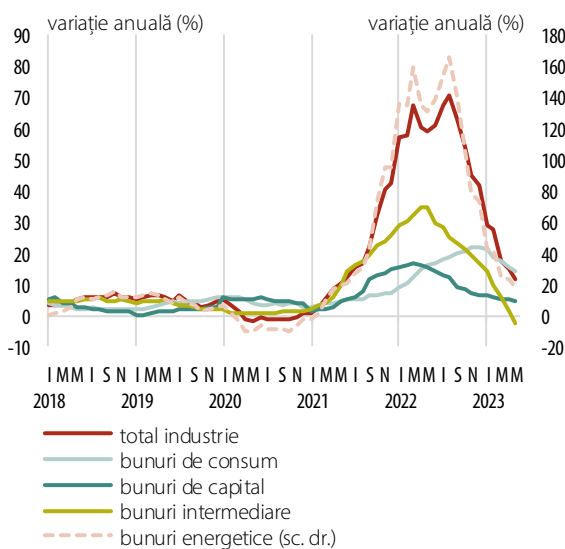
2.1. Prețurile de import

Tendința descendentă a cotațiilor materiilor prime s-a menținut în trimestrele I-II 2023 (dinamici curente de -13,7 la sută și -7,5 la sută, care au condus la variații anuale puternic negative; Grafic 2.13). Prețul petrolului a evoluat relativ stabil, cu un puseu de creștere ceva mai evident în prima jumătate a lunii aprilie, până la 87 dolari SUA/baril²⁹, depășit însă destul de rapid – cotația a revenit la circa 75 dolari SUA/baril, în condițiile unei oferte reziliante din partea unor state non-OPEC+, dar și a faptului că exporturile de profil ale Rusiei (la prețuri diminuate) au depășit așteptările. Prețul gazelor pe piața europeană a continuat să se reducă, în contextul nivelului consistent al depozitelor, al diversificării surselor de aprovizionare și al unei cereri temperate a economiilor asiatice. Pe parcursul lunii iunie, o oarecare volatilitate a fost indusă în piață de oprirea neașteptată a activității la câmpurile gazifere din Norvegia, efectul fiind însă de scurtă durată. Cotațiile metalelor (inclusiv produse minerale) au marcat o revenire în trimestrul I, pentru ca ulterior să scadă din nou, în condițiile lipsei de

²⁹ În contextul unui anunț OPEC+ de reducere a producției.

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

Grafic 2.14. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Sursa: INS, Eurostat

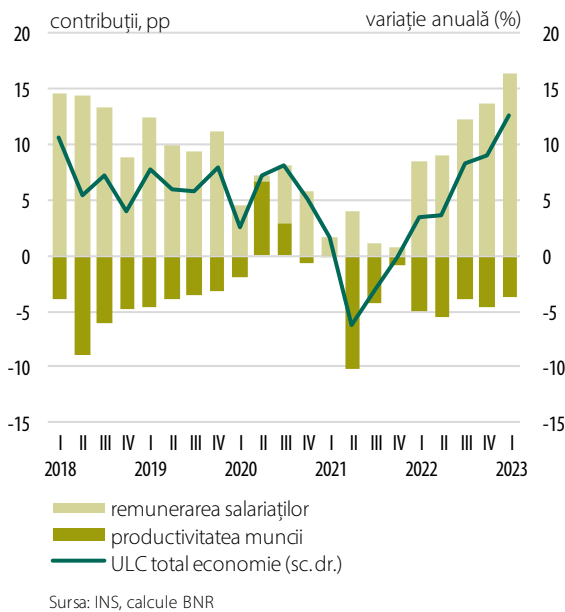
În intervalul aprilie-mai 2023, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă și-a consolidat traiectoria descendentă, ajungând la 13,3 la sută (-11,1 puncte procentuale față de trimestrul I 2023; Grafic 2.14). Similar perioadelor anterioare, scăderile cotațiilor energiei electrice și ale gazelor naturale au reprezentat principalul factor explicativ, acestea regăsindu-se în temperarea creșterii anuale a prețurilor în industria locală de profil. Poziționarea energiei în amonte lanțului de producție a antrenat mișcări asemănătoare la nivelul prețurilor celorlalte categorii de bunuri. Tendințele curente vor continua și în lunile următoare, după cum semnaleză sondajul DG ECFIN pentru perioada iunie-august 2023, soldul conjunctural corespunzător prețurilor de producție în industrie accentuându-și panta descendentă.

Parcursul dezinflaționist al grupei bunurilor energetice (-15,1 puncte procentuale, până 21 la sută, rată anuală) a fost susținut de ramura de prelucrare a țițeiului, pe fondul manifestării unor puternice efecte statistice (-30,1 la sută în termeni anuali în intervalul aprilie-mai), dar mai ales de ramura de producție și furnizare a energiei electrice, termice și gazelor (dinamică anuală de 41,1 la sută în perioada aprilie-mai, față de 51,2 la sută în trimestrul I 2023). În linie cu tendința externă, cotațiile spot pe piețele interne *en gros* ale energiei electrice și gazelor naturale au înregistrat niveluri apropiate de cele anterioare debutului presiunilor în zona energetică în vara anului 2021. Pe plan intern, oferta abundentă, asociată condițiilor meteo favorabile (debitul Dunării a revenit în aprilie-mai aproape de media multianuală) și nivelului confortabil al depozitelor de gaze naturale (peste 50 la sută din capacitatea de stocare în luna mai, de două ori mai mult față de perioada similară a anului anterior), s-a suprapus unui consum încă mic (marii consumatori industriali fiind inactivi sau funcționând sub capacitate). De altfel, reducerea semnificativă a prețurilor în întregul bloc comunitar, în special în Germania³⁰, a condus la consemnarea în premieră a unor prețuri negative pe piața internă *en gros* de energie electrică pe parcursul lunii mai, în anumite intervale orare. În schimb, o influență de sens contrar a avut majorarea, începând cu 1 aprilie 2023, a tarifelor de distribuție la energie electrică și la gaze naturale, precum și la transportul energiei electrice.

În strânsă corelație cu evoluția cotațiilor internaționale ale metalelor și ale produselor energetice, atenuări ale dinamicii anuale comparativ cu trimestrul anterior au consemnat și prețurile bunurilor intermediare și de capital (-10,3 puncte procentuale, respectiv -0,9 puncte procentuale, până la -0,6 la sută, respectiv 5,1 la sută).

³⁰ Această țară a realizat investiții importante în producerea de energie eoliană și solară, pentru a putea renunța la energia nucleară (ultimele reactoare au fost închise în luna aprilie).

Grafic 2.16. Costurile unitare cu forța de muncă



În industrie, rata anuală a costurilor salariale unitare a rămas pe o traiectorie ascendentă în primele cinci luni ale anului 2023, accelerând în intervalul aprilie-mai la 25,2 la sută (față de 22,1 la sută în trimestrul I 2023, respectiv 21,5 la sută în trimestrul IV 2022). Deși presiunile asupra costurilor de producție s-au diminuat, pe fondul destinderii piețelor de materii prime, activitatea industrială a trenat, resimțind tot mai mult influența negativă a încetinirii creșterii economiei globale. Dinamici anuale în accelerare ale costurilor salariale unitare (peste 30 la sută) s-au înregistrat în ramuri precum prelucrarea lemnului, industria ușoară, fabricarea echipamentelor electrice, dar și industria alimentară. În cazul ramurilor energointensive s-au observat temperări de ritm, pe fondul unor ajustări operate la nivelul forței de muncă, dar și al unei ușoare redresări a activității; în metalurgie și în chimie variațiile costurilor salariale unitare s-au menținut totuși ridicate (30 la sută,

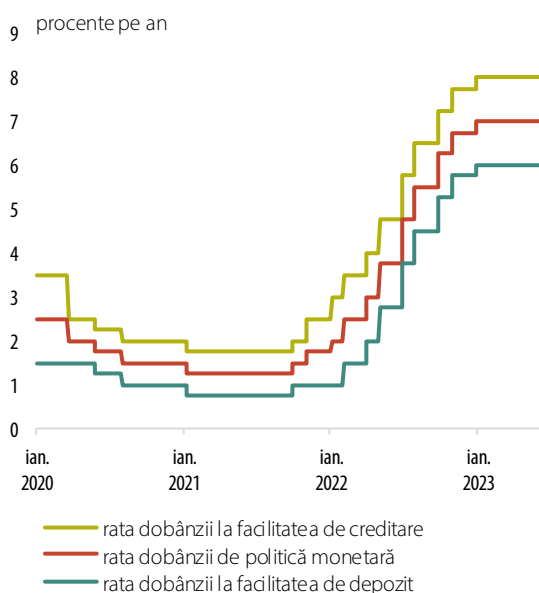
respectiv 20 la sută). Dinamici ușor mai moderate (sub 20 la sută) s-au înregistrat în industria auto, în fabricarea produselor electronice, mașini și echipamente, precum și în industria băuturilor.

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În lunile mai și iulie 2023, BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută, iar ratele dobânzilor pentru facilitatea de creditare și cea de depozit la 8,00 la sută, respectiv la 6,00 la sută (Grafic 3.1). Totodată, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost păstrate la nivelurile în vigoare (de 8 la sută, respectiv 5 la sută). Măsurile au vizat readucerea durabilă a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, 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 scăderea considerabilă și conform previziunilor consemnată de rata anuală a inflației în trimestrul I 2023 și de reconfirmarea în linii generale, în contextul noului exercițiu de prognoză, a coordonatelor precedentei proiecții pe termen mediu a inflației.

Astfel, rata anuală a inflației a scăzut la 14,53 la sută în martie 2023, de la 16,37 la sută în decembrie 2022 – înregistrând prima scădere din ultimele nouă trimestre –, în principal ca urmare a descreșterii ample a dinamicilor prețurilor combustibililor și energiei electrice, sub influența unor efecte de bază consistente și a modificării începând cu 1 ianuarie 2023 a caracteristicilor schemei de plafonare și compensare a prețurilor la energie. La rândul ei, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a stopat ascensiunea în trimestrul I, în condițiile în care ea

s-a mărit sub așteptări în primele două luni ale anului, iar în martie s-a redus la 14,6 la sută³³ – nivel similar celui din decembrie 2022.

³³ Pe fondul unor efecte de bază dezinflaționiste, al descreșterii cotațiilor mărfurilor, prioritar agroalimentare, și al ajustării descendente a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt. Acestea au contrabalansat integral influențele de sens opus ce au continuat să vină în primul trimestru din transferarea treptată asupra prețurilor de consum a costurilor materiale și salariale crescute, precum și din conservarea marjelor de profit, în contextul rezilienței cererii de consum, dar și din scumpirea unor bunuri de consum importate.

În același timp, noua prognoză pe termen mediu a relevat perspectiva continuării descreșterii ratei anuale a inflației pe o traiectorie aproape similară celei previzionate anterior. Prin urmare, aceasta era așteptată să scadă la nivelul de o cifră în trimestrul III și la 7,1 la sută în decembrie 2023, iar apoi să se reducă la 4,2 la sută la finele anului 2024 și la 3,9 la sută în martie 2025, rămânând astfel ușor deasupra intervalului țintei la finalul orizontului proiecției³⁴.

Descreșterea ratei anuale a inflației urma să fie antrenată pe mai departe de factori pe partea ofertei, al căror impact dezinflaționist era așteptat să crească progresiv în următoarele trimestre și să afecteze puternic evoluția componentelor exogene ale IPC, dar și dinamica inflației de bază, într-o oarecare măsură. Principalele influențe erau anticipate să decurgă din efecte de bază dezinflaționiste și din corecții descendente ale cotațiilor unor mărfuri³⁵, precum și din ameliorarea considerabilă a funcționării lanțurilor globale de producție/aprovizionare, cărora li se alătura impactul prezumat al configurației schemelor de plafonare a prețurilor la energie.

Totodată, balanța riscurilor induse de factorii pe partea ofertei la adresa noii perspective a inflației rămânea relativ echilibrată, incertitudinile fiind legate în principal de mișcarea cotațiilor petrolului, precum și de evoluția viitoare a prețurilor LFO și a prețurilor altor produse agroalimentare, având în vedere condițiile climaterice adverse prevalente recent la nivel regional și european, dar și existența premiselor pentru un an agricol bun pe plan intern.

Din partea factorilor fundamentali erau de așteptat presiuni mai intense decât în evaluările anterioare și în atenuare mai graduală, dată fiind probabila restrângere relativ mai lentă a excedentului de cerere agregată și de la un nivel peste așteptări atins în trimestrul IV 2022, implicând închiderea acestuia la finele orizontului prognozei, cu o întârziere de trei trimestre față de proiecția precedentă³⁶. De asemenea, dinamica costului unitar cu forța de muncă era anticipată să mai crească pe ansamblul anului curent, deși mult mai modest față de 2022.

Perspectiva activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, continua să fie marcată totuși de incertitudini și riscuri însemnate în contextul prelungirii războiului din Ucraina, precum și de cele decurgând din turbulențele în sistemele bancare din SUA și Elveția. În același timp, o sursă de riscuri și incertitudini rămânea absorbția fondurilor europene, mai ales a celor aferente programului „Next Generation EU”, condiționată de îndeplinirea unor ținte și jaloane stricte.

Incertitudini și riscuri crescute erau asociate însă conduitei politicii fiscale, date fiind, pe de o parte, ținta de deficit bugetar stabilită pentru anul curent în vederea continuării consolidării bugetare în contextul procedurii de deficit excesiv și al majorării semnificative a costului finanțării, iar, pe de altă parte, caracteristicile execuției bugetare din primele luni ale anului, precum și seturile de măsuri de sprijin

³⁴ Prognoza din luna februarie indica pentru finele anilor 2023 și 2024 valori de 7,0 la sută, respectiv 4,2 la sută.

³⁵ Inclusiv ale materiilor prime agroalimentare, pe fondul detensionării piețelor *en gros*.

³⁶ În condițiile în care creșterea economică era așteptată să decelereze mai modest în intervalul 2023-2024 decât s-a anticipat anterior, pe fondul dinamicii ei robuste din semestrul II 2022 și al accelerării atragerii de fonduri europene, inclusiv a celor aferente instrumentului „Next Generation EU”.

aplicate ori prelungite în 2023, într-o conjunctură economică și socială dificilă pe plan intern și global, cu potențiale implicații adverse asupra parametrilor bugetari finali.

Datele statistice publicate ulterior au arătat că rata anuală a inflației și-a accelerat scăderea în primele două luni ale trimestrului II 2023 conform așteptărilor, coborând la 10,64 la sută în luna mai³⁷, inclusiv în condițiile continuării descreșterii graduale a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat în linie cu previziunile, până la nivelul de 13,6 la sută în mai³⁸.

Creșterea economică a încetinit peste așteptări în trimestrul I 2023³⁹, astfel încât excedentul de cerere agregată s-a restrâns probabil ceva mai pronunțat în raport cu previziunile, iar avansul în termeni anuali al PIB s-a redus mai mult decât s-a anticipat⁴⁰, dar cu precădere pe seama variației stocurilor, în timp ce consumul populației a continuat să-și accelereze creșterea, iar formarea brută de capital fix și-a majorat din nou dinamica de două cifre. Totodată, exportul net și-a mărit relativ modest aportul negativ la creșterea PIB, în condițiile în care descreșterea dinamicii volumului exporturilor a devansat-o pe cea a volumului importurilor de bunuri și servicii. Deficitul balanței comerciale și cel de cont curent s-au redus însă substanțial în trimestrul I față de perioada similară a anului anterior, în principal pe fondul ameliorării raportului de schimb.

În același timp, efectivul salariaților din economie și-a reaccelerat creșterea lunară în intervalul martie-aprilie, iar rata șomajului BIM s-a menținut relativ stabilă în aprilie-mai, după ce în trimestrul I a consemnat o scădere, până la 5,5 la sută, în timp ce rata locurilor de muncă vacante s-a mărit semnificativ. Totodată, intențiile de angajare pe termen foarte scurt și-au mărit ritmul de creștere în trimestrul II, iar scăderea pronunțată consemnată în perioada aprilie-iunie de deficitul de forță de muncă raportat de companii s-a datorat cvasiexclusiv evoluției acestuia în industrie. De asemenea, dinamica anuală de două cifre a câștigului salarial mediu brut nominal și-a accentuat ascensiunea în primele luni ale anului curent, astfel încât cea a salariului mediu net real a devenit semnificativ pozitivă în aprilie, iar costul unitar cu forța de muncă a continuat să-și accelereze creșterea – pe ansamblul economiei, dar mai ales în industrie.

Pe piața financiară, principalele cotații ale segmentului monetar interbancar și-au stopat declinul la mijlocul lunii mai, în timp ce randamentele titlurilor de stat au continuat să se reducă gradual până spre finele lunii iunie, în condițiile creșterii atractivității relative a plasamentelor în lei, inclusiv pe fondul accelerării descreșterii ratei anuale inflației și al reconfirmării traiectoriei descendente anticipate a acesteia. Cursul de schimb leu/euro s-a re poziționat la mijlocul lunii mai și s-a menținut apoi la valori ușor superioare celor prevalente în semestrul I 2022, inclusiv în contextul revizuirii așteptărilor investitorilor privind perspectiva apropiată a conduitei politicii monetare a Fed.

³⁷ Pe fondul accelerării descreșterii dinamicii prețurilor energiei și combustibililor, sub impactul unor efecte de bază, al diminuării cotațiilor țițeiului și al schemelor de plafonare a prețurilor la energie electrică și gaze naturale.

³⁸ Sub influența decelerării puternice a creșterii prețurilor alimentelor procesate. Dinamica prețurilor mărfurilor nealimentare, dar mai cu seamă cea a prețurilor serviciilor au continuat însă să se mărească în acest interval.

³⁹ La 0,1 la sută în termeni trimestriali, de la 1,0 la sută în trimestrul IV 2022.

⁴⁰ La 2,3 la sută, de la 4,5 la sută în trimestrul IV 2022.

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a reaccelerat ușor descreșterea în primele două luni ale trimestrului II⁴¹, în condițiile în care ritmul componentei în lei a continuat să decelereze alert, iar variația deosebit de înaltă a creditului în valută și-a stopat ascensiunea, consemnând scăderi succesive în aprilie și mai. Prin urmare, ponderea componentei în lei în creditul acordat sectorului privat și-a temperat considerabil trendul descendent, reducându-se doar marginal, la 67,6 la sută în mai, de la 67,8 la sută în martie.

Evaluările actualizate în acest context au arătat că rata anuală a inflației va continua să scadă în următoarele luni în linie cu cea mai recentă prognoză pe termen mediu, în principal sub influența efectelor de bază dezinflaționiste și a corecțiilor descendente înregistrate în trimestrele precedente de cotațiile unor mărfuri, mai ales ale energiei, petrolului și materiilor prime agroalimentare. Incertitudini și riscuri la adresa acestei perspective decurgeau totuși din reducerea suplimentară a livrărilor de țiței anunțată recent de către țările OPEC, dar și din măsura de plafonare temporară a adaosului comercial la produse alimentare de bază.

În același timp, din partea poziției ciclice a economiei erau de așteptat presiuni inflaționiste mai moderate și în atenuare mai pronunțată în perspectivă apropiată comparativ cu prognoza precedentă, în condițiile în care noile analize indicau o creștere economică mai modestă pe ansamblul trimestrelor II și III comparativ cu previziunile anterioare, după încetinirea peste așteptări a ritmului acesteia în trimestrul I, evoluții ce făceau probabile valori mai reduse și în descreștere mai rapidă ale excedentului de cerere agregată pe orizontul scurt de timp.

Totodată, războiul din Ucraina și sancțiunile instituite continuau să genereze incertitudini și riscuri semnificative la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, la fel ca și absorbția fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, în contextul condiționalităților atașate.

Incetitudini și riscuri crescute erau însă asociate conduitei politicii fiscale și celei de venituri, având în vedere datele privind execuția bugetară din primele cinci luni ale anului, precum și majorările salariale recente sau potențiale acordate în sectorul public, dar și procedura de deficit excesiv și angajamentele asumate în cadrul acesteia, de natură să reclame adoptarea unor măsuri fiscal-bugetare consistente în vederea continuării consolidării bugetare conform calendarului stabilit.

În ansamblul său, contextul a justificat menținerea neschimbată a ratei dobânzii de politică monetară, în vederea readucerii durabile a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

⁴¹ Ajungând la 7,8 la sută în mai, de la 10,2 la sută în martie.

Prin urmare, în ședința din 5 iulie 2023, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută; totodată, a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare la 8,00 la sută și a ratei dobânzii la facilitatea de depozit la 6,00 la sută. Consiliul de administrație al BNR a hotărât, de asemenea, păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit (la 8 la sută, respectiv 5 la sută).

2. Piețe financiare și evoluții monetare

În trimestrul II 2023, randamentul mediu zilnic al tranzacțiilor interbancare⁴² s-a menținut în proximitatea ratei dobânzii la facilitatea de depozit, iar cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare și-au stopat mișcarea descendentă la mijlocul intervalului. Cursul de schimb leu/euro și-a amplificat întrucâtva fluctuațiile în primele două luni ale trimestrului, stabilizându-se apoi pe un palier ușor superior celui pe care s-a menținut în semestrul I 2022. Dinamica anuală a lichidității din economie și-a accelerat creșterea în intervalul aprilie-mai, în contrast cu scăderea mai pronunțată consemnată de dinamica creditului acordat sectorului privat.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare s-a menținut și în trimestrul II în proximitatea ratei dobânzii la facilitatea de depozit, media lui trimestrială⁴³ rămânând astfel aproape constantă, la 5,99 la sută (+0,03 puncte procentuale față de cea din trimestrul I 2023).

Pe piața monetară, excedentul amplu de lichiditate s-a mai mărit întrucâtva în trimestrul II, în principal sub influența operațiunilor în valută ale Trezoreriei, iar banca centrală a continuat să-l dreneze prin intermediul facilității de depozit⁴⁴. În acest context, ratele dobânzilor pe termen foarte scurt de pe piața monetară interbancară au tins să se mențină în apropierea limitei de jos a coridorului ratelor dobânzilor, coborând frecvent la valori chiar ușor inferioare ratei dobânzii la facilitatea de depozit în prima jumătate a intervalului.

Cotațiile ROBOR 3M-12M au continuat să se reducă până la mijlocul trimestrului II – relativ lent în cazul maturității de 3 luni⁴⁵, dar ceva mai alert pe termenele mai lungi, de 6 luni și 12 luni⁴⁶ –, pentru ca ulterior să rămână practic stabile, inclusiv pe fondul

⁴² Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară, ponderată cu volumul tranzacțiilor.

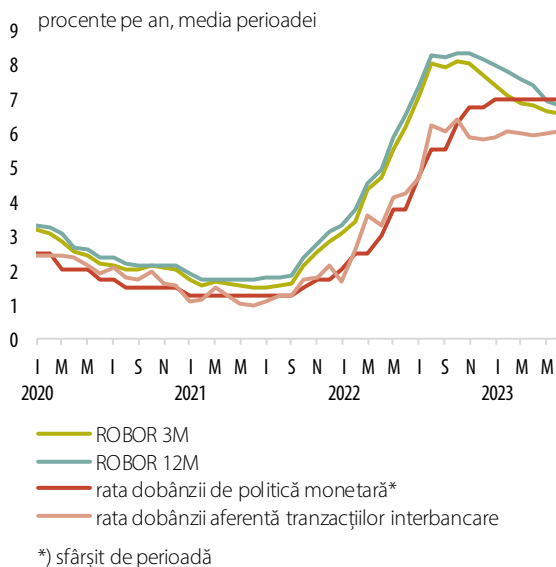
⁴³ Ponderată cu volumul tranzacțiilor.

⁴⁴ Stocul mediu zilnic al acestor plasamente s-a mărit la 27,7 miliarde lei în trimestrul II 2023, de la 22,7 miliarde lei în precedentele trei luni.

⁴⁵ Mișcarea descendentă a cotației ROBOR 3M a încetinit odată cu coborârea indicatorului la mijlocului trimestrului I în jumătatea inferioară a coridorului ratelor dobânzilor.

⁴⁶ Cotațiile ROBOR 6M și ROBOR 12M au coborât, la rândul lor, sub nivelul ratei dobânzii de politică monetară.

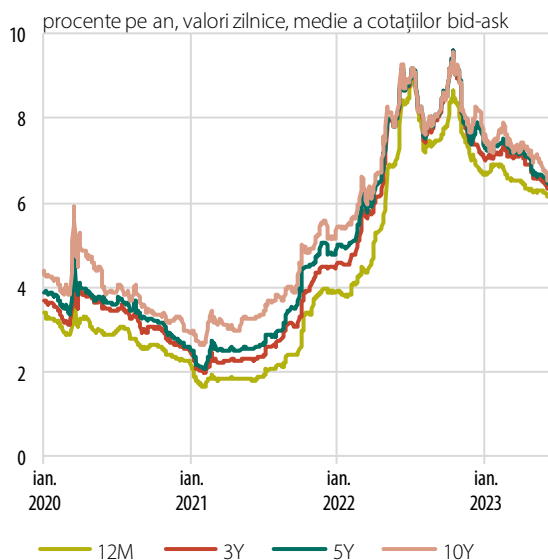
Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



evoluțiilor de pe alte segmente ale pieței financiare interne. Pe ansamblul perioadei, media trimestrială a cotației ROBOR 3M și-a temperat astfel scăderea (-0,46 puncte procentuale față de trimestrul I, până la 6,64 la sută), în timp ce valorile medii ale cotațiilor aferente termenelor de 6 luni și 12 luni s-au redus în ritm similar ori superior celui din precedentele trei luni (-0,63 puncte procentuale, la 6,79 la sută, respectiv -0,74 puncte procentuale, la 7,04 la sută) (Grafic 3.2).

Pe piața titlurilor de stat, influențe importante au venit în aprilie și de pe piața externă – marcată de revizuirea succesive ale anticipațiilor privind conduita politicii monetare a Fed ulterior turbulențelor financiare din martie⁴⁷ –, pentru ca apoi să devină dominante efectele creșterii semnificative a atractivității relative a înscrisurilor denumite în lei, în principal pe fondul accelerării descreșterii ratei anuale a inflației și al reconfirmării traiectoriei descendente anticipate a acesteia, precum și în contextul evoluțiilor ameliorate din sectorul extern⁴⁸.

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



Astfel, după ce au fluctuat ușor în luna aprilie, cotațiile de referință de pe segmentul secundar⁴⁹ și-au reluat și și-au accentuat apoi, pe segmentul mediu și lung al maturităților, mișcarea descendentă, în contrast cu evoluțiile de pe piețele de obligațiuni din economiile dezvoltate și cu cele evidențiate temporar pe piețele din regiune, antrenate de expectațiile privind continuarea întăririi politicii monetare de către bănci centrale majore (Grafic 3.3).

Prin urmare, față de ultima lună a trimestrului I, mediile lunare ale randamentelor s-au diminuat în iunie cu aproximativ 0,20-0,40 puncte procentuale pe termenele de 6 luni și 12 luni (până la 6,06 la sută, respectiv 6,22 la sută) și cu circa 0,70 puncte

procentuale pe scadențele de 3 ani, 5 ani și 10 ani (la 6,45 la sută, 6,58 la sută, respectiv 6,76 la sută). Pe acest fond, curba randamentelor și-a atenuat înclinația pozitivă pentru al doilea trimestru consecutiv.

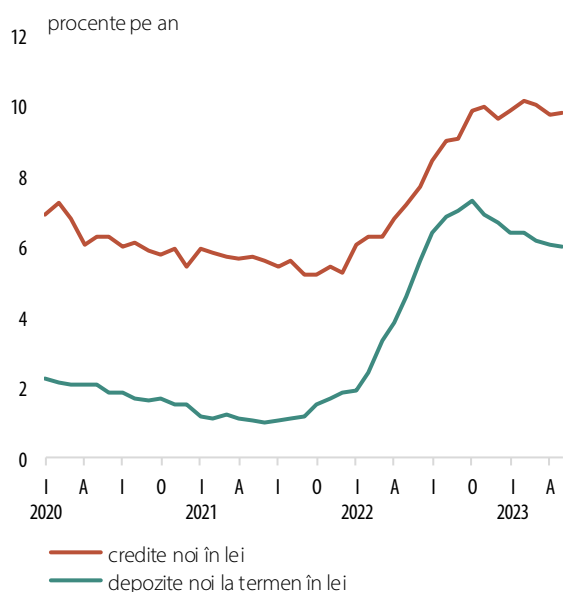
⁴⁷ Generate de problemele din sistemele bancare din SUA și Elveția.

⁴⁸ Relevant a fost și gradul ridicat de acoperire a necesarului de finanțare a sectorului public atins în primele luni ale anului.

⁴⁹ Medii ale cotațiilor bid-ask.

La rândul lor, randamentele medii acceptate pe piața primară⁵⁰ și-au accentuat scăderea începând cu luna mai, reducându-se astfel în iunie față de martie cu 0,44 puncte procentuale pe maturitatea de 12 luni (la 6,27 la sută), cu 0,61 puncte procentuale pe scadențele de 5 ani și 7 ani (la 6,65 la sută, respectiv 6,71 la sută) și cu 0,94 puncte procentuale în cazul titlurilor scadente peste 15 ani (la 7,05 la sută). Revenirea la cote ridicate a interesului investitorilor pentru aceste plasamente, după o relativă slăbire în luna aprilie, este ilustrată și de evoluția raportului dintre volumul solicitat de către dealerii primari și cel anunțat în cadrul licitațiilor de către MF, care s-a redus în prima lună a trimestrului II, dar a urcat apoi la valori însemnate din perspectivă istorică⁵¹, ajungând pe ansamblul trimestrului la 2,16, chiar și în condițiile unui volum programat al emisiunilor reprezentând un maxim al ultimilor 14 ani⁵². Proporția dintre volumul acceptat și cel anunțat de către MF a avut un parcurs similar⁵³, media ei trimestrială situându-se la 1,43. În aceste condiții, volumul total al titlurilor emise în trimestrul II a atins al doilea vârf istoric (28,4 miliarde lei) după recordul consemnat în trimestrul anterior (40,4 miliarde lei). Valoarea emisiunilor nete s-a redus totuși considerabil, la 5,2 miliarde lei, de la 35,6 miliarde lei în precedentele trei luni, dat fiind nivelul fără precedent înregistrat de volumul titlurilor ajunse la scadență (23,3 miliarde lei).

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



În contextul prelungirii descreșterii cotațiilor relevante ROBOR și al încetirii ascensiunii IRCC, rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebankari a înregistrat o ajustare descendentă pe ansamblul perioadei aprilie-mai, după cinci trimestre de creșteri consecutive (-0,23 puncte procentuale față de media trimestrului I, până la 9,78 la sută), iar cea aferentă depozitelor noi la termen ale acestora a continuat să scadă, dar mai temperat (-0,32 puncte procentuale, până la 6,02 la sută) (Grafic 3.4).

Evoluțiile au fost relativ omogene din perspectiva celor două categorii de clienți. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației s-a diminuat cu 0,25 puncte procentuale față de cea din trimestrul I 2023, până la o valoare medie 10,16 la sută, dar exclusiv pe seama scăderii costului mediu cu dobânda al împrumuturilor noi pentru consum (-0,55 puncte procentuale, până la 12,16 la sută), în condițiile

în care cel aferent creditelor noi pentru locuințe a continuat să se majoreze, deși

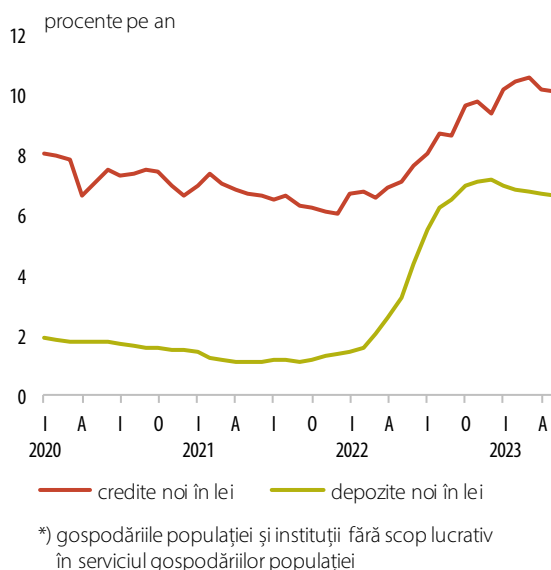
⁵⁰ În luna aprilie au fost emise prin programul „Fidelis” titluri de stat denumite în lei cu maturități de 1 an și 3 ani, la randamente de 6,70 la sută, respectiv 7,35 la sută, în valoare cumulată de 715,5 milioane lei. Tot prin acest program, au fost puse în circulație obligațiuni de stat denumite în euro, cu maturități de 1 an și 5 ani, la randamente de 3,70 la sută și 5,80 la sută, în valoare totală de 473,3 milioane euro, reprezentând cea mai mare emisiune în euro realizată prin acest program până în prezent. De asemenea, în luna mai au fost emise titluri de stat destinate populației denumite în lei, prin programul „Tezaur”, cu maturități de 1 an, 2 ani și 3 ani, la randamente de 6,70 la sută și 7,30 la sută, respectiv 7,70 la sută, iar în luna iunie, cu maturități de 1 an și 2 ani, la randamente de 6,50 la sută, respectiv 7,50 la sută. Totodată, MF a organizat lunar licitații în vederea preschimbării unor serii de titluri de stat.

⁵¹ Raportul a scăzut în aprilie la 1,50, pentru ca în mai și iunie să crească la 2,85, respectiv 2,31.

⁵² 19,9 miliarde lei, față de 17,9 miliarde lei în trimestrul I 2023.

⁵³ Scădere în aprilie la 0,97 și creștere în mai-iunie până la 1,92, respectiv 1,53.

Grafic 3.5. Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației*



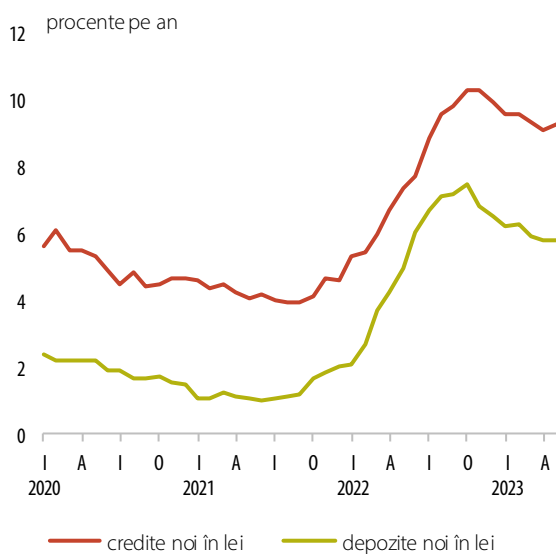
mai temperat (+0,19 puncte procentuale, până la 7,91 la sută), în corelație cu mișcarea IRCC (Grafic 3.5).

În același timp, rata medie a dobânzii la creditele noi ale societăților nefinanciare s-a redus pe ansamblul perioadei aprilie-mai pentru al doilea trimestru consecutiv (-0,28 puncte procentuale, până la 9,21 la sută) (Grafic 3.6). Evoluția a reflectat o scădere mai pronunțată a costului mediu cu dobânda pe segmentul creditelor de valoare mică, sub echivalentul a 1 milion de euro (-0,55 puncte procentuale, până la 9,37 la sută), și o alta mai moderată pe cel al creditelor de valoare mare, peste respectivul prag (-0,16 puncte procentuale, până la 8,76 la sută).

În cazul depozitelor noi la termen, rata medie a dobânzii aferentă plasamentelor populației a continuat să se diminueze lent (-0,17 puncte procentuale, până la o medie de 6,68 la sută).

O scădere ceva mai consistentă a fost consemnată de randamentul depozitelor noi ale societăților nefinanciare (-0,35 puncte procentuale, până la o valoare medie de 5,80 la sută), dar în condițiile în care, ca valori lunare, acesta și-a încetinit, iar apoi și-a stopat mișcarea descendentă – evoluția sa fiind mai strâns corelată cu mișcarea ratelor dobânzilor pe termen scurt de pe piața monetară interbancară.

Grafic 3.6. Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare

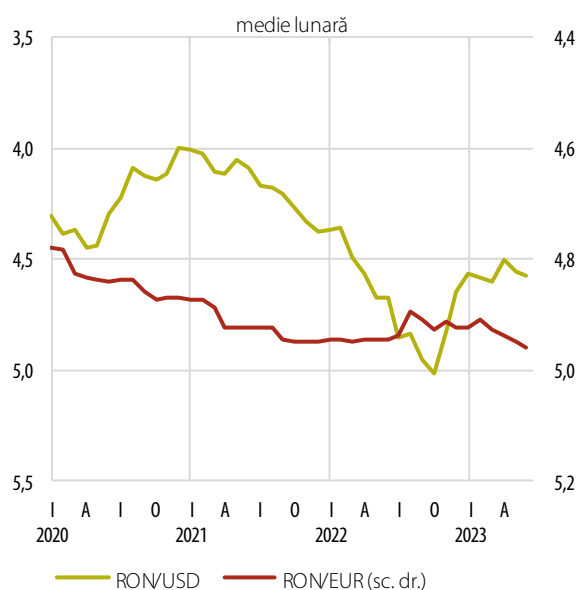


2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro și-a amplificat întrucâtva fluctuațiile în primele două luni ale trimestrului II, pentru ca ulterior să se stabilizeze pe un palier ușor superior celui pe care s-a menținut în semestrul I 2022 (Grafic 3.7).

Raportul leu/euro și-a corectat parțial în debutul lunii aprilie creșterea mai pronunțată înregistrată spre finele trimestrului anterior, iar apoi a oscilat ușor, în contextul fluctuațiilor apetitului global pentru risc antrenate de revizuirile repetate ale așteptărilor privind amplitudinea/orizontul majorării ratei dobânzii de către Fed, dar și pe fondul persistenței percepției favorabile asupra riscului asociat piețelor financiare din regiune, precum și a soldului ameliorat al schimburilor comerciale cu exteriorul, inclusiv în condițiile îmbunătățirii raportului de schimb. Totodată, moneda națională s-a întărit semnificativ față de dolarul SUA, dată fiind deprecierea consemnată de acesta în raport cu euro în luna aprilie, pe fondul evoluției pozitive din ultima perioadă

Grafic 3.7. Cursul de schimb nominal



a economiei zonei euro, precum și al așteptărilor investitorilor privind stoparea de către Fed în viitorul apropiat a întăririi politicii monetare⁵⁴, în contextul preocupărilor privind deteriorarea perspectivei economiei americane⁵⁵. În regiune, zlotul și forintul și-au prelungit tendința generală de apreciere în raport cu euro, în timp ce coroana cehă și-a inversat mișcarea similară spre jumătatea intervalului.

Cursul de schimb leu/euro s-a înscris în primele zile din mai pe o traiectorie ușor descendentă⁵⁶, pentru ca la jumătatea intervalului să consemneze o creștere relativ abruptă, iar ulterior să se mențină la valori ușor superioare celor prevalente în semestrul I 2022. Comportamentul din a doua parte a lunii a avut ca resorturi revizuirii ale expectațiilor investitorilor privind perspectiva pe termen scurt a ratei dobânzii Fed⁵⁷ – ce au antrenat și o apreciere semnificativă a dolarului în raport cu euro –, dar și semnale ale BNR, de natură să modifice întrucâtva așteptările privind evoluția cursului de schimb leu/euro și să determine intensificarea temporară a unor operațiuni pe piața valutară. Influențe de sens contrar au venit, în schimb, din creșterea semnificativă a atractivității relative a plasamentelor în moneda națională și din soldul ameliorat al schimburilor comerciale cu exteriorul (Tabel 3.1).

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	5 luni 2022			5 luni 2023		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	3 112	11 808	-8 696	12 387	17 828	-5 441
Investiții directe	508	4 272	-3 764	2 152	6 034	-3 882
Investiții de portofoliu	75	3 721	-3 646	97	11 158	-11 061
Derivate financiare	215	x	215	200	x	200
Alte investiții – numerar și depozite	1 878	3 816	-1 938	3 154	636	2 518
– împrumuturi	547	493	54	2 760	-572	3 332
– altele	47	1 978	-1 931	47	-40	87
Active de rezervă ale BNR (net)	1 284	1 345	-61	347	1 248	-901
	436	0	436	6 785	0	6 785

*) „+” creștere/„-”scădere

Raportul leu/euro a rămas cvasistabil pe noul palier în luna iunie, inclusiv în condițiile diminuării volatilității pe piața financiară globală la un minim post-2019. Mișcarea ratei de schimb leu/euro din a doua parte trimestrului II s-a sincronizat în linii generale cu cea a cursurilor de schimb ale principalelor monede din regiune, în cazul cărora creșterile consemnate la mijlocul lunii mai au fost urmate de evoluții relativ divergente, reflectând și influența unor factori interni specifici⁵⁸.

⁵⁴ Ulterior ședinței din luna mai.

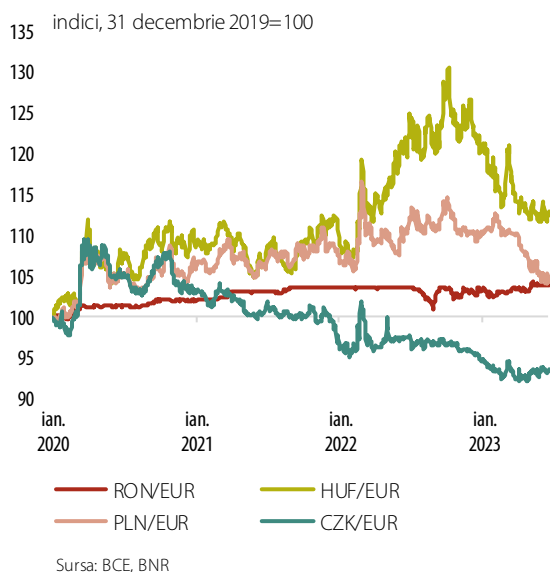
⁵⁵ Minuta ședinței din luna martie a relevat preocupările membrilor FOMC legate de o posibilă înăsprire mai pronunțată a condițiilor de creditare pe fondul tensiunilor din sistemul bancar, precum și de potențiala intrare în recesiune a economiei SUA în perioada următoare.

⁵⁶ Pe fondul prevalenței unui sentiment favorabil pe piața financiară internațională, în condițiile în care deciziile BCE și Fed din acest interval, precum și comunicarea asociată, au fost conforme așteptărilor.

⁵⁷ Implicând continuarea majorării ratei dobânzii de către Fed și prelungirea orizontului menținerii neschimbate a acesteia ulterior. Modificarea așteptărilor a survenit în contextul evoluției favorabile a economiei americane, precum și al perspectivei deblocării impasului politic privind plafonul datoriei guvernamentale.

⁵⁸ Astfel, cursul de schimb al zlotului față de euro și-a reluat mișcarea descendentă, cel al forintului a urmat o traiectorie relativ fluctuantă, cu un episod de ușoară depreciere a monedei față de euro și în luna iunie, în timp ce raportul coroana cehă/euro a tins să rămână la valorile mai înalte astfel atinse.

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



În raport cu dolarul SUA, leul a tins să se întărească pe parcursul lunii iunie, în condițiile în care acesta a pierdut o mare parte din câștigul de valoare față de euro din luna anterioară, pe fondul creșterii apetitului global pentru risc și al așteptărilor de înăsprire relativ mai pronunțată a politicii monetare de către BCE în perioada următoare⁵⁹ (Grafic 3.8).

Pe ansamblul trimestrului II, rulajul pieței valutare interbancare s-a mărit semnificativ față de intervalele precedente, iar soldul tranzacțiilor a redevenit negativ, preponderent pe seama operațiunilor nerezidenților.

În acest interval, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 0,7 la sută în termeni nominali^{60,61} și s-a apreciat cu 1,1 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a apreciat cu 0,7 la sută în termeni nominali și cu 2,5 la sută în termeni reali, în condițiile în care

valoarea monedei americane a continuat să scadă în raport cu euro. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb, leul și-a menținut constantă aprecierea în raport cu euro și și-a diminuat semnificativ deprecierea față de dolar.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Dinamica anuală a masei monetare (M3) și-a accelerat creșterea în aprilie-mai, ajungând pe ansamblul intervalului la 9,2 la sută⁶², de la 7,3 la sută în trimestrul I 2023,

în condițiile accentuării relaxării execuției bugetare, dar și pe fondul continuării ameliorării soldului schimburilor comerciale cu exteriorul, care au fost doar parțial contrabalansate ca impact de decelerarea mai pronunțată a creșterii anuale a creditului acordat sectorului privat (Tabel 3.2).

Creșterea de dinamică a fost însoțită de slăbirea pronunțată a procesului de realocare de monedă dinspre depozitele ON ale populației și ale societăților nefinanciare către depozite la termen, reflectată de cvasistoparea în acest interval a schimbărilor

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

	variație procentuală în termeni nominali					
	2022			2023		
	II	III	IV	I	apr.	mai.
M3	11,8	8,8	6,9	7,3	8,6	9,7
M1	14,4	7,3	-0,1	-5,1	-6,5	-5,7
Numerar în circulație	6,5	5,8	4,6	3,8	6,4	7,3
Depozite overnight	17,3	7,8	-1,6	-8,0	-10,7	-9,9
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	5,7	12,5	24,6	39,1	46,9	47,7

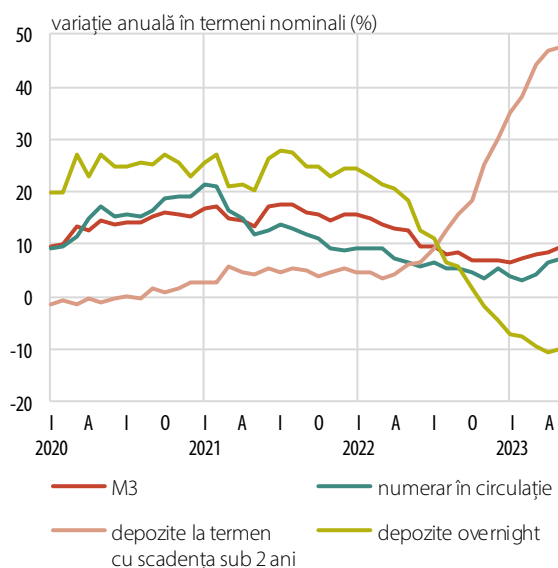
⁵⁹ La jumătatea lunii iunie, Fed a menținut neschimbat intervalul-țintă al *federal funds rate*, în timp ce BCE a majorat ratele dobânzilor reprezentative cu 0,25 puncte procentuale.

⁶⁰ Pe baza valorilor medii din martie, respectiv iunie, ale cursului de schimb.

⁶¹ O depreciere minoră în raport cu euro a consemnat în același interval coroana cehă (0,1 la sută), în timp ce forintul și zlotul s-au apreciat față de moneda unică europeană (cu 3,9 la sută, respectiv 5,1 la sută).

⁶² În termeni reali, dinamica anuală a M3 s-a mărit la -1,6 la sută în acest interval, de la -6,7 la sută în trimestrul I 2023, pe fondul descreșterii ratei anuale a inflației.

Grafic 3.9. Principalele componente ale masei monetare



structurale consistente produse la nivelul M3 începând cu trimestrul II 2022.

Astfel, variația anuală a masei monetare în sens restrâns (M1) și-a încetinit considerabil descreșterea în teritoriul negativ în acest interval, ca urmare a atenuării contracției depozitelor ON în lei, în principal pe seama celor aparținând populației, dar și ca efect al reacclerării creșterii numerarului în circulație (Grafic 3.9).

În același timp, dinamica depozitelor la termen sub 2 ani și-a temperat ascensiunea, în condițiile în care creșterea deosebit de alertă a componentei în lei a decelerat ușor, iar variația celei în valută a continuat să se majoreze. Temperarea s-a datorat cu precădere depozitelor gospodăriilor populației, a căror dinamică anuală și-a încetinit mișcarea ascendentă, deopotrivă

pe seama plasamentelor în monedă națională și a celor în valută. Influența similară ca sens a depozitelor societăților nefinanciare a fost mai redusă, dată fiind accelerarea creșterii variației celor în valută, care a contrabalansat în bună măsură efectul stopării ascensiunii dinamicii componentei în lei.

În plan sectorial, evoluția M3 din acest interval a avut ca principal determinant depozitele populației, care au continuat să-și accelereze ritmul de creștere, în corelație cu redresarea dinamicii reale a unor categorii de venituri, în principal a celor salariale, dar și cu scăderea variației anuale a deținerilor de titluri de stat ale acestui sector. În același timp, depozitele societăților nefinanciare și-au mărit în acest interval dinamica anuală, pentru prima oară în ultimele cinci trimestre⁶³, probabil sub influența majorării sumelor primite de la buget, dar și pe fondul continuării ameliorării soldului tranzacțiilor comerciale cu străinătatea.

Din perspectiva contrapartidelor M3, accelerarea expansiunii monetare a avut ca resorturi majorarea dinamicii creditului acordat administrației publice centrale concomitent cu scăderea celei a depozitelor acestui sector, precum și mărirea ritmului creșterii activelor externe nete ale sistemului bancar, ale căror influențe au fost doar parțial contrabalansate de cele decurgând din decelerarea creșterii creditului acordat sectorului privat, precum și din sporirea dinamicii pasivelor financiare pe termen lung⁶⁴.

Creditul acordat sectorului privat

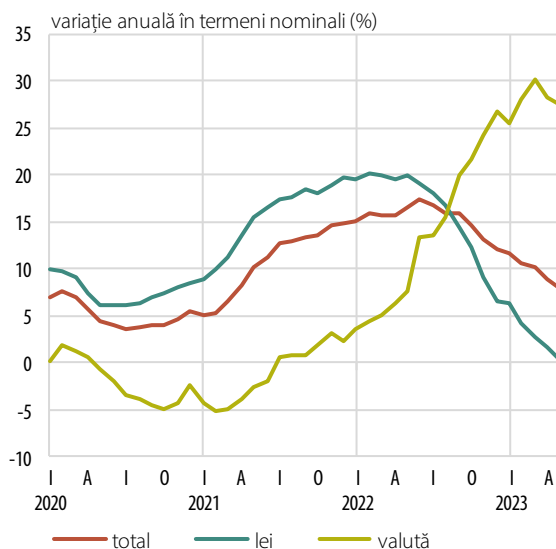
Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a reacclerat ușor descreșterea în primele două luni ale trimestrului II, până la un nivel mediu de 8,3 la sută, de la 10,8 la sută în trimestrul I⁶⁵, cu precădere ca efect al continuării decelerării alerte a

⁶³ Evaluare pe baza mediilor trimestriale ale ratelor anuale de creștere.

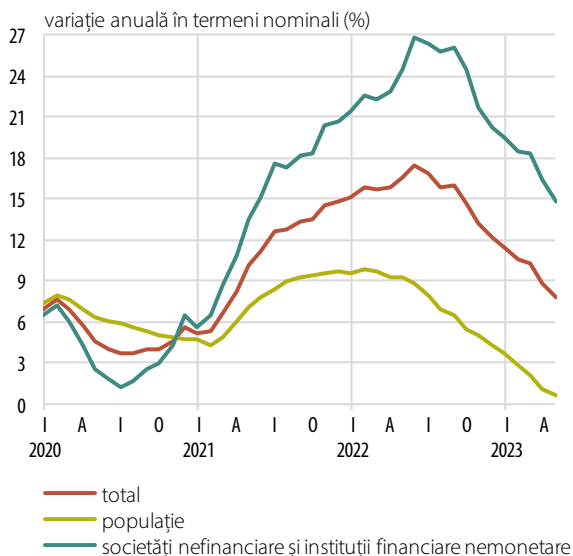
⁶⁴ Inclusiv conturi de capital.

⁶⁵ Dinamica anuală reală a acestuia și-a inversat însă traiectoria, urcând la -2,3 la sută, de la -3,7 la sută în trimestrul I, sub influența reducerii ratei anuale a inflației.

Grafic 3.10. Creditul acordat sectorului privat pe monede



Grafic 3.11. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Creditul în valută acordat acestui sector (exprimat în euro) și-a atenuat totuși din nou contracția față de aceeași perioadă a anului anterior, cu aportul ambelor categorii principale de împrumuturi.

ritmului creditului în lei (Grafic 3.10), pe fondul ratelor crescute ale dobânzilor, al înăsprii standardelor de creditare, dar și al diminuării sprijinului dat de programele guvernamentale. În același timp, dinamica deosebit de înaltă a creditului în valută (exprimat în euro) și-a stopat ascensiunea din precedentele opt trimestre, consemnând scăderi succesive în aprilie și mai. Prin urmare, ponderea componentei în lei în totalul creditului acordat sectorului privat și-a temperat considerabil trendul descendent, reducându-se doar marginal, la 67,6 la sută în mai, de la 67,8 la sută în martie.

Din perspectivă sectorială, accelerarea descreșterii dinamicii creditului acordat sectorului privat (Grafic 3.11) a fost antrenată de împrumuturile societăților nefinanciare, a căror pierdere de ritm s-a accentuat în acest interval, inclusiv pe fondul scăderii înregistrate, în premieră pentru ultimele nouă trimestre, de variația deosebit de înaltă a componentei în valută (exprimată în euro), ca urmare a temperării creșterii foarte alerte a împrumuturilor pe termen scurt și a stopării ascensiunii dinamicii celor pe termen mediu și lung. La rândul ei, variația împrumuturilor în lei a intrat consistent în teritoriul negativ, în condițiile în care creditul pe termen scurt și cel pe termen lung au atins dinamici anuale negative de două cifre, iar cel pe termen mediu și-a temperat creșterea, dată fiind și reducerea contribuției programelor guvernamentale („IMM Invest Plus”).

În același timp, creșterea creditului acordat populației a continuat să decelereze, însă exclusiv pe seama evoluției componentei în monedă națională, atribuibilă scăderii mai pronunțate a dinamicii creditului pentru locuințe, pe fondul ratelor crescute ale dobânzii și al înăsprii standardelor de creditare.

4. Perspectivele inflației

Conform scenariului de bază, rata anuală a inflației IPC se va reduce continuu până la orizontul proiecției (iunie 2025), însă într-un ritm mai atenuat relativ la cel înregistrat în prima jumătate a anului curent. Valorile proiectate vor rămâne peste limita superioară a intervalului țintei, fiind revizuite în sus față de *Raportul* anterior, mai vizibil în prima parte a intervalului. Astfel, se anticipează decelerarea indicatorului la 7,5 la sută în decembrie 2023, la 4,4 la sută la finele anului viitor și la 3,8 la sută în iunie 2025. În structură, vor continua evoluțiile eterogene ale inflației componentelor non-energetice ale coșului (inclusiv CORE2 ajustat) și, respectiv, ale inflației bunurilor energetice. Astfel, inflația de bază va recepta într-o manieră persistentă, deși în proporții din ce în ce mai reduse, impactul majorării costurilor de producție ale companiilor (în special cele salariale, amplificate recent). Transmisia acestora va continua să fie facilitată și de condițiile de cerere încă favorabile. Ca urmare, dinamica anuală a indicelui CORE2 ajustat se va reduce într-un ritm gradual pe tot intervalul proiecției, menținându-se la niveluri ridicate în raport cu ținta de inflație, dar și cu valorile indicatorului *headline*. O dinamică anuală în reducere graduală este anticipată și în cazul componentelor exogene non-energetice ale coșului. Pe de altă parte, rata anuală a inflației la energie se va menține în teritoriul negativ pe parcursul anului curent, în principal ca urmare a extinderii schemei de plafonare a prețurilor la electricitate la începutul anului și, ulterior, se va stabili la valori pozitive, dar reduse, apropiate de marginea inferioară a intervalului țintei. În runda curentă, un factor de risc a cărui importanță a sporit semnificativ privește conduita viitoare a politicii fiscale, în contextul în care până la finalizarea scenariului de bază aferent *Raportului asupra inflației* coordonatele finale ale pachetului de consolidare fiscală, cel mai probabil, încorporând inclusiv măsuri cu impact direct și imediat asupra ratei anuale a inflației, erau necunoscute. Balanța riscurilor sugerează posibile abateri în sus ale traiectoriei ratei anuale a inflației de la valorile proiectate în scenariul de bază.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Comparativ cu *Raportul* anterior, pe ansamblu, perspectivele privind activitatea economică a partenerilor externi s-au ameliorat. Prognoza pe termen scurt indică o ușoară creștere trimestrială a cererii externe (PIB UE efectiv) în trimestrul II 2023. Ulterior, se prevede o dinamizare a economiei, în condițiile atenuării șocurilor care au afectat anterior lanțurile de aprovizionare și prețurile materiilor prime, dar și ale îmbunătățirii venitului real. Astfel, dinamica cererii externe a fost revizuită în sus în anul 2023, în timp ce pentru anul 2024 aceasta a fost menținută la un nivel similar (Tabel 4.1).

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2023	2024
Creșterea economică în UE efectiv (%)	0,6	1,4
Inflația anuală din zona euro (%)	5,4	3,0
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	6,4	3,1
Inflația anuală IPC SUA (%)	4,1	2,7
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	3,3	3,4
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,08	1,11
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	79,0	75,3

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

Perspectivele îmbunătățite ale activității economice au implicat și o revizuire în sus a deviației cererii externe efective, atât pe termen scurt, cât și pe termen mediu. Totuși, aceasta este estimată a rămâne în teritoriul negativ până la jumătatea anului 2024, exercitând, până la acel orizont, un impact nefavorabil, dar în atenuare, asupra activității economice interne. Deviația cererii externe efective este proiectată a atinge valori cvasineutre în trimestrul III 2024, ulterior aceasta urmând a exercita un efect ușor stimulativ asupra activității economice domestice.

Rata medie anuală a inflației din zona euro (IAPC) a fost revizuită marginal în sus în 2023, fiind anticipată a

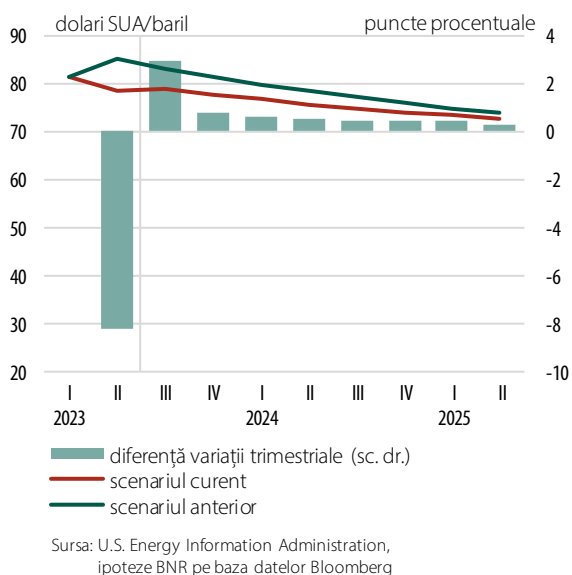
se plasa la 5,4 la sută (comparativ cu 5,3 la sută în *Raportul* anterior). Indicatorul este proiectat a-și continua traiectoria cvasidescendentă, cu mici fluctuații pe parcursul intervalului de proiecție, menținându-se însă peste nivelul de 2 la sută până la orizontul proiecției (2,3 la sută în trimestrul II 2025). Reducerea ratei inflației reflectă în principal efecte de bază (pentru anul curent), ipoteza moderării prețurilor la energie și alte materii prime, continuarea normalizării politicii monetare și impactul consolidării fiscale. Față de *Raportul* anterior, prognoza ratei inflației IAPC exclusiv energia⁶⁶ din zona euro a fost menținută la 6,4 la sută pentru anul 2023, respectiv a fost revizuită în sus la 3,1 la sută (+0,35 puncte procentuale) pentru anul 2024. Nivelul acesteia se plasează, până în trimestrul II 2024, peste cel al inflației *headline*, inclusiv pe seama transmisiei, cu un decalaj temporal, a prețurilor recente ridicate la energie în cele finale ale produselor. De asemenea, un rol important în dinamica variabilei îl vor avea creșterile salariale (pe fondul compensării pierderilor anterioare ale puterii de cumpărare, al unei piețe a muncii tensionate și al creșterii salariilor minime), evoluție amplificată la nivelul costurilor salariale unitare de o decelerare a dinamicii productivității muncii la nivelul blocului comunitar. Pe termen mediu, marjele de profit, care au crescut semnificativ în 2022, sunt așteptate să atenueze transpunerea acestor costuri în prețuri mai ridicate. La orizontul proiecției, rata inflației IAPC exclusiv energia se plasează la un nivel apropiat de cel al inflației *headline* (2,4 la sută, față de 2,3 la sută).

Pe fondul deciziilor de întărire a politicii monetare ale BCE, după un nou avans în trimestrul II 2023, rata nominală a dobânzii EURIBOR 3M este anticipată a-și continua creșterea pe termen scurt, ulterior urmând a scădea treptat până la orizontul proiecției. Începând din trimestrul III 2023, rata reală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este proiectată a intra în teritoriul pozitiv și a persista la valori pozitive până la finele intervalului de prognoză, exercitând un impact restrictiv asupra economiei zonei euro, ușor mai accentuat comparativ cu *Raportul* anterior.

Traectoria cursului de schimb al euro față de dolarul SUA rămâne marcată de incertitudini ample. Pe termen scurt, se estimează o relativă stabilitate a monedei

⁶⁶ O măsură a inflației de bază.

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



europene în raport cu dolarul SUA, iar în perspectivă este previzibilă o apreciere treptată a euro, pe fondul caracteristicilor specifice ale procesului de normalizare a politicii monetare a BCE.

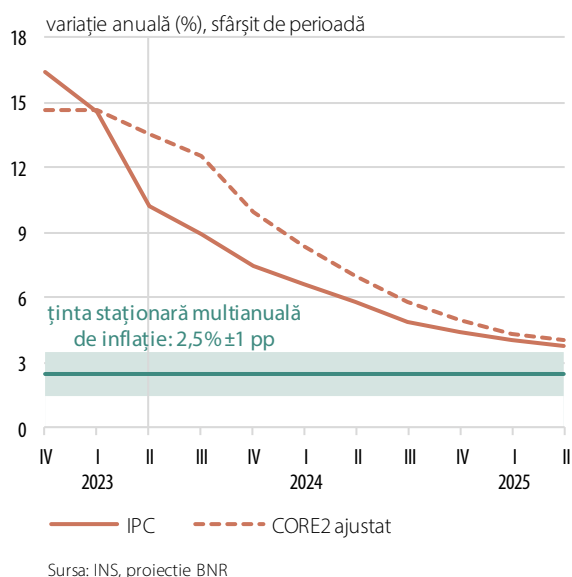
Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent a fost fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede o traiectorie moderat descendentă, în contextul perspectivelor de încetinire a activității economice globale. Astfel, la orizontul proiecției, prețul petrolului Brent este prevăzut a se plasa în jurul valorii de 73 USD/baril (Grafic 4.1). Pe latura cererii, pe termen scurt și mediu acționează îngrijorările cu privire la deteriorarea condițiilor economice globale, limitând astfel așteptările privind creșterea cererii de petrol. Pe latura ofertei, printre determinanți se evidențiază perspectivele privind reducerea voluntară a producției de către Arabia Saudită și Rusia. Proiecția evoluției viitoare a prețului petrolului

rămâne astfel grevată de incertitudini ridicate, aspect ilustrat și de evoluția istorică recentă a variabilei, caracterizată de un grad ridicat de volatilitate.

1.2. Perspectivele inflației

După reducerea rapidă a ratei anuale a inflației IPC înregistrată în prima jumătate a anului curent (6,1 puncte procentuale), procesul dezinflaționist este anticipat să continue pe tot intervalul proiecției, însă într-un ritm mai atenuat. Astfel, rata anuală a inflației *headline* este prognozată a se menține la valori situate peste limita superioară a intervalului țintei. Revenirea la valori cu o singură cifră este anticipată pentru

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat



trimestrul III al anului curent, similar *Raportului* din luna mai. Indicatorul va atinge 7,5 la sută la finele anului curent, ulterior coborând la 4,4 la sută în decembrie 2024 și la 3,8 la sută în iunie 2025, la orizontul proiecției (Grafic 4.2).

În structură, procesul dezinflaționist anticipat la nivelul IPC va avea loc pe fondul unor evoluții eterogene ale componentelor coșului de consum. Pe de o parte, în cazul indicelui CORE2 ajustat și al componentelor exogene non-energetice ale coșului (LFO, tutun și alcool, produse cu prețuri administrate, exclusiv energie electrică și gaze naturale) se anticipează o reducere relativ graduală a dinamicilor anuale pe tot intervalul proiecției, însă cu menținerea la niveluri ridicate în raport cu ținta de inflație. Pe de altă parte, rata anuală a inflației la energie (combustibili, energie electrică și gaze naturale)

va rămâne în teritoriul negativ pe parcursul anului curent și se va stabili ulterior la valori pozitive, dar reduse, apropiate de marginea inferioară a intervalului țintei (1,5 la sută).

Comparativ cu proiecția aferentă *Raportului* din luna mai, valorile actualizate ale inflației IPC sunt mai ridicate, îndeosebi în prima parte a intervalului de prognoză. Revizuirea este de +0,4 puncte procentuale la finele anului 2023 și de +0,2 puncte procentuale în decembrie 2024. Aceasta survine pe fondul unei persistențe mai ridicate a inflației de bază, precum și pe seama previzionării, pornind de la evoluțiile recente marcate de o suită de șocuri de ofertă, a unei dinamici a prețurilor LFO plasate peste media sezonieră multianuală în prima parte a intervalului⁶⁷.

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

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2023		2024				2025	
	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	8,9	7,5	6,6	5,8	4,9	4,4	4,0	3,8
Proiecție IPC*	8,2	6,9	6,3	5,6	4,6	4,0	3,6	3,5
Proiecție CORE2 ajustat	12,5	9,9	8,4	7,0	5,8	5,0	4,3	4,0

*) calculat la taxe constante

Rata anuală a inflației de bază este anticipată să își continue traiectoria descendentă pe tot intervalul proiecției, însă de o manieră doar graduală, indicatorul menținându-se la niveluri superioare intervalului țintei de inflație (Grafic 4.2, Tabel 4.2). De asemenea, pe fondul unor dinamici anuale mult mai reduse ale componentei „energie”, inflația CORE2 ajustat o va depăși pe cea a indicelui *headline* pe tot parcursul intervalului de prognoză, ecartul dintre cele două fiind însă proiectat în reducere, până la 0,2 puncte procentuale în iunie 2025. Valorile prognozate sunt de 9,9 la sută la finele anului curent, 5,0 la sută la sfârșitul celui viitor și 4,0 la sută la orizontul proiecției.

Decelerarea graduală a inflației de bază pe parcursul intervalului de proiecție va avea loc în condițiile persistenței presiunilor din partea costurilor de producție ale companiilor, cu precădere cele salariale, amplificate recent și preconizate a continua pe termen mediu, însă cu o intensitate în reducere. Acestea afectează în special subcomponenta servicii, grupă formată în proporție de aproximativ 50 la sută din servicii cu sensibilitate ridicată la costul cu forța de muncă, și în mai mică măsură subcomponenta bunurilor nealimentare, dependentă mai degrabă de evoluția prețurilor bunurilor din import. Presiuni în diminuare vor fi receptate și din partea unor majorări de costuri înregistrate în trecut, dar transmise într-o manieră persistentă, precum cele cu energia și materiile prime⁶⁸. Condițiile de cerere sunt evaluate a rămâne favorabile transmisiei presiunilor din partea costurilor în prețurile finale, deviația PIB fiind proiectată la valori pozitive, în reducere graduală pe tot intervalul proiecției. Totodată, pornind de la niveluri ridicate, așteptările inflaționiste se plasează pe o traiectorie descendentă, dar cu valori ce se mențin peste intervalul țintei. Presiuni relativ persistente în 2023, însă în atenuare alertă în 2024, vor proveni din partea prețurilor bunurilor din import, în linie cu dinamica proiectată a inflației IAPC exclusiv energie din zona euro. Măsura de plafonare temporară a adaosului comercial la produse alimentare de bază prevăzută în cadrul

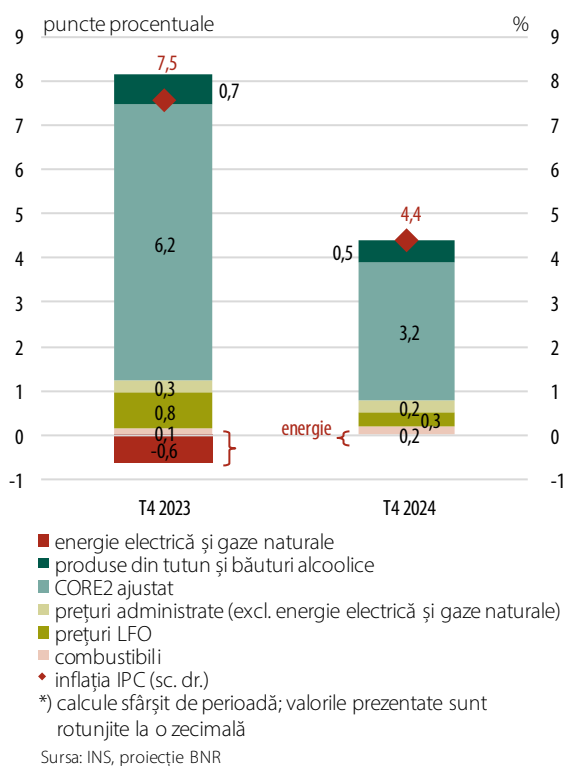
⁶⁷ De notat că predictibilitatea acestei componente depinde decisiv de evoluția condițiilor climatice, extrem de dificil de prognozat cu acuratețe.

⁶⁸ Inclusiv ca urmare a transmisiei mai lente a corecțiilor cotațiilor materiilor prime în cazul unor bunuri cu grad mai ridicat de complexitate a proceselor de fabricație.

OUG nr. 67/2023 nu este de așteptat să producă efecte semnificative asupra dinamicii prețurilor acestor produse⁶⁹.

Comparativ cu runda anterioară de prognoză, rata anuală a inflației de bază a fost revizuită în sus, mai vizibil în prima parte a intervalului de proiecție. Astfel, la finele anului curent, revizuirea se plasează la 0,6 puncte procentuale, iar în decembrie 2024 la 0,2 puncte procentuale. Corecția a fost determinată de presiunile relativ mai ample manifestate recent în cazul bunurilor nealimentare și serviciilor, evaluate a fi persistente. Se remarcă de asemenea revizuirea ascendentă a inflației bunurilor din import în prima parte a intervalului proiecției, și cea a deviației PIB, în cea de-a doua parte, atenuate parțial de valorile ușor mai reduse ale anticipațiilor inflaționiste (pe tot intervalul de prognoză).

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



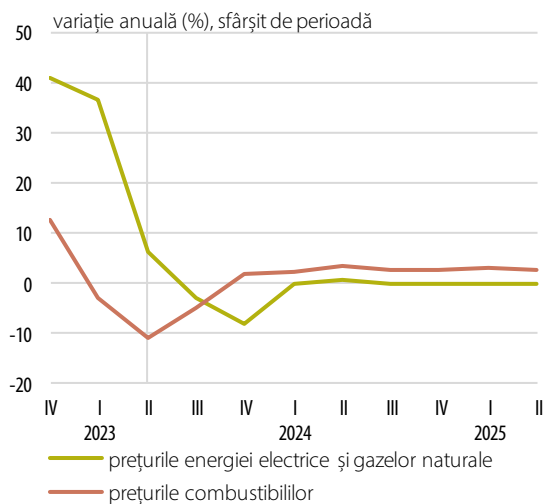
Față de *Raportul* precedent, nivelul prognozat al contribuției cumulate a componentelor de inflație exogene sferei de influență a politicii monetare – prețurile administrate (inclusiv cele ale energiei electrice și ale gazelor naturale), prețurile volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor, produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC a înregistrat o corecție ascendentă marginală, de 0,1 puncte procentuale, până la nivelul de 1,3 puncte procentuale la sfârșitul anului curent și a rămas nemodificat (1,2 puncte procentuale) pentru decembrie 2024 (Grafic 4.3). Reevaluarea ușoară din anul curent este cauzată de revizuirea ascendentă a componentei prețurilor volatile LFO și a dinamicii prețurilor la energia electrică, atenuate de corecții descendente, însă de mai mică amploare, în cazul combustibililor și produselor din tutun.

Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este anticipată a-și inversa traiectoria favorabilă consemnată în prima jumătate a anului curent, menținându-se totuși în teritoriul negativ până la finele trimestrului III, urmând a reveni la valori

pozitive în decembrie 2023. Această evoluție este indusă de efectele statistice nefavorabile, asociate ieșirii din baza de calcul a ieftinirii petrolului de la finele anului trecut. Începând cu sfârșitul acestui an și până la orizontul proiecției, sunt anticipate ușoare dinamizări ale ratelor anuale înregistrate de această grupă, în contextul creșterilor anticipate ale accizelor, în timp ce cotațiile *futures* indică ajustări descendente doar reduse ale prețului petrolului. Traectoria a fost revizuită descendent față de *Raportul asupra inflației* precedent, exclusiv în prima parte a intervalului de prognoză, în principal ca urmare a reducerilor recente de preț ale petrolului mai semnificative decât s-a anticipat anterior.

⁶⁹ Pentru mai multe detalii a se vedea Secțiunea 2. Riscuri asociate proiecției.

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor combustibililor și a celor ale energiei electrice și gazelor naturale



Sursa: INS, proiecție BNR

Tabel 4.3. Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă			
	dec. 2022	dec. 2023	dec. 2024	iun. 2025
Prețuri bunuri energetice	26,7	-2,8	1,4	1,5
Prețuri combustibili	12,4	1,8	2,6	2,8
Prețuri energie electrică și gaze naturale	40,8	-8,0	0,0	0,0
Prețuri LFO	20,7	13,4	5,1	6,3
Prețuri administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)	11,7	3,9	3,3	3,3
Prețuri produse din tutun și băuturi alcoolice	7,5	8,8	5,8	5,6

Sursa: INS, proiecție BNR

Traectoria proiectată a inflației la energia electrică și gazele naturale este configurată de prevederile legislației privind plafonarea prețurilor acestor produse până în martie 2025. Totuși, în cazul energiei electrice, pe termen scurt, sunt preconizate mici variații lunare ale indicelui de preț, ca urmare a estimării acestuia pe baza distribuției gospodăriilor pe tranșe de consum (care poate varia pe parcursul anului). În aceste condiții, dinamica anuală a prețului energiei electrice⁷⁰ este prognozată a se menține în teritoriul negativ până în primul trimestru din anul 2024 și ulterior la valori nule (Grafic 4.4, Tabel 4.3). Față de *Raportul precedent*, traectoria a fost reevaluată ascendent, ca urmare a anticipării modificării distribuției pe tranșe de consum, în special în septembrie 2023. În cazul tarifului la gazele naturale au fost menținute ipotezele care prevăd o traectorie relativ constantă pe intervalul prognozei.

Scenariul exogen privind evoluția prețurilor administrate, altele decât energie electrică și gaze naturale⁷¹, fundamentat în principal pe baza evoluțiilor istorice, prevede o dinamică în atenuare în prima parte a intervalului de prognoză (Grafic 4.6, Tabel 4.3). Comparativ cu *Raportul* din luna mai, proiecția pentru finele anului 2023 și prima jumătate a anului 2024 a fost ajustată în sens ascendent, în contextul majorării recente a tarifelor pe segmentul apă, canal, salubritate. Pentru restul intervalului de proiecție, dinamica anuală este apropiată de cea din prognoza precedentă, având la bază tiparul istoric al ajustărilor operate în cazul principalelor categorii de produse din cadrul grupei.

Dinamica anuală a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) este prevăzută a se înscrie pe o traectorie descrescătoare până în trimestrul IV 2024 (Grafic 4.5, Tabel 4.3). Comparativ cu prognoza anterioară, nivelul pentru finele anului curent a fost revizuit în sens ascendent, pe fondul manifestării în continuare, la nivel local și regional, a efectelor negative asociate recoltei slabe de anul trecut și din prima parte a celui curent, la care se adaugă efectele negative ale șocurilor de ofertă asociate condițiilor meteorologice nefavorabile, dezastrelor naturale din regiune, dar și implicațiilor economice ale războiului din Ucraina. Evoluția ulterioară a ratei anuale a inflației LFO reflectă ipoteza înregistrării unor producții agricole normale⁷² începând din 2024.

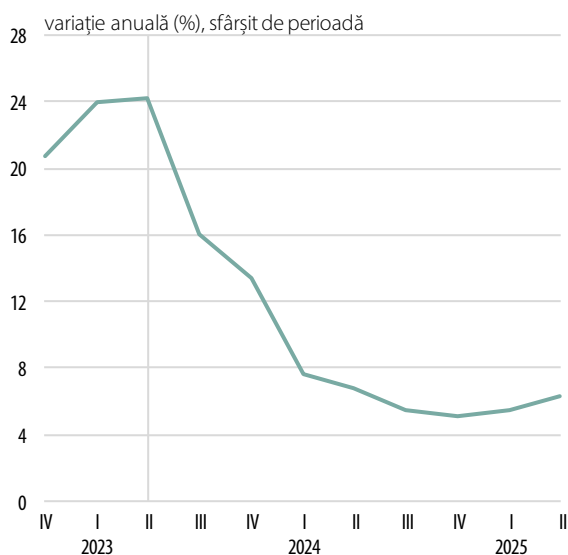
⁷⁰ Conform Comunicatului INS nr. 37/14 februarie 2023, energia electrică și gazele naturale au fost reincluse în grupa componentelor coșului IPC cu prețuri reglementate, ca urmare a redefinirii caracteristicilor schemelor de plafonare și compensare a tarifelor începând cu 1 ianuarie 2023.

⁷¹ Principalele categorii de produse incluse sunt energia termică, serviciile de apă, canal, salubritate și medicamentele.

⁷² Raportat la mediile multianuale calculate ale variabilei.

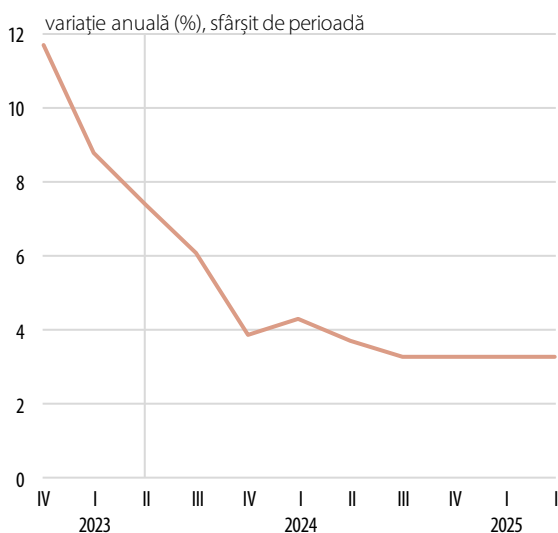
De semnalat, totuși, că proiecția acestei componente este condiționată aproape în totalitate de evoluția condițiilor climaterice, care în ultima perioadă au devenit extrem de impredictibile.

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)



Sursa: INS, proiecție BNR

Traectoria anuală a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este configurată în principal pe baza majorărilor de accize prevăzute în legislație, dar luând în considerare și comportamentul operatorilor din acest domeniu privind ajustarea prețurilor finale. După o dinamizare pe termen scurt, rata anuală a grupei este anticipată a se stabiliza începând de anul viitor la valori mai reduse, dar superioare intervalului țintei (Tabel 4.3). Proiecția a fost revizuită în jos în prima parte a intervalului de prognoză, ca urmare a evoluțiilor recente ale prețurilor la pachetul de țigarete, ulterior fiind înregistrate ajustări marginale în sus ale dinamicilor anuale.

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁷³

Deviația PIB

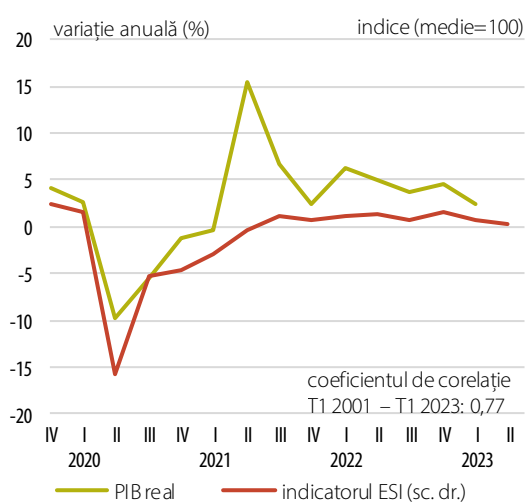
În trimestrul I 2023, dinamica trimestrială a PIB real a înregistrat o cvasistagnare (+0,2 la sută⁷⁴), evoluție sub așteptările formulate în precedentul *Raport*, în pofida observării și a unor semnale de îmbunătățire parțială a conjuncturii economice pe plan intern și extern. Pe latura de utilizare, s-a remarcat contribuția negativă însemnată a exporturilor nete, indusă de comprimarea neașteptată a exporturilor pentru al doilea trimestru consecutiv. Totodată, persistă anumite neconcordanțe între evoluțiile VAB și cele ale indicatorilor lunari, iar cel mai recent comunicat al INS

⁷³ 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.

⁷⁴ Comunicatul INS nr. 172 din 7 iulie 2023 aferent datelor cu caracter provizoriu (2).

continuă să prezinte o discrepanță între dinamica anuală a PIB calculată pe baza datelor brute și, respectiv, cea determinată folosind date ajustate sezonier. De asemenea, contribuția anuală a componentei reziduale „variația stocurilor” a înregistrat și în trimestrul I o valoare negativă de magnitudine ridicată, care a depășit de peste trei ori, în valoare absolută, contribuția din același interval de timp a componentelor cererii interne. Aspectele menționate indică posibile viitoare revizuri importante ale seriilor de date statistice, cu efect inclusiv de reconfigurare a prognozei de creștere economică și a determinantilor acesteia. În acest context, au fost aplicate în continuare unele ajustări în procesul de evaluare a poziției ciclice a economiei⁷⁵.

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



*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Pentru trimestrul II 2023, prognozele pe termen scurt indică un nou avans trimestrial modest al PIB real, imaginea preponderent negativă fiind sugerată de menținerea incertitudinii la un nivel încă înalt din perspectivă istorică și de înrăutățirea majorității indicatorilor cu frecvență ridicată convenționali (în special de la nivelul sectoarelor economiei). În acest sens, se evidențiază reducerea producției industriale interne și externe, a volumului cifrei de afaceri în serviciile de piață prestate populației (în contrast cu cea aferentă întreprinderilor) și a lucrărilor de construcții în perioada aprilie-mai comparativ cu media trimestrului I 2023. De asemenea, se notează deteriorarea încrederii agenților economici, atât pe plan intern (Grafic 4.7⁷⁶), cât mai ales în zona euro. Totuși, în sens favorabil este evaluată a fi acționat continuarea detensionării crizei energetice și a blocajelor în lanțurile globale de aprovizionare. Totodată, deși dinamica consumului

este prevăzută să încetinească semnificativ în termeni trimestriali față de sfârșitul anului trecut, acesta va continua să fie susținut de noi creșteri ale venitului disponibil real al gospodăriilor populației, preponderent pe seama contribuției componentei salariale.

În trimestrul III 2023, majoritatea evoluțiilor nefavorabile sunt anticipate a se disipa, avansul economic beneficiind de pe seama dinamizării cererii externe efective și a continuării temperării crizei energetice și a blocajelor în lanțurile de aprovizionare. Totodată, efecte favorabile sunt așteptate a fi induse de menținerea ritmului robust al investițiilor (pe fondul derulării, încă din trimestrul II 2023, a unor proiecte majore în infrastructura de transport, în sectorul energetic și în cel de apărare), a evoluțiilor relativ favorabile de pe piața muncii și a traiectoriei ascendente a venitului disponibil real (susținută parțial și de reducerea preconizată a ratei inflației)⁷⁷. Activitatea

⁷⁵ Ajustările au vizat PIB și componentele sale pentru perioada de timp pentru care datele statistice au caracter provizoriu (trimestrul I 2021 – trimestrul I 2023).

⁷⁶ De menționat este totuși plasarea indicatorului ESI aferent României la valori peste media pe termen lung.

⁷⁷ Din suita de indicatori cu frecvență ridicată monitorizați, marea majoritate a celor disponibili pentru luna iulie au prezentat îmbunătățiri. Dintre aceștia, se pot evidenția: consumul de energie electrică, căutățile Google pentru cuvintele „șomaj”, „criză” și „gaze”, randamentul BET și randamentele titlurilor de stat cu maturitate de 10 ani.

economică este însă prevăzută a continua să reflecte și efectele cumulate restrictive ale propagării graduale a deciziilor anterioare de normalizare a politicii monetare și, într-o mai mică măsură decât s-a anticipat, pe cele de continuare a procesului de consolidare fiscală.

Pentru anul curent se proiectează o încetinire⁷⁸ (mai accentuată față de așteptările formulate în cadrul *Raportului* anterior) a activității economice, iar pentru cel următor o accelerare moderată. Influențe ce grevează asupra dinamicii PIB provin din erodarea în continuare a puterii de cumpărare a gospodăriilor, incertitudinea alimentată de prelungirea războiului (cu impact atât pe plan intern, cât și extern) și efectele ce decurg, pe de o parte, din continuarea anticipată a procesului de consolidare fiscală (deși cu o intensitate mult diminuată comparativ cu evaluarea precedentă), iar pe de altă parte, din propagarea graduală a deciziilor anterioare ale BNR în contextul normalizării politicii monetare. Un aport favorabil la creșterea economiei este de așteptat să provină, în special pe termen mediu, din valorificarea fondurilor europene din surse multiple⁷⁹.

În structură, traiectoria PIB real este imprimată de consumul final al populației, la care se adaugă contribuția FBCF (prevăzută a rămâne relativ robustă, în principal sub ipoteza atragerii de fonduri europene, dar și de investiții străine directe). Tendința recentă de înregistrare a unor contribuții negative ale exportului net real la creșterea economică este estimată a se întrerupe temporar în 2023, când este așteptată o valoare apropiată de cea nulă (pe fondul decelerării marcante a ambelor componente în prima jumătate a anului), urmând a redeveni ușor negativă pe termen mediu.

Pe parcursul intervalului de prognoză, dinamica PIB potențial este anticipată a continua cu ritmuri anuale robuste, în ușoară accelerare începând cu anul următor. Comparativ cu *Raportul* anterior, ritmul de creștere a indicatorului a fost reconfigurat ușor în jos, în contextul moderării peste așteptări a dinamicii PIB în prima parte a anului curent. Aportul determinant la dinamica PIB potențial îi revine acumulării stocului de capital, reflectând perspectivele favorabile privind evoluția curentă și cea proiectată a investițiilor în economia națională. Acestea sunt însă strict condiționate de progresul implementării proiectelor de investiții, în special a celor finanțate din fonduri europene, precum cele aferente programului „Next Generation EU” și, respectiv, alocările cadrelor financiare standard⁸⁰. În acest context, suplimentar, dinamica PIB potențial beneficiază de creșterea productivității totale a factorilor de producție (trendul TFP)⁸¹. În sens contrar, efecte cu caracter persistent sunt asociate șocului tehnologic generat de creșterile anterioare ale prețurilor la energie și ale celor ale altor materii prime, precum și de înăsprirea condițiilor financiare⁸². Pe termen mediu,

⁷⁸ Pe parcursul anului 2022, creșterea medie anuală a PIB a fost de 4,7 la sută. Datele privind evoluția PIB pentru anul 2022 au caracter provizoriu, publicarea celor semidefinite și a celor definitive fiind de așteptat a avea loc la finalul anului curent și, respectiv, al celui următor.

⁷⁹ Cadrul financiar multianual 2021-2027, programul „Next Generation EU” (2021-2026), prelungirea (derogatorie a) absorbției în Cadrul financiar multianual 2014-2020.

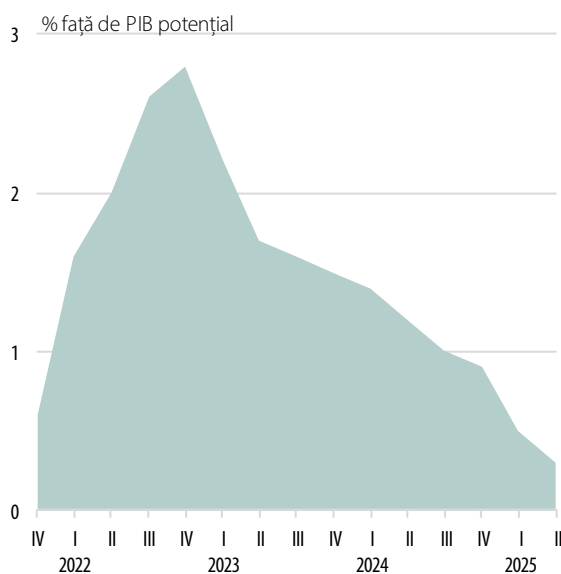
⁸⁰ Cadrul financiar multianual 2014-2020, ajuns la finalul perioadei de eligibilitate, și Cadrul financiar multianual 2021-2027.

⁸¹ Potrivit *PwC Global CEO Survey 2023*, investițiile orientate spre tehnologie sunt considerate prioritare (de către peste 70 la sută dintre managerii firmelor din România care au răspuns la sondaj). De asemenea, conform Realworld Eastern Europe, industria locală de automatizare a proceselor de afaceri este așteptată a crește cu aproximativ 15 la sută în 2023.

⁸² Potrivit *Barometrului Moneycrop* – ediția a V-a, aproape 50 la sută dintre respondenți consideră creșterea costurilor operaționale (prețuri materiale, servicii, costuri transport, dobânzi etc.) ca fiind principala provocare în 2023 la adresa desfășurării activității, alături de scăderea vânzărilor, menționată de aproximativ 40 la sută dintre respondenți.

în condițiile cadrului macroeconomic marcat de un grad încă ridicat de incertitudine din partea agenților economici, aportul componentei rămâne grevat de deficiențele structurale ale economiei, ce limitează eforturile companiilor destinate inclusiv inovării și digitalizării⁸³. Factorul „forță de muncă” este anticipat a avea o contribuție favorabilă, deși în ușoară atenuare pe termen mediu și mai lung, reflectând evoluțiile demografice adverse din România, în particular ritmul destul de alert de diminuare a populației totale, dar și a celei în vârstă de muncă.

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

În contextul evoluției modeste a PIB din perioada recentă, a avut loc o reevaluare în jos a deviației PIB în primele trei trimestre ale anului 2023 (Grafic 4.8). Similar evaluării precedente, începând din trimestrul I a.c. *gap*-ul PIB se plasează pe o traiectorie descrescătoare pe întregul interval de proiecție, inclusiv pe fondul caracterului contraciclic al conduitei politicii monetare și, respectiv, al celei fiscale (aceasta din urmă într-o mult mai mică măsură decât s-a anticipat în runda precedentă).

Ritmul corecției excesului de cerere este, începând cu a doua jumătate a acestui an, mai lent față de cel din prognoza anterioară. Revizuirea reflectă cu precădere evaluarea unui ritm al corecției fiscale inferior așteptărilor și, totodată, țintelor asumate de autorități, precum și reconsiderarea la valori mai favorabile (însă în continuare negative în prima jumătate a intervalului de prognoză) a deviației PIB

al partenerilor externi, dar și o relativă atenuare a gradului de supraevaluare a leului în termeni reali. La orizontul prognozei, trimestrul II 2025, deviația PIB este proiectată la 0,3 la sută⁸⁴. Astfel, se reconfirmă evaluarea din runda precedentă privind eliminarea aproape în totalitate a cererii excedentare spre finele intervalului de proiecție.

Componentele cererii agregate

Dinamica medie anuală a consumului final este proiectată a fi extrem de robustă și în acest an⁸⁵. Reziliența componentei este susținută de creșterea însemnată a venitului disponibil real, inclusiv pe seama măsurilor adoptate de autorități în vederea

⁸³ De exemplu, *Raportul din 2022 cu privire la Indicele economiei și societății digitale (DESI)* al Comisiei Europene plasează România pe ultima poziție dintre statele membre ale UE, cu un nivel satisfăcător doar în sectorul Conectivitate, însă trenant în ceea ce privește competențele digitale, IMM și rețelele 5G. Alte studii informative de menționat sunt *Raportul Global Innovation Index 2022* și clasamentul EU Regional Competitiveness Index 2.0, ediția 2022.

⁸⁴ Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este imprimată de cele ale cererii interne, în timp ce exporturile nete exercită una negativă. Având în vedere persistența unui cadru de analiză caracterizat de un grad ridicat de incertitudine, a unor posibile reconfigurări ale politicii fiscale și a celei de venituri, a necunoscutelor cu privire la ritmul de normalizare a politicii monetare în economiile avansate, la care se adaugă problemele asociate calității și volatilității datelor statistice oficiale, evaluarea deviațiilor PIB și componentelor sale ar putea suferi revizuirii ulterioare.

⁸⁵ Evoluția reflectă cu precădere un important efect statistic de reportare (engl. *carry-over*) exercitat de ritmul alert din ultimele trimestre ale anului 2022.

impulsionării veniturilor salariale⁸⁶. Pe termen mediu, este anticipată o temperare ușoară a consumului ce survine în contextul erodării continue a puterii de cumpărare a populației și al incertitudinii asociate efectelor persistente ale războiului.

Formarea brută de capital fix este proiectată a cunoaște o încetinire în acest an, însă componenta rămâne caracterizată pe parcursul întregului interval de proiecție de ritmuri anuale consistente, sub ipoteza strictă a atragerii de fonduri europene din multiple surse și a dinamizării activității interne și externe. Un rol extrem de important revine și conduitei autorităților în privința implementării unor proiecte de investiții, în continuarea evoluției notabile din prima jumătate a anului curent⁸⁷. O parte dintre investițiile din economie ar avea în vedere măsurile fără precedent și recomandările, promovate la nivel global, de stimulare a surselor regenerabile având drept scop creșterea pe termen lung a eficienței energetice⁸⁸, însă amploarea și orizontul proiectelor implică un anumit grad de incertitudine, provocările fiind multiple⁸⁹. Totodată, pe parcursul intervalului de prognoză, dinamica variabilei rămâne condiționată de evoluțiile prețurilor bunurilor energetice și a celor ale materiilor prime, precum și de eventualitatea unei reinflamări a blocajelor în lanțurile globale de aprovizionare, pe fondul războiului din Ucraina și al altor factori globali de risc, atât de natură economică, cât și geopolitică.

Contribuția exporturilor nete la creșterea PIB este prognozată a fi aproximativ nulă pe parcursul anului curent, reflectând comprimarea ambelor componente la finalul anului precedent și începutul celui curent. Ulterior, începând cu anul 2024, aceasta este proiectată a redeveni ușor negativă. Fluxurile comerciale sunt evaluate a fi afectate în continuare de nivelul ridicat al incertitudinii asociate desfășurării războiului și sancțiunilor multiple și de încetinirea creșterii economiei globale.

Exporturile de bunuri și servicii rămân grevate de incertitudinea asociată prelungirii războiului, precum și de cererea modestă, însă cu perspective ameliorate față de *Raportul* anterior, a partenerilor externi. Totodată, cursul de schimb real efectiv (calculat prin deflatare cu dinamicile IPC din România și țările partenere) este anticipat a se menține supraevaluat până la orizontul prognozei, deși într-o tendință de corecție continuă, imprimând, *ceteris paribus*, efecte restrictive asupra competitivității prin preț a exporturilor. Cu toate acestea, îmbunătățiri ale productivității firmelor exportatoare ar putea veni din atragerea și utilizarea fondurilor europene (de exemplu, a celor

⁸⁶ Începând cu 1 ianuarie 2023, conform HG nr. 1447/2022, s-a stabilit majorarea cuantumului salariului de bază minim brut pe țară de la 2 550 de lei la 3 000 de lei. Totodată, prin intermediul OUG nr. 168/2022, a fost majorat la 4 000 de lei salariul minim în sectorul construcțiilor și au fost adoptate măsuri ce vizează angajații din sectorul public, respectiv o creștere salarială de până la 10 la sută față de nivelul acordat în luna decembrie 2022. Suplimentar, în iunie 2023 au intrat în vigoare OUG nr. 53/2023 ce vizează creșteri salariale pentru personalul din sistemul național de învățământ de stat, precum și OUG nr. 54/2023 privind reglementarea salarizării personalului plătit din fonduri publice.

⁸⁷ Conform execuției bugetului general consolidat, în ianuarie-iunie 2023 s-a înregistrat o creștere a cheltuielilor pentru investiții cu 56 la sută față de aceeași perioadă a anului precedent.

⁸⁸ Angajamentul României privind acest segment, reflectat de Planul Național de Energie și Climă 2021-2030 (INECP), vizează o cotă de 31 la sută (față de o valoare estimată, pentru anul 2021, de 24 la sută, ușor peste media UE) în consumul final total de energie până în 2030. Conform *Raportului* regional din 2023 al Agenției SeeNext *Renewable Energy in Southeast Europe*, segmentul energiei regenerabile din România prezintă perspective favorabile, prin prisma unor tranzații importante de fuziuni și achiziții, în continuarea celor din perioada 2021-2022.

⁸⁹ O serie de provocări provin din partea atragerii de fonduri europene ce vizează investiții în energia „verde” (de exemplu, prin intermediul componentei 6 din cadrul PNRR), a necesarului de forță de muncă calificată, precum și a sustenabilității echilibrului extern al economiei, în condițiile în care cea mai mare parte a infrastructurii necesare va proveni, cel mai probabil, din import.

asociate programului „Next Generation EU”). Importurile de bunuri și servicii sunt anticipate a înregistra o dinamică cvasinulă în anul 2023⁹⁰, fiind ulterior proiectate în revenire, sub influența evoluțiilor componentelor cererii interne și a efectelor de antrenare din partea exporturilor.

Ulterior deteriorărilor ample din anii trecuți, deficitul de cont curent este prevăzut a manifesta o tendință de ajustare pe parcursul intervalului de proiecție⁹¹. Corecția anticipată a acestuia reflectă suprapunerea mai multor factori, printre care: detensionarea graduală a sincopelor în lanțurile globale de valoare adăugată, temperarea crizei energetice și, pe termen mediu, procesul de consolidare fiscală (însă într-un ritm mult mai redus decât s-a anticipat în runda precedentă). Traectoria indicatorului rămâne condiționată mai ales de amploarea ajustării fiscale, la care se adaugă efectele de natură structurală. Gradul de finanțare a deficitului de cont curent prin fluxuri stabile, non-generatoare de datorie externă, este prevăzut a se menține relativ redus pe întregul interval al proiecției, deși în creștere față de anul trecut. Unele efecte pozitive asupra acestei variabile sunt anticipate a proveni din partea ajustării deficitului extern și a evoluțiilor favorabile ale fluxurilor non-generatoare de datorie externă. Acestea din urmă sunt asociate îndeosebi transferurilor de capital, pe fondul suprapunerii atragerii de fonduri europene din surse multiple. Intrările de investiții directe sunt anticipate a manifesta o reziliență sporită pe parcursul intervalului de proiecție, poziționându-se la niveluri ridicate pe termen mediu, superioare celor din perioada pre-pandemică.

Condițiile monetare în sens larg

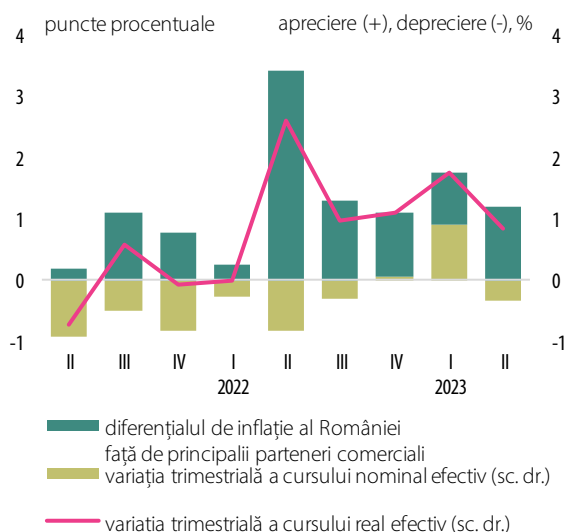
Conform mecanismului de transmisie, condițiile monetare în sens larg evaluează impactul cumulat al ratelor reale ale dobânzilor în lei și în valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebancași și al evoluției cursului de schimb real efectiv al leului asupra cererii agregate viitoare. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici.

Similar *Raportului* anterior, scenariul de bază al prognozei prevede disiparea caracterului stimulativ al condițiilor monetare reale în sens larg și plasarea acestora începând cu a doua jumătate a anului curent la valori restrictive, în accentuare până la finele anului viitor. Această dinamică va avea loc pe fondul propagării graduale în economie a deciziilor operate în contextul normalizării politicii monetare, menite să favorizeze o corecție a cererii agregate excedentare din economie și, implicit, o diminuare a presiunilor inflaționiste asociate acesteia.

⁹⁰ Ce reflectă, de o manieră chiar mai accentuată decât în cazul exporturilor, inclusiv efecte nefavorabile de reportare aferente contracției trimestriale de la finalul anului trecut.

⁹¹ În primele cinci luni ale anului 2023, deficitul de cont curent s-a redus cu circa 1,7 miliarde euro comparativ cu cel din aceeași perioadă a anului precedent. Această evoluție este atribuită unor corecții ample la nivelul deficitului bunurilor și serviciilor, doar parțial contrabalansate de deschiderea celui de la nivelul veniturilor primare.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

În structura condițiilor monetare în sens larg, influențele stimulative ale ratelor reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și la depozitele noi la termen sunt anticipate a se resorbi până la valori cvasineutre la orizontul proiecției. Acest parcurs este proiectat în contextul transmisiei deciziilor de politică monetară în dinamica ratelor nominale ale dobânzilor, simultan unei corecții descendente graduale a anticipațiilor de inflație. Cursul de schimb real efectiv (Grafic 4.9) are un rol semnificativ, fiind preconizat a exercita, prin intermediul canalului exporturilor nete, un efect, *ceteris paribus*, restrictiv până la orizontul prognozei. Aportul cursului de schimb real efectiv este evaluat în contextul aprecierii în termeni reali a monedei naționale, asociată efectului dominant al poziționării ratei interne a inflației peste cea a partenerilor comerciali.

Efectul de avuție și de bilanț este evaluat a deveni ușor restrictiv începând cu a doua jumătate a anului curent. În structură, dinamica acestuia reflectă în principal creșterea ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni), în contextul diminuării treptate a anticipațiilor de inflație din zona euro, dar și al accelerării previzionate a procesului de normalizare a politicii monetare a BCE. Deși s-a redus în perioada recentă, prima de risc suveran este proiectată să exercite un impact restrictiv pe parcursul următoarelor trimestre, reflectând vulnerabilitățile induse de persistența deficitelor gemene. Efectul dinamicii deviației cursului de schimb real efectiv al leului este cvasineutral.

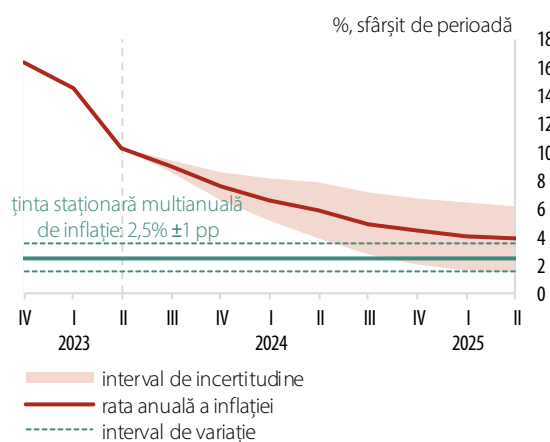
Deciziile Consiliului de administrație al BNR vizează readucerea durabilă a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

2. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor la adresa traiectoriei ratei anuale a inflației este apreciată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus relativ la valorile proiectate în scenariul de bază (Grafic 4.10). În actuala conjunctură, o sursă majoră de incertitudini este conduita viitoare a politicii fiscale, în condițiile în care până la finalizarea *Raportului asupra inflației* nu s-a conturat o variantă finală a pachetului de consolidare propus de autorități.

Riscuri ample sunt asociate instrumentelor menite să asigure o corecție suficientă a soldului bugetar în raport cu țintele asumate în cadrul procedurii de deficit excesiv. În absența unor informații certe privind tipologia, dozajul și momentul implementării acestora, scenariul de bază – construit tradițional prin includerea doar a măsurilor

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



fiscale legiferate sau aflate în stadiu avansat de legiferare –, a fost creionat în absența unor astfel de inițiative. Pe acest fundal, riscuri importante și cu un impact imediat și direct asupra traiectoriei ratei inflației provin din eventuale majorări ale impozitelor indirecte (accize, TVA), măsuri cu probabilitate ridicată de adoptare. În cazul în care vor afecta categorii extinse de produse și/sau se vor implementa secvențial, la mai multe momente de timp, astfel de inițiative ar putea genera inclusiv efecte de runda a doua, dat fiind și mediul economic caracterizat prin rate încă relativ ridicate ale inflației. În același timp, deși parțial materializate, persistă presiunile provenind din partea unor eventuale noi revendicări salariale ale angajaților remunerați din fonduri publice. O nouă majorare a anvelopei salariale din sectorul bugetar ar fi de natură să îngreuneze procesul de consolidare fiscală, asupra căruia grevează incertitudini și în contextul calendarului

extrem de încărcat din anul 2024. În condițiile în care numeroase agenții de rating au condiționat calificativele suverane acordate la acest moment României în principal de progresul consolidării fiscale pe termen mediu, abateri semnificative de la traiectoria de ajustare asumată de autorități ar putea genera o serie de implicații mai puțin favorabile, inclusiv posibile majorări ale primei suverane de risc și, astfel, dificultăți de finanțare a deficitului bugetar în condiții de cost rezonabile. În plus, dezechilibre interne mai accentuate, prin consecințele indirecte asupra deficitului de cont curent, ar fi de natură să perpetueze pe perioade mai lungi de timp problema deficitelor gemene, împiedicând sau îngreunând ajustarea optimală a mixului de politici macroeconomice, aflate astfel sub o serie de constrângeri tari.

Evoluțiile viitoare ale pieței muncii nu rămân relevante doar din perspectiva dinamicii salariilor din sectorul public, fiind probabile inclusiv efecte de demonstrație asupra celui privat, eventuale creșteri suplimentare celor din scenariul de bază fiind motivate inclusiv de refacerea puterii de cumpărare diminuate de inflația ridicată din ultimii ani. Presiuni ascendente sunt atribuite și majorării salariului minim, a căru traiectorie viitoare era marcată de incertitudini la momentul finalizării acestui *Raport*. În acest context, nu este exclusă amplificarea interconexiunilor dintre dinamica prețurilor și cea a salariilor, o buclă de reacție pozitivă care, de la anumite praguri critice, ar putea să devină autoîntreținută. În plus, dat fiind mediul inflaționist accentuat, nu este exclus un grad chiar mai ridicat de transmisie a presiunilor salariale în prețuri comparativ cu cel deja presupus, inclusiv pe fondul unei posibile încetiniri mai pronunțate a activității economice și, implicit, și a productivității muncii. Pe termen mediu, în contextul deficiențelor structurale ale economiei naționale (spor natural negativ, proces de mobilitate transfrontalieră având o balanță negativă), incertitudini ridicate sunt asociate unui necesar sporit de forță de muncă calificată în anumite sectoare, conducând și la exacerbări ale gradului de necorelare între cerințele angajatorilor și pregătirea forței de muncă. Astfel de evoluții ar putea contribui la

o persistență crescută a inflației, amplificată inclusiv prin intermediul anticipațiilor agenților economici, putând rezulta într-o eventuală trenare a procesului dezinflaționist.

Similar rundelor precedente, implicațiile economice ale războiului din Ucraina își reconfirmă importanța ca sursă de riscuri. Noi puseuri inflaționiste pe latura bunurilor agroalimentare ar putea surveni ca urmare a perturbării activității agricole din Ucraina – jucător important pe piața internațională a cerealelor – ulterior distrugerii barajului Nova Kahovka. La acestea se adaugă și efectele provenind din partea rezilierii unilaterale, de către Rusia, a acordului de export al cerealelor prin Marea Neagră, însoțită de o serie de măsuri de penalizare de ordin militar. Astfel, presiuni inflaționiste ar putea fi asociate majorării costurilor logistice în contextul apelării la o serie de rute de transport care nu vor putea face față efortului logistic implicat, putând implicit genera o penurie de mărfuri, deci prețuri mai ridicate, inclusiv pe fondul majorării timpilor de așteptare. În plus, incertitudini inerente decurg din condițiile climaterice, atât pe plan intern (amplificate de existența unei infrastructuri deficitare), cât și la nivel global.

În sfera bunurilor energetice, economiile europene au consemnat o diminuare rapidă a dependenței de importuri rusești, inclusiv pe fondul unor temperaturi favorabile în sezonul rece anterior și al apelării la resurse alternative. Tot în sensul atenuării riscurilor pe acest plan se înscrie și finalizarea lucrărilor de mentenanță a uzinei de procesare a gazelor de la Nyhamna, Norvegia. Totuși, redeschiderea recentă a economiei chineze, în pofida semnalelor de încetinire a acesteia, ar putea fi de natură să pună presiuni suplimentare asupra unor materii prime (cum ar fi gazul natural lichefiat), implicând disponibilități mai reduse de achiziție în Europa. Incertitudini sunt generate și cu privire la regimul de temperaturi din iarna 2023-2024. În cazul economiei interne, astfel de riscuri sunt atenuate de existența schemei de plafonare până la finele lunii martie 2025, precum și de perspectivele favorabile atribuite unor noi investiții în exploatarea gazelor naturale din Marea Neagră. Totuși, manifestarea unor șocuri adverse ar fi de natură să tensioneze suplimentar pozițiile bilanțiere ale companiilor ce activează în piețele de energie.

Efecte mai ample ar putea proveni din partea cotațiilor petrolului, în contextul volatilității ridicate de pe piețele internaționale. Riscuri ascendente sunt atribuite șocurilor de ofertă: atât deciziile viitoare ale OPEC+, cât și eventuale reamplificări ale tensiunilor din unele zone importante de exploatare a resurselor petroliere. Influențe de sens contrar decurg din factori de natura cererii, în eventualitatea manifestării unor episoade stagflaționiste în cazul anumitor economii dezvoltate.

Încetinirea economiei globale rămâne un factor important de incertitudine. În acest context, riscuri provin dintr-o eventuală evoluție anemică a sectorului manufacturier din zona euro. La aceasta se adaugă și o posibilă încetinire mai abruptă a economiei Chinei. În cazul celei din urmă, exacerbarea tensiunilor comerciale cu SUA ar putea produce consecințe adverse ample asupra lanțurilor globale de valoare adăugată, putând conduce inclusiv la o posibilă reversare a progreselor recente de restructurare și eficientizare a acestora.

O persistență mai ridicată a inflației ar putea fi asociată, între altele, unui impact mai redus decât cel anticipat al normalizării politicii monetare, unei disipări mai lente/asimetrice a șocurilor asupra costurilor de producție, unei dinamici mai rapide a salariilor sau unei creșteri a marjelor de profit. Pe acest fundal, deciziile viitoare ale băncilor centrale majore (BCE, Fed), dar și cele ale economiilor din regiune sunt marcate de un grad ridicat de incertitudine.

Pe plan intern, o potențială sursă de riscuri în ambele sensuri este reprezentată de măsura de plafonare temporară a adaosului comercial la unele produse alimentare de bază. O evaluare comprehensivă a efectelor induse de aceasta este dificil de realizat la acest moment, dat fiind caracterul de noutate al inițiativei. Presiuni dezinflaționiste ar putea fi motivate de continuarea și eventuala amplificare a strategiilor promoționale pentru creșterea cotei de piață. Nu este însă exclus nici ca agenții economici din domeniu să încerce recuperarea unor eventuale pierderi de profit prin scumpiri operate în cazul altor produse aflate în afara incidenței prevederilor OUG nr. 67/2023.

Abrevieri

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
IVU	indicele valorii unitare
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
1W	o săptămână
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

Lista tabelelor din text

Casetă

Tabel A	Structura eşantionului de bunuri	21
Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	47
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	48
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	52
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației IPC și CORE2 ajustat în scenariul de bază	54
Tabel 4.3	Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC	56

Lista graficelor din text

	Prognoza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	15
Grafic 1.2	Prețul combustibililor	16
Grafic 1.3	Componentele inflației de bază CORE2 ajustat	16
Grafic A	Inflația serviciilor de piață <i>wage sensitive</i>	17
Grafic 1.4	Anticipații privind evoluția prețurilor	18
Grafic 1.5	IAPC mediu anual în UE – iun. 2023	18
Casetă		
Grafic A	Prețurile medii ale bunurilor de consum (2021)	22
Grafic B	Dinamica prețurilor în perioada 2018-2021	23
Grafic C	Contribuții la inflație pe segmentul bunurilor de consum	24
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	26
Grafic 2.2	Consumul populației	27
Grafic 2.3	Construcții	29
Grafic 2.4	Investiții exclusiv construcții	29
Grafic 2.5	Surse de acoperire a cererii interne pe piețe de proveniență	30
Grafic 2.6	Exporturi	30
Grafic 2.7	Contul curent	31
Grafic 2.8	Productivitatea muncii în economie	31
Grafic 2.9	Gradul de utilizare a capacităților de producție în industria prelucrătoare	32
Grafic 2.10	Efectivul salariaților din economie	32
Grafic 2.11	Gradul de tensionare a pieței muncii	33
Grafic 2.12	Evoluția salariului mediu brut pe economie	33
Grafic A	Imagine de ansamblu asupra evoluțiilor de pe piața muncii	34
Grafic 2.13	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	36
Grafic 2.14	Prețurile producției industriale pentru piața internă	37
Grafic 2.15	Prețurile producției agricole	38
Grafic 2.16	Costurile unitare cu forța de muncă	39

Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	40
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	45
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	45
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	46
Grafic 3.5	Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației	47
Grafic 3.6	Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare	47
Grafic 3.7	Cursul de schimb nominal	48
Grafic 3.8	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	49
Grafic 3.9	Principalele componente ale masei monetare	50
Grafic 3.10	Creditul acordat sectorului privat pe monede	51
Grafic 3.11	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	51
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	54
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat	54
Grafic 4.3	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC	56
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor combustibililor și a celor ale energiei electrice și gazelor naturale	57
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor LFO	58
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)	58
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	59
Grafic 4.8	Deviația PIB	61
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	64
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	65

