

BANCA  
NAȚIONALĂ  
A ROMÂNIEI

# Raport asupra inflației noiembrie 2020

Anul XVI, nr. 62

# Raport asupra inflației

## Noiembrie 2020

## **NOTE**

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

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

Toate drepturile rezervate.

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

# Cuvânt înainte

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

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

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

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

*Raportul asupra inflației* a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 12 noiembrie 2020, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 5 noiembrie 2020.

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



# Cuprins

Sinteză	7
1. Evoluția inflației	14
2. Evoluții ale activității economice	17
1. Cererea și oferta	17
Casetă. Impactul economic al primelor măsuri adoptate în scopul aplatizării curbei epidemice	18
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	30
2.1. Prețurile de import	30
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	31
3. Politica monetară și evoluții financiare	34
1. Politica monetară	34
2. Piețe financiare și evoluții monetare	37
2.1. Ratele dobânzilor	38
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	41
2.3. Moneda și creditul	43
4. Perspectivele inflației	47
Scenariul de bază	47
4.1. Ipoteze externe	47
4.2. Perspectivele inflației	49
4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	52
4.4. Riscuri asociate proiecției	59
Abrevieri	63
Lista tabelor din text	64
Lista graficelor din text	64



# Sinteză

## Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC și-a continuat și în trimestrul III 2020 parcursul descendent observat de la începutul acestui an, plasându-se în luna septembrie în vecinătatea punctului central al țintei staționare, respectiv la valoarea de 2,45 la sută, comparativ cu 2,58 la sută în luna iunie. Tendința ușor dezinflaționistă a reflectat cu precădere efectele recoltei favorabile de legume și fructe din acest an pe plan local și comunitar. În același timp, însă, suprapunerea șocurilor pe partea cererii și a ofertei, cele din urmă asociate măsurilor adoptate în scopul ținerii sub control a pandemiei, a imprimat o tendință de stabilitate ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, aceasta continuând să se situeze în jurul valorii de 3,7 la sută. Dată fiind traiectoria sub așteptări a prețurilor volatile, în luna septembrie, dinamica anuală a IPC s-a plasat cu 0,3 puncte procentuale sub nivelul din cea mai recentă proiecție macroeconomică (*Raportul asupra inflației* din august 2020). În același timp, pe parcursul trimestrului III, rata medie anuală a inflației IAPC s-a redus marginal comparativ cu media europeană, coborând până la nivelul de 2,8 la sută.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a menținut dinamica ridicată și în intervalul iulie-septembrie, plasându-se la un nivel similar celui înregistrat în luna iunie. Astfel, revenirea semnificativă a cererii de consum pe parcursul trimestrului III este posibil să fi atenuat presiunile dezinflaționiste, după ce *gap*-ul PIB se deschisese la valori puternic negative în trimestrul anterior. Această evoluție a fost încurajată și de extinderea sprijinului financiar al statului în materie de ocupare a forței de muncă după data de 1 iunie, care a continuat să acționeze ca un amortizor la nivelul cererii de consum. În plus, continuă să rămână relevante presiunile inflaționiste specifice gestionării crizei sanitare (de exemplu, costuri cu materiale sanitare, dezinfectanți etc.), resimțite mai acut în domeniile de activitate cele mai expuse contactului uman direct (HoReCa, servicii culturale și recreative, transport de pasageri). În perspectivă, planează incertitudini cu privire la impactul net asupra dinamicii inflației CORE2 ajustat al șocurilor de natura cererii, respectiv al celor de natura ofertei, în timp ce pe termen scurt, valoarea înregistrată la luna septembrie se plasează în linie cu valoarea proiectată în *Raportul asupra inflației* anterior.

Dată fiind restrângerea semnificativă a activității economice în trimestrul II, precum și tendința companiilor de a menține un surplus de forță de muncă pe durata manifestării unui șoc negativ (comportament prevalent și în criza anterioară)<sup>1</sup>, ritmul anual de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei a consemnat un salt în trimestrul II 2020 (până aproape de 11 la sută). Tot o accelerare, ușor mai

<sup>1</sup> Chiar dacă poate fi suboptimală într-o primă etapă, strategia se poate dovedi benefică pe termen mai lung, evitându-se costurile ulterioare asociate căutării și instruirii unor noi angajați și acționând ca o formă de asigurare pentru personalul existent.



redușă (până la circa 8 la sută), se observă și după excluderea din calcul a salariilor care au fost încadrați în șomaj tehnic, ale căror indemnizații au fost suportate de către stat (ajustare de natură a surprinde cu mai multă acuratețe presiunea costurilor cu forța de muncă resimțită de companii).

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

În ședința din 5 august 2020, Consiliul de administrație al BNR a decis să efectueze încă o reducere prudentă a ratei dobânzii de politică monetară, cu 0,25 puncte procentuale, până la nivelul de 1,50 la sută; totodată, rata dobânzii pentru facilitatea de depozit a fost coborâtă la 1,00 la sută, iar rata dobânzii aferentă facilității de creditare, la 2,00 la sută. În același timp, ratele RMO pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost menținute la nivelurile în vigoare. De asemenea, în condițiile unui deficit de lichiditate pe piața monetară, s-a hotărât continuarea efectuării de operațiuni *repo* și a cumpărării de titluri de stat în lei de pe piața secundară, cu păstrarea stabilității pe piața financiară. În contextul decalajelor de transmitere a impulsurilor ratei dobânzii de politică monetară, o asemenea calibrare a conduitei politicii monetare era menită să susțină redresarea activității economice pe orizontul prognozei, în vederea aducerii și consolidării pe termen mediu a ratei anuale a inflației în linie cu ținta, în condiții de protejare a stabilității financiare.

Deciziile au fost adoptate în contextul în care datele statistice apărute după ședința de politică monetară din luna mai au evidențiat, conform așteptărilor, un impact economic sever al pandemiei de coronavirus, cu un vârf de intensitate în aprilie, care începe însă să se atenueze din luna următoare, pe fondul retragerii graduale a restricțiilor de mobilitate fizică și în contextul susținerii oferite de programele de sprijin guvernamental și de măsurile de politică monetară ale BNR.

Astfel, rata anuală a inflației s-a redus și în trimestrul II, chiar mai pronunțat decât s-a anticipat, coborând în iunie la 2,58 la sută, de la 3,05 la sută în martie, ca urmare a accentuării semnificative a declinului în termeni anuali al prețului combustibililor. Dinamica anuală a inflației CORE2 ajustat a consemnat însă doar o scădere minoră, la 3,7 la sută în iunie, de la 3,86 la sută în martie, continuând să reflecte presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali din perioada prepandemie, la care s-au alăturat influențele schimbărilor în structura consumului survenite în contextul pandemiei, precum și cele venind din costuri mărite asociate unor lanțuri de producție/aprovizionare și măsurilor de prevenire a răspândirii infecției cu coronavirus.

Excedentul de cerere agregată a rămas semnificativ în trimestrul I 2020, cunoscând doar o restrângere modestă, în condițiile în care dinamica trimestrială a PIB s-a menținut în teritoriul pozitiv, chiar dacă, în termeni anuali, creșterea economică a decelerat considerabil, la 2,4 la sută, de la 4, 3 la sută în trimestrul anterior. Totodată, soldul negativ al balanței comerciale și-a reaccelerat substanțial adâncirea în acest interval, iar acoperirea deficitului de cont curent cu investiții străine directe și transferuri de capital și-a accentuat deteriorarea. Poziția ciclică a economiei s-a schimbat însă brusc în trimestrul II, așa cum se anticipase, noile date și evaluări indicând o severă contracție a economiei pe ansamblul intervalului, dar și o recuperare

parțială a acesteia în trimestrul următor, în condițiile în care indicatorii cu frecvență ridicată au evidențiat un declin economic masiv în aprilie, care a început să se resoarbă totuși din luna mai. Evoluția implica deschiderea abruptă a unui deficit consistent de cerere agregată în trimestrul II, dar și o cvasiînjumătățire a acestuia în următoarele trei luni, relativ în linie cu precedentă prognoză.

Condițiile financiare au continuat să se amelioreze, sub impulsul reducerii din luna mai a ratei dobânzii de politică monetară, precum și pe fondul lichidității semnificative furnizate de BNR prin operațiuni *repo* efectuate pe baze bilaterale și prin cumpărarea de titluri de stat în lei de pe piața secundară. Astfel, principalele cotații ale pieței monetare interbancare și-au consolidat scăderea și apoi nivelurile mai joase astfel atinse, un parcurs relativ similar caracterizând și randamentele titlurilor de stat pe termen mai lung. La rândul ei, rata medie a dobânzii la creditele noi a avut o tendință evidentă de scădere în trimestrul II, în timp ce descreșterea ratei medii a dobânzii la depozitele noi la termen a fost relativ minoră, ecartul dintre acestea reducându-se considerabil.

Cursul de schimb leu/euro a rămas totuși cvasistabil, leul manifestând chiar o ușoară tendință de apreciere față de euro în luna iulie și una mai vizibilă vis-à-vis de dolarul SUA. Deteriorarea poziției fiscale și a perspectivei acesteia, alături de dezechilibrul extern continuau însă să exercite presiuni asupra primei de risc suveran, cu posibile consecințe asupra volatilității cursului de schimb al leului, implicit asupra inflației și încrederii în moneda națională, iar în final asupra costurilor de finanțare și ritmului redresării economiei ulterior fazei de contracție.

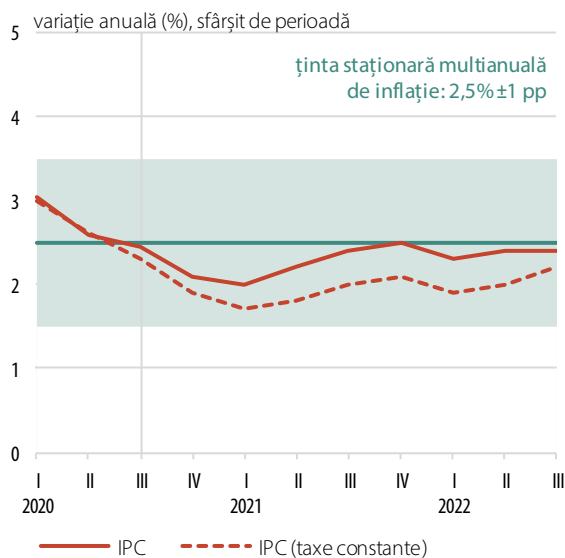
În acest context, noua prognoză pe termen mediu a reconfirmat perspectiva inflației evidențiată în proiecția anterioară, în condițiile unei ușoare revizuirii în sens descendent a coordonatelor sale pe orizontul scurt de timp. Potrivit acesteia, rata anuală a inflației urma să mai urce ușor în luna iulie și să rămână relativ constantă până în decembrie 2020, pentru ca ulterior să coboare și să convergă pe orizontul relevant pentru politica monetară la punctul central al țintei de inflație, pe fondul manifestării cu un decalaj de timp a efectelor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată; acesta este anticipat să se deschidă consistent în trimestrul II 2020, dar să se restrângă apoi progresiv și ceva mai alert decât în prognoza anterioară.

Incertitudinile asociate noilor previziuni macroeconomice continuau să fie extrem de ridicate și de natură a induce riscuri în dublu sens la adresa perspectivei inflației. Sursa lor majoră rămânea pandemia de coronavirus – care s-a reintensificat în iulie – și măsurile restrictive asociate, condiționând viteza și traiectoria redresării economiei. Incertitudini și riscuri crescute decurgeau din conduita politicii fiscale și a celei de venituri, date fiind posibila creștere mai amplă a deficitului bugetar în 2020, dar și probabila inițiere în perspectivă apropiată a consolidării fiscale, posibil a fi totuși parțial contrabalansată ca impact economic de fondurile europene alocate României prin pachetul de redresare economică și prin bugetul multianual agreeat recent la nivelul UE. Și mediul extern constituia o sursă de incertitudini mari și riscuri mixte, în condițiile unor semnale ceva mai favorabile privind evoluția economiilor europene, dar și ale recente reacutizări a pandemiei.

## Perspectivile inflației

Configurația actualului scenariu de bază este în continuare grevată de o multitudine de surse interconectate de riscuri și, mai ales, de incertitudini, asociate în principal evoluțiilor din planul sănătății publice. Ulterior contracției fără precedent din trimestrul II, pe măsura eliminării restricțiilor severe impuse de autorități, activitatea

### Proгноza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

economică a cunoscut o normalizare graduală, facilitată și de atenuarea volatilității de pe piețele financiare internaționale. Totodată, lanțurile de valoare adăugată de la nivel global și-au reluat treptat cadența, rezultând într-o disipare a șocurilor de natura ofertei prevalente în prima fază a crizei medicale și, implicit, facilitând normalizarea graduală a legăturilor comerciale și financiare dintre economii. Cu toate acestea, recrudescența recentă a crizei pandemice, cu precădere la nivelul țărilor de pe continentul european, a implicat escaladarea unui nou vârf al incertitudinii cu privire la perspectivele imediate și cele pe termen mediu ale activității economice. Pe acest fond, autoritățile au fost nevoite să introducă noi restricții privind distanțarea socială, cu consecința foarte probabilă a inversării în perioada imediat următoare a tendinței robuste de redresare a majorității economiilor, observată pe parcursul trimestrului III. În contextul resurgenței numărului de infecții, se ridică numeroase semne de întrebare

cu privire la reziliența multora dintre aceste economii, în mod special a acelor în care spațiul de acțiune al politicilor macroeconomice a fost în bună măsură erodat de efortul contracțării efectelor primului val pandemic. Pe acest fond, până la o normalizare a situației în plan medical și economic, este de așteptat ca riscurile în sens descendent la adresa activității economice să rămână dominante. Astfel, coordonatele scenariului de bază stau sub semnul unor posibile reconfigurări viitoare, potențial chiar semnificative, pe măsura clarificării treptate a surselor actuale de incertitudini.

Scenariul de bază actualizat este construit sub ipoteza menținerii sub control a situației epidemice interne, prin aplicarea de restricții cvasigeneralizate la nivel național. Chiar și în aceste condiții, este de așteptat ca gradul de severitate a acestor măsuri să rămână substanțial inferior celui din primul val al pandemiei, în caz contrar coordonatele scenariului de bază putând fi chiar radical diferite. Pentru trimestrul IV, dat fiind contextul medical actual, se prevede o întrerupere a procesului de redresare a economiei ce a debutat în trimestrul precedent. Astfel, dinamica medie anuală a PIB în anul 2020 este prevăzută să înregistreze o valoare negativă semnificativă, în atenuare însă raportat la prognoza din *Raportul asupra inflației* anterior. Influențe mai favorabile asupra dinamicii PIB provin din redresarea semnificativ mai alertă a economiei de pe parcursul trimestrului III. Influențe de sens opus sunt conturate din partea șocului advers de ofertă ce a grevat producția agricolă cerealică în acest an. Similar proiecției precedente, se menține evaluarea unei recuperări lente, într-un interval de cel puțin un an, a pierderilor de venit agregat asociate pandemiei.

În structură, pentru anul curent dinamica medie anuală a PIB este proiectată să reflecte contribuția negativă semnificativă a consumului final, la care se adaugă aportul de același semn al exporturilor nete. În cazul consumului, în pofida avântului însemnat al cererii imediat după relaxarea restricțiilor stricte de mobilitate din intervalul martie-mai, factorul dominant pentru perspectivele imediate de evoluție ale componentei continuă să rămână comprimarea venitului disponibil al gospodăriilor populației, precum și comportamentul decizional extrem de prudent al acestora, specific de altfel perioadelor marcate de ample turbulențe. În plan extern, aceste șocuri disruptive au condus la comprimarea cu peste 25 la sută a exporturilor românești în trimestrul II, recuperarea acestor pierderi prefigurându-se a fi progresivă și strict corelată cu dinamica cererii externe. Pe fondul contracției comerțului internațional, o corecție mai semnificativă a deficitului de cont curent din România este, totuși, grevată de perspectivele ce par a indica plasarea cuantumului deficitului bugetar din anul curent semnificativ peste limitele de prudență definite la nivel european; principalul resort decurge din majorarea volumului cheltuielilor publice destinate atenuării efectelor crizei de sănătate, dar și a celor ocazionate de acțiunea stabilizatorilor fiscali automați. În aceste condiții, deficitul contului curent este de așteptat să persiste pentru al treilea an consecutiv la valori de peste 4 la sută din PIB.

Excepția notabilă de la evoluțiile adverse asociate pandemiei a venit din partea formării brute de capital fix, care a evitat o contracție pe parcursul trimestrului II, înregistrând, surprinzător, chiar o dinamică anuală ușor pozitivă. În perspectivă, există premise ale unei posibile decelerări și la nivelul acestei componente, mai ales pe fondul exacerbării recente a incertitudinii cu privire la durata și deznodământul crizei medicale. În același timp, însă, suita de programe guvernamentale de facilitare a finanțării companiilor, efectuarea unui volum important de cheltuieli investiționale din partea sectorului public, precum și perspectiva disponibilității, începând cu anul viitor, a unui amplu contingent de fonduri europene destinate redresării economice fac probabilă menținerea și pe termen mediu a parcursului investițional favorabil.

Contracția activității economice din anul curent este de așteptat să fie preponderent reflectată în dinamica deviației PIB, însă în ipoteza unui recul în ritmul de redresare a economiei pe parcursul trimestrului IV devine din ce în ce mai probabilă afectarea în manieră persistentă și a dinamicii PIB potențial. Deficitul de cerere s-a deschis la valori puternic negative pe parcursul trimestrului II, fiind de așteptat ca resorbirea completă a acestuia să fie lentă și să dureze, probabil, mai mult de opt trimestre. Dinamica acestui indicator va cunoaște unele oscilații pe termen scurt, asociate, pe de o parte, revenirii mult peste așteptări a activității economice din trimestrul III, iar pe de altă parte, înregistrării unui nou vârf al infecțiilor cu virusul SARS-CoV-2 în ultimele luni ale anului curent. Profilul temporal al *gap*-ului PIB este strict condiționat de implementarea setului de măsuri stimulative adoptate de autorități, conduita politicii monetare și a celei fiscale exercitând un impact favorabil, de o amploare sporită pe parcursul anului 2020.

Ulterior publicării *Raportului* din luna august 2020 s-au concretizat unele presiuni dezinflaționiste mai semnificative induse preponderent de componente exogene ale coșului de consum, pe segmentul prețurilor volatile ale alimentelor și, respectiv, al celor ale combustibililor. În aceste condiții, rata anuală a inflației IPC este de așteptat

să coboare la sfârșitul acestui an până la 2,1 la sută, o revizuire semnificativă de 0,6 puncte procentuale față de prognoza anterioară. În paralel, sub impulsul deficitului de cerere agregată din economie și al slăbirii treptate a rezilienței pieței muncii, corecții mai pronunțate se vor reflecta și în dinamica ratei anuale a inflației de bază, aceasta urmând să atingă nivelul de 2 la sută la orizontul proiecției (trimestrul III 2022). Pentru finele anului viitor, scenariul de bază actual reconfirmă valoarea din proiecția precedentă în cazul ratei anuale a inflației IPC (2,5 la sută), în timp ce prognoza ratei anuale a inflației de bază a fost revizuită ușor descendent (cu 0,1 puncte procentuale, până la 2,1 la sută).

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

Chiar și în condițiile confirmării parțiale a scenariului de risc din *Raportul precedent* referitor la evoluția crizei de sănătate publică, principala condiționare a scenariului de bază continuă să rămână cea de ordin medical și se referă, pe de o parte, la dinamica propagării virusului, iar pe de altă parte, la momentul la care va fi disponibil în mod generalizat un vaccin. Natura aparte a acestei crize îngreunează considerabil chiar și formularea unor scenarii de risc cu privire la relația biunivocă dintre evoluțiile din plan medical și, respectiv, cele din plan economic. Astfel, sunt dificil de evaluat durata și intensitatea crizei medicale, calibrarea măsurilor de răspuns din partea autorităților ori măsura sincronizării acestora și, în cele din urmă, gradul de asimetrie a revirimentului economic din diverse economii. Este foarte probabil ca unele țări să continue să recupereze pierderile asociate crizei într-o manieră liniară sau poate chiar accelerată, în timp ce altele s-ar putea confrunta cu o serie de dificultăți; în cazul celor din urmă, o nouă exacerbare a evoluțiilor din plan medical ar putea amplifica atât vulnerabilitățile și dezechilibrele preexistente, cât și pe cele acumulate ulterior declanșării primului val pandemic. Din acest motiv, sursele de risc provenind din partea mediului intern și, respectiv, a celui extern par a fi aproximativ verosimile la acest moment, iar balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată, cu precădere pe termen mediu, în sensul unor abateri în sus de la valorile așteptate în scenariul de bază.

Pe plan intern, politica fiscală și cea de venituri își mențin relevanța ca sursă de incertitudini. Riscuri specifice continuă să planeze asupra unui posibil volum mai amplu de cheltuieli bugetare, corelat direct cu durata crizei de sănătate publică. Orice înăsprire de către autorități a setului de măsuri administrative ce vizează mai buna gestionare a riscurilor din plan medical ar ocaziona atât cheltuieli suplimentare – în vederea sprijinirii agenților economici afectați în mod direct de măsurile de distanțare socială –, cât și posibile pierderi de venituri bugetare, dată fiind comprimarea mai amplă a activității economice. În cazul particular al României, impactul pe termen mediu al unor astfel de măsuri, prin majorarea volumului cheltuielilor bugetare, implicit și a cuantumului deficitului bugetar, ar fi de sens opus celui implicat de necesitatea continuării ajustărilor fiscale sugerate de derularea conform etapizării inițiale a procedurii de deficit excesiv.

Data fiind și perspectiva de evoluție a deficitului de cont curent din scenariul de bază, absența unei corecții fiscale sau debutul cu întârziere al acesteia ar putea implica menținerea vulnerabilităților asociate persistenței deficitelor gemene, cu potențial de a fragiliza capacitatea de răspuns pe termen mediu a economiei românești în fața unor șocuri adverse, iar în perspectivă imediată de a greva asupra asigurării în volume adecvate și la costuri rezonabile a fluxurilor necesare finanțării acestor deficite.

Una dintre sursele de incertitudine, a cărei clarificare nu s-a conturat încă la nivel empiric, este legată de posibilitatea prevalenței pe o perioadă mai lungă de timp a șocurilor adverse de natura ofertei asociate crizei pandemice, cu impact preponderent asupra indicelui CORE2 ajustat. Această perspectivă capătă o relevanță aparte, cu atât mai mult cu cât în scenariul de bază se prefigurează înregistrarea unui nou vârf al crizei de sănătate publică în ultima parte a acestui an. Disiparea mai lentă a acestor șocuri ar conduce la presiuni inflaționiste suplimentare, cu impact imediat la nivelul prețurilor bunurilor și serviciilor de strictă necesitate, iar pe termen mediu, pe măsura soluționării crizei de sănătate, posibil a se manifesta în majoritatea sectoarelor afectate de închiderea sau restrângerea activității.

În același timp, impactul net asupra ratei anuale a inflației IPC al altor categorii de factori de risc este marcat de ample incertitudini: în cazul prețurilor energiei electrice, am putea asista la creșteri suplimentare de prețuri pe fondul modificărilor structurale în contextul liberalizării acestei piețe; extinderea focarelor de pestă porcină africană ar putea conduce la creșteri mai ample ale prețului cărnii de porc; condiții meteorologice adverse ar putea greva asupra recoltei de produse agricole atât pe plan intern, cât și extern, afectând implicit și prețurile acestora; frânarea relansării economice pe fondul recrudescenței crizei pandemice ar putea menține prețurile combustibililor la niveluri considerabil mai reduse comparativ cu cele din scenariul de bază.

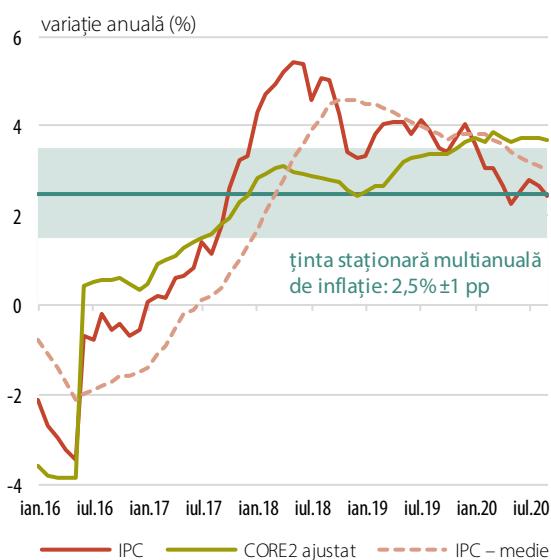
## **Decizia de politică monetară**

Având în vedere caracteristicile noii prognoze pe termen mediu a inflației, precum și incertitudinile și riscurile crescute generate de pandemia de coronavirus, dar mai ales de perspectiva conduitei politicii fiscale și a celei de venituri, în absența proiectului de buget pentru 2021 și în contextul electoral, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 12 noiembrie 2020 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,50 la sută. De asemenea, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit la 1,00 la sută și a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (Lombard) la 2,00 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelului actual al ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivelor în lei ale instituțiilor de credit. Date fiind evoluția creditului în valută și nivelul adecvat al rezervelor valutare, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei rezervei minime obligatorii pentru pasivele în valută ale instituțiilor de credit la nivelul de 5 la sută de la 6 la sută începând cu perioada de aplicare 24 noiembrie – 23 decembrie 2020. Măsura vizează inclusiv continuarea armonizării mecanismului rezervelor minime obligatorii cu standardele și practicile în materie ale Băncii Centrale Europene și ale principalelor bănci centrale din statele membre ale Uniunii Europene.

# 1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC s-a plasat în luna septembrie 2020 în vecinătatea punctului central al țintei staționare (2,45 la sută, -0,13 puncte procentuale față de finalul trimestrului precedent). Tendința ușor dezinflaționistă a reflectat cu precădere efectele recoltei favorabile de legume și fructe din acest an pe plan local și comunitar. În același sens încep să acționeze și condițiile nefavorabile de cerere din economie, profilarea unui orizont tot mai îndepărtat pentru rezolvarea crizei sanitare, odată cu apariția celui de-al doilea val pandemic în această toamnă, infirmând ipoteza unui șoc temporar. Presiuni de sens contrar au continuat să fie exercitate pe parcursul trimestrului III de costurile generate de măsurile întreprinse pentru ținerea sub control a pandemiei, la care s-a adăugat deprecierea modică a monedei naționale față de euro. Pe acest fond, inflația de bază CORE2 ajustat a continuat să manifeste o relativă stabilitate, oscilând în jurul valorii de 3,7 la sută, comportament prevalent de la începutul acestui an (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației



Sursa: INS, BNR

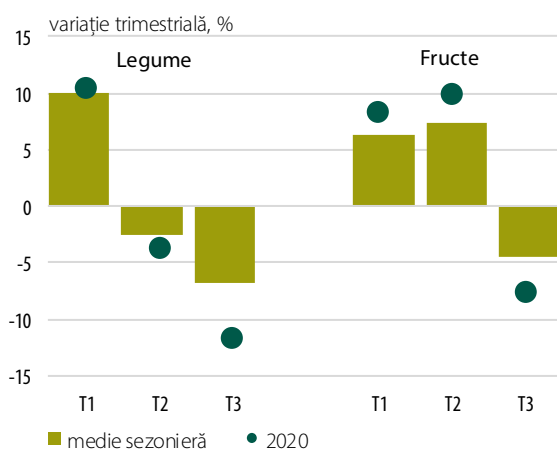
După o nouă majorare a ratei anuale de creștere a prețurilor volatile alimentare în luna iulie (până la 6,9 la sută rata anuală, comparativ cu 5,4 la sută în iunie), în contextul temerilor cu privire la efectele nefaste ale condițiilor meteorologice asupra producției, aceasta s-a temperat ulterior, până la 4,1 la sută în luna septembrie, rezultatele agricole dovedindu-se foarte bune pentru legume și fructe atât pe plan local, cât și comunitar (spre deosebire de cereale, ale căror randamente au fost deosebit de slabe în acest an) (Grafic 1.2). În plus, cererea adresată acestei piețe continuă să fie afectată de restricționarea mai severă a activității restaurantelor, care cunoaște o amplificare în trimestrul IV, odată cu manifestarea celui de-al doilea val pandemic la nivelul UE.

Cu toate că eliminarea treptată a restricțiilor începând cu luna mai 2020 a determinat o revenire

parțială a activității pe plan global, însoțită de o revigorare a cotațiilor bunurilor energetice, parcursul ascendent al acestora din urmă nu a continuat în trimestrul III, prețul barilului de petrol stabilizându-se în intervalul 40-45 dolari SUA/baril, semn al incertitudinii cu privire la evoluția economică viitoare. În acest context, combustibilii și-au menținut neschimbată contribuția puternic deflaționistă în luna septembrie, similară valorii din iunie (-0,7 puncte procentuale la rata anuală a inflației IPC). O scădere în termeni anuali au consemnat în perioada analizată și tarifele la gazele



Grafic 1.2. Prețurile legumelor și fructelor



Notă: Mediile sezoniere sunt calculate pentru perioada 2012-2019; sunt excluse din calcul variațiile din luna iunie 2015, atunci când cota TVA pentru alimente a fost redusă.

Sursa: INS, calcule BNR

naturale și energia electrică, ajustările fiind justificate în esență de mișcarea descendentă a cotațiilor pe piețele libere în perioada de vârf a crizei, odată cu restrângerea puternică a activității economice în trimestrul II<sup>2</sup>.

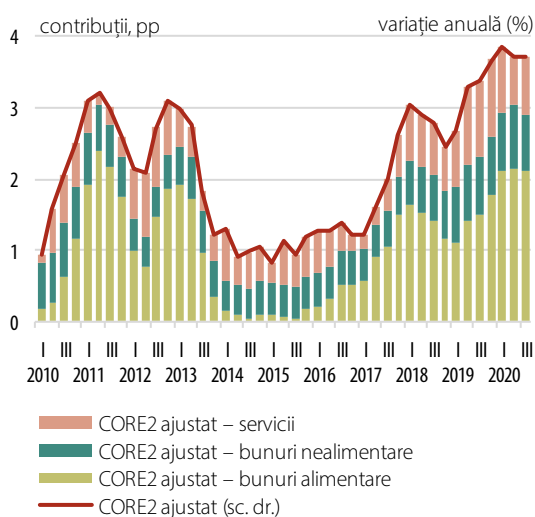
Inflația de bază CORE2 ajustat a continuat să se situeze în jurul valorii de 3,7 la sută, rămânând astfel neschimbată față de finele trimestrului precedent, rezultantă a tabloului macroeconomic complex generat de pandemia COVID-19 și de măsurile întreprinse pentru menținerea sub control a acesteia. Astfel, trimestrul II 2020 a marcat intrarea puternică în teritoriul negativ a deviației PIB, deficitul de cerere fiind de obicei asociat unor evoluții dezinflaționiste. Totuși, pe de o parte, efectul său asupra evoluției prețurilor de consum se produce în mod tradițional cu o anumită întârziere, în contextul rigidității ce caracterizează modul de stabilire a prețurilor

bunurilor și serviciilor incluse în inflația de bază. Pe de altă parte, în situația de față este posibil ca percepția conform căreia șocul negativ este doar temporar, inclusiv pe fondul revenirii cererii de consum în prima parte a trimestrului III, să fi limitat influențele în sens dezinflaționist. Această percepție este însă probabil să se inverseze, pe măsură ce operatorii din economie asimilează orizontul mai îndelungat de rezolvare a crizei sanitare, odată cu apariția celui de-al doilea val de infectări în această toamnă. Este de așteptat totuși ca măsurile adoptate pe piața muncii de la

debutul pandemiei să continue să acționeze ca un amortizor la nivelul cererii de consum, cel puțin pe termen scurt, având în vedere extinderea sprijinului financiar până la finalul anului 2020. Pe partea costurilor, trimestrul III a adus probabil o atenuare a presiunii în zona celor asociate forței de muncă, odată cu reluarea activității, însă rămân materiale presiunile specifice gestionării crizei sanitare (costuri cu materiale sanitare, dezinfectanți sau cele ocazionate de restricționarea activității astfel încât să fie respectate normele de distanțare socială), resimțite mai acut în domeniile de activitate cele mai expuse contactului uman direct (HoReCa, servicii recreative, transport de pasageri).

Tendința de relativă stabilitate a caracterizat și componentele inflației de bază, o mișcare ușor ascendentă fiind înregistrată pe segmentul serviciilor de piață (până la 2,8 la sută), cu precădere pe seama

Grafic 1.3. Componentele inflației de bază



Notă: Exclusiv efectul direct al modificărilor cotelor TVA.

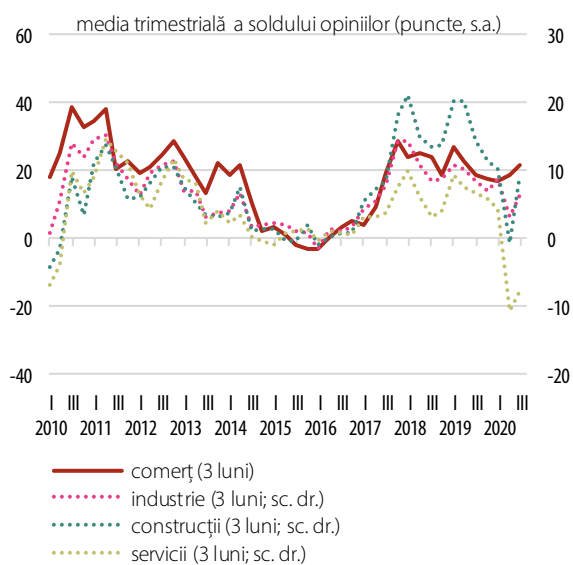
Sursa: INS, calcule și estimări BNR

<sup>2</sup> Chiar dacă începând cu 1 iulie 2020 piața gazelor naturale a devenit complet liberalizată, iar cea a energiei electrice urmează să facă acest pas la 1 ianuarie 2021, unele componente din prețul final vor continua să fie stabilite de autoritatea în domeniu (de pildă, serviciile de transport și de distribuție).



deprecierii modice a monedei naționale în fața euro, în timp ce bunurile nealimentare și alimentare au consemnat dezinflații marginale (până la 2,5, respectiv 5,3 la sută) (Grafic 1.3). Deși în ultimul caz există unele presiuni latente la nivelul materiilor prime agricole asociate recoltei slabe de cereale din acest an pe plan local și comunitar, este posibil ca acestea să fie limitate, date fiind rezultatele favorabile la nivel global și alinierea prețurilor interne la cele externe.

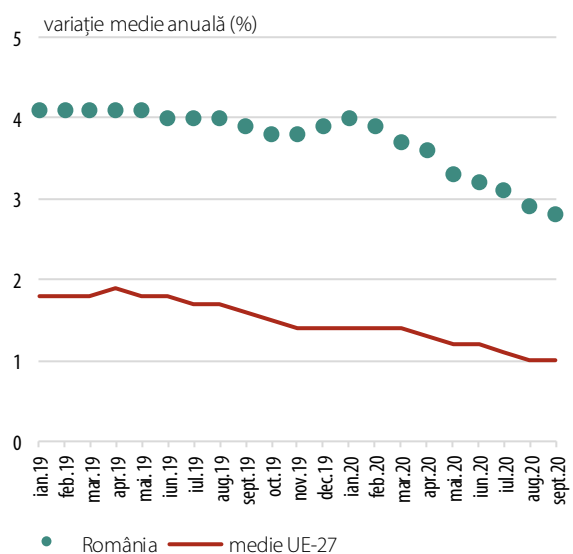
Grafic 1.4. Anticipații privind evoluția prețurilor



Pe măsură ce activitatea economică s-a reluat treptat, anticipațiile inflaționiste au consemnat o ajustare ascendentă în trimestrul III până în jurul mediilor pe termen lung pentru operatorii din industrie, comerț și construcții. Notă discordantă face sectorul serviciilor, de altfel domeniul cel mai afectat de restricțiile impuse în contextul crizei sanitare, unde soldul așteptărilor se plasează încă la valori negative (Grafic 1.4). În același timp, analiștii bancari își mențin relativ neschimbate așteptările privind inflația peste un an, respectiv peste doi ani, în jumătatea superioară a intervalului de variație asociat țintei staționare.

Rata medie anuală a inflației și-a continuat parcursul descendent în trimestrul III 2020, pe fondul ratelor lunare negative din perioada august-septembrie, până la 3,0 la sută în cazul indicatorului determinat conform metodologiei IPC, respectiv până la 2,8 la sută pentru valoarea calculată pe baza structurii IAPC. Astfel, decalajul față de media europeană s-a redus marginal comparativ cu finele trimestrului anterior, România poziționându-se sub alte state din regiune (Cehia, Polonia și Ungaria) în clasamentul țărilor europene cu cea mai ridicată inflație medie a prețurilor de consum (Grafic 1.5).

Grafic 1.5. IAPC mediu anual



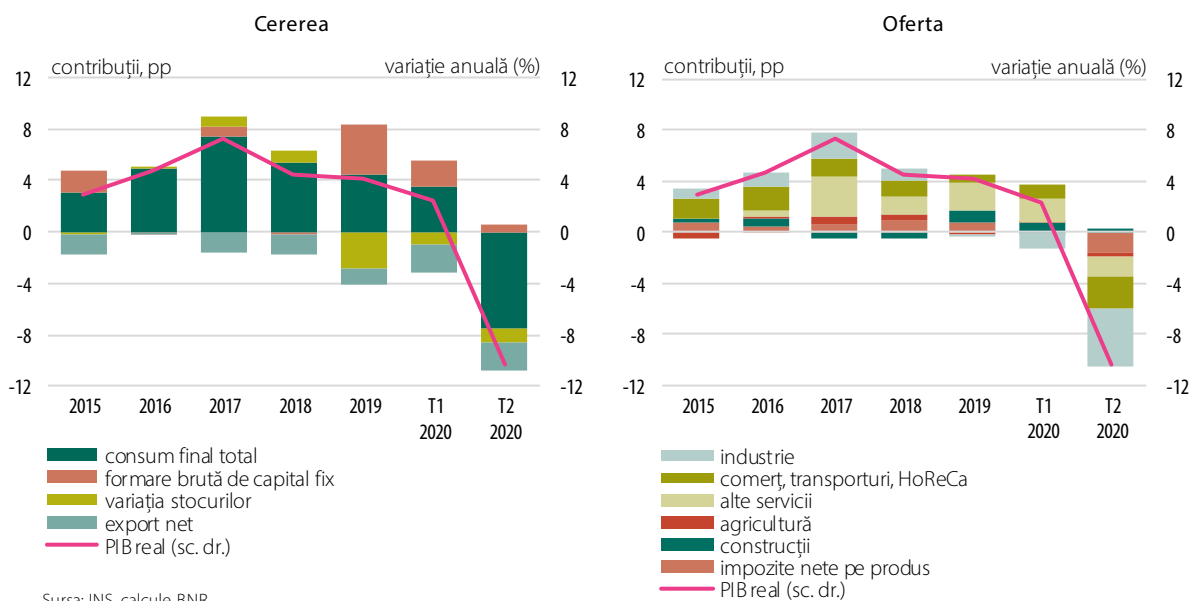
Față de valoarea prognozată în ediția din luna august a *Raportului asupra inflației*, rata anuală a inflației IPC la sfârșitul trimestrului III 2020 a înregistrat un nivel efectiv inferior cu 0,3 puncte procentuale (2,5 la sută, comparativ cu o proiecție de 2,8 la sută). Diferența a fost determinată preponderent de ieftinirea în termeni lunari mai pronunțată pe segmentul legume-fructe, pe fondul recoltei bogate, dar și de evoluția ușor sub așteptări a prețului combustibililor, ca urmare a deprecierii neanticipate a dolarului SUA.

## 2. Evoluții ale activității economice

### 1. Cererea și oferta

Măsurile adoptate la scară internațională în vederea atenuării curbei epidemice provocate de virusul SARS-CoV-2 au generat multiple întreruperi în lanțurile de producție, precum și reducerea cererii, concomitent cu deteriorarea generalizată a încrederii. Vârful undei de șoc imprimată de aceste demersuri a fost atins în trimestrul II și s-a reflectat, pe plan local, în contracția cu 10,3 la sută a PIB (variație anuală). Din perspectiva cererii, contribuția decisivă la restrângerea activității economice din trimestrul II a revenit consumului (afectat îndeosebi la nivelul serviciilor), concomitent cu menținerea efectului de erodare din partea cererii externe nete, în timp ce investițiile au reușit să își păstreze un ritm pozitiv față de intervalul aprilie-iunie 2019 (Grafic 2.1).

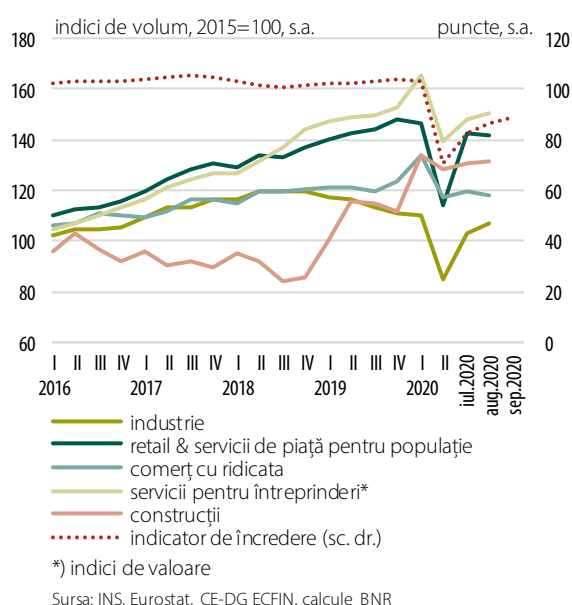
Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



Epidemia de coronavirus, izbucnită în China la sfârșitul anului 2019, s-a extins cu agresivitate la scară internațională, determinând o reacție generalizată a autorităților în ultima parte a trimestrului I 2020, care a constat în restricționarea circulației persoanelor și în stoparea sau reducerea activității pentru întregi sectoare. În plan economic, efectul acestor măsuri a îmbrăcat forma unui șoc de ofertă, însoțit de unul de cerere și de ajustare a încrederii. Astfel, închiderea unor mari capacități de producție în principalele economii ale lumii a declanșat dificultăți la nivelul lanțului internațional de aprovizionare-producție-desfacere, inclusiv pentru țările încă neafectate de pandemie. Din perspectiva cererii, impactul imediat a fost indus de cauze practice (măsurile de

distanțare fizică și dispariția din piață a unor segmente de cerere ca urmare a sistării unor activități), dar și psihologice (asociate conștientizării individuale a pericolului de

Grafic 2.2. Sectoare economice



îmbolnăvire), toate acestea regăsindu-se inclusiv în ajustarea importurilor. Ulterior, reducerea resurselor financiare ale populației și agenților economici, concomitent cu deteriorarea așteptărilor cu privire la redresarea acestora au condus la scăderea cheltuielilor curente, prelungind parcursul negativ al cererii.

În România, a fost instituită starea de urgență la mijlocul lunii martie, afectând luna aprilie integral și prima jumătate a lunii mai. Evaluările interne plasează declinul asociat derulării timp de o lună a activității economice în condițiile unor măsuri restrictive severe generalizate pe plan intern și extern la circa 5,3 la sută, comparativ cu nivelul care ar prevala în absența problemelor de ordin medical (vezi Caseta). După data de 15 mai, măsurile restrictive au fost gradual ridicate (fiind menținută totuși starea de alertă), relaxare care s-a regăsit într-o anumită revenire a economiei (Grafic 2.2).

### Impactul economic al primelor măsuri adoptate în scopul aplatizării curbei epidemice

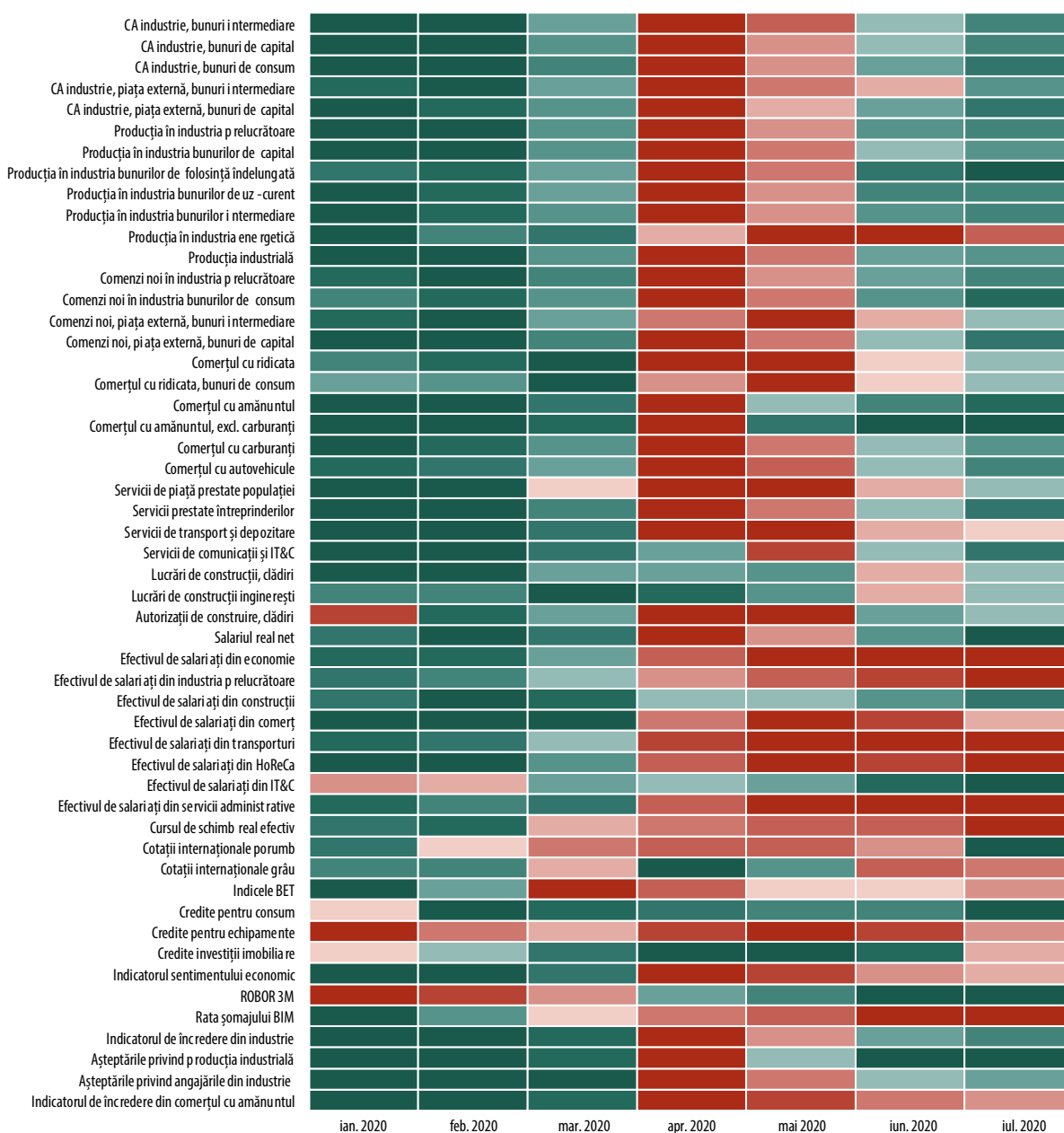
Răspândirea accelerată a noului coronavirus în prima parte a anului 2020 a condus la o schimbare bruscă și cu o amplitudine fără precedent a coordonatelor mediului economic, răspunsul autorităților din numeroase state vizând într-o primă etapă introducerea unor măsuri severe de restricționare a mobilității populației. În România, începând cu jumătatea lunii martie a fost introdus un set consistent de restricții care au afectat puternic activitatea economică, cu precădere în luna aprilie. În acest context, caseta de față își propune să prezinte o evaluare contrafactuală a impactului asupra creșterii economice al acestor prime măsuri introduse în scopul aplatizării curbei epidemiologice. Demersul presupune, în esență, estimarea unui nivel contrafactual al PIB care ar fi fost posibil să se înregistreze în absența șocului pandemic și compararea acestuia cu nivelul efectiv al creșterii economice.

Caracterul neuniform al măsurilor implementate de către autorități pe parcursul trimestrului II 2020 îngreunează procedura de evaluare a impactului economic utilizând date cu frecvență trimestrială, acestea mai degrabă reflectând efectul conjugat al perioadei de maxim a restricțiilor în prima parte a intervalului, urmată de relaxarea graduală a acestora începând cu data de 15 mai. Prin urmare, o abordare mai potrivită constă în estimarea unei măsuri lunare a creșterii economice care să permită evaluarea ecartului între nivelul efectiv și cel contrafactual aferent lunii aprilie, interval de timp care prezintă atât un grad ridicat de omogenitate a măsurilor restrictive, cât și cel mai înalt nivel de stringență a acestora. Acest lucru poate fi realizat cu ajutorul metodologiei Mixed-Frequency Bayesian VAR<sup>3</sup> care în

<sup>3</sup> Mai multe detalii sunt disponibile în Schorfheide, F. și Song, D. – „Real-Time Forecasting with a Mixed-Frequency VAR”, *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 33(3), 2015, pp. 366-380.

esență utilizează serii de timp lunare pentru a descompune evoluția variabilelor trimestriale. Mai în amănunt, această metodă presupune că PIB trimestrial este alcătuit dintr-o serie de evoluții lunare care, însă, nu sunt observate, acestea putând fi totuși approximate prin tehnici de filtrare (cea mai des întâlnită fiind filtrul Kalman). Metoda reclamă exprimarea relațiilor dintre variabilele considerate într-o formă de tipul *state-space*, unde în ecuația de tranziție sunt incluse seriile de timp la frecvență lunară (inclusiv cele care sunt neobservate la o asemenea periodicitate) care, mai departe, pe baza unei matrice de selecție, sunt puse în relație cu variabilele observate atât la frecvență trimestrială, cât și lunară. Pe lângă acest avantaj, metodologia prezintă și o performanță ridicată din perspectiva prognozei creșterii economice, făcând parte din suita de modele utilizate în cadrul BNR.

Grafic A. Evoluția indicatorilor utilizați în estimarea PIB lunar

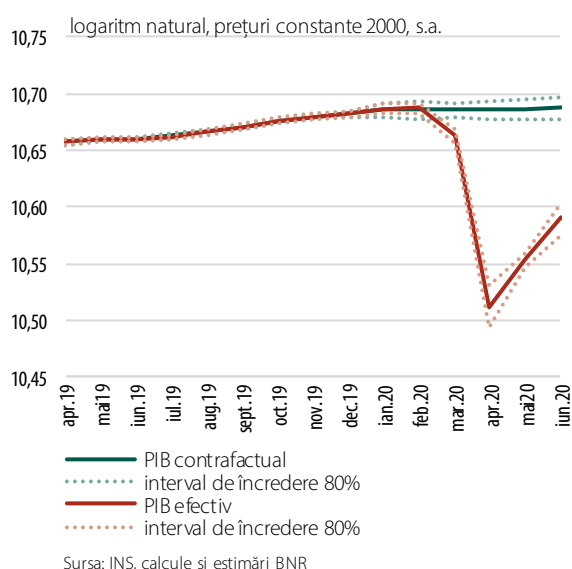


Notă: Culoarea roșie semnaleză o poziție mai nefavorabilă față de media calculată pe baza observațiilor cuprinse între octombrie 2019 și iulie 2020. În cazul cursului de schimb real, culoarea roșie indică o valoare mai apreciată față de media calculată pentru aceeași perioadă.

Sursa: INS, Eurostat, CE, BRI, BNR, BVB, Bloomberg, calcule BNR

După cum era de așteptat, luna aprilie a marcat punctul de minim al activității pentru majoritatea sectoarelor din economie (Grafic A). Principalele domenii vizate de restricțiile impuse de autorități, întrucât presupun o interacțiune umană ridicată, au fost HoReCa, serviciile cultural-recreative, transport de pasageri, dar și unele activități comerciale, acestea consemnând cele mai ample restrângeri ale cifrei de afaceri. De asemenea, reducerea consistentă a cererii externe (majoritatea economiilor europene resimțind puternic efectele în plan economic ale măsurilor adoptate pentru aplatizarea primului val pandemic), apariția unor întreruperi de-a lungul lanțului de aprovizionare, precum și dorința de protejare a angajaților au determinat mai multe companii importante să sisteze activitatea productivă rezultând într-o contracție cu aproape o treime a producției în industria prelucrătoare în luna aprilie față de martie. În ceea ce privește serviciile de telecomunicații și IT&C, precum și lucrările de construcții, dat fiind specificul activității, activitatea a rămas robustă în perioada stării de urgență.

Grafic B. Descompunerea lunară a PIB: efectiv vs. contrafactual<sup>4</sup>



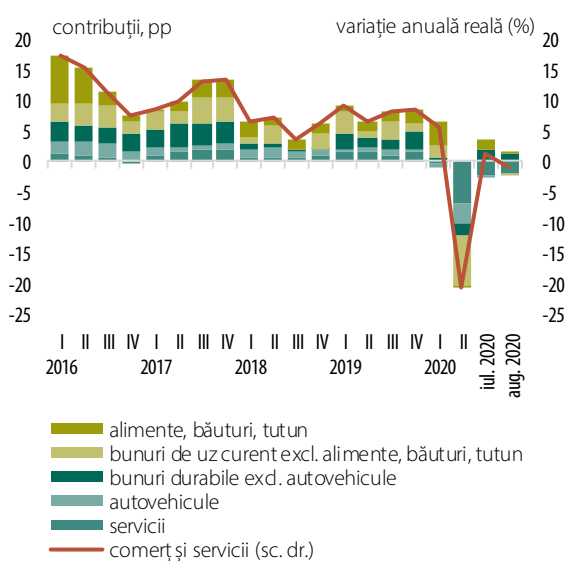
În linie cu activitatea principalelor sectoare, creșterea economică a început să se reducă începând cu luna martie 2020, în aprilie fiind înregistrat punctul de minim, urmat de o redresare parțială în următoarele două luni (Grafic B). Pe baza metodologiei prezentate și utilizând informațiile disponibile până în luna februarie este aproximat un nivel contrafactual al PIB pentru activitatea economică care ar fi putut prevala în absența șocului pandemic, în timp ce descompunerea efectivă a PIB utilizează setul complet de informații disponibil până la luna iulie. Punerea în oglindă a celor două măsuri sugerează un impact economic al impunerii unor măsuri restrictive timp de o lună similare din punctul de vedere al amplitudinii cu cele introduse în aprilie, cuprins între 5,0 și 5,6 puncte procentuale din creșterea trimestrială a PIB, cu o medie de 5,3 puncte procentuale – la nivelul întregului an,

impactul mediu asupra creșterii economice este de 1,3 puncte procentuale. Odată cu apariția celui de-al doilea val pandemic în toamna anului 2020, statele europene – inclusiv România – au reînceput să introducă măsuri restrictive, încercându-se însă evitarea pe cât posibil a unui set atât de sever precum cel implementat în primul val al pandemiei, dat fiind impactul pronunțat negativ asupra creșterii economice.

<sup>4</sup> Evaluările PIB lunar sunt realizate utilizând metodologia Mixed-Frequency Bayesian VAR pe baza a 52 de indicatori cu frecvență lunară care acoperă majoritatea sectoarelor economice, pentru o perioadă de timp cuprinsă între ianuarie 2000 și februarie 2020 în cazul „PIB contrafactual”, respectiv iulie 2020 în cazul evaluărilor „PIB efectiv”. Valorile PIB lunar reprezintă media evaluărilor a o mie de modele estimate grupând aleatoriu indicatorii lunari câte zece, avându-se totuși în vedere ca două grupe succesive să includă indicatori distincți. Intervalele de încredere sunt date de percentila de 10 la sută, respectiv cea de 90 la sută a distribuției generate de *output*-ul modelelor evaluate. Pentru parametrii modelului s-a utilizat un prior de tipul Minnesota, în timp ce pentru matricea de varianță-covarianță s-a presupus că există un factor comun de scalare, variabil în timp (reprezentare autoregresivă de ordinul 1) care permite o anumită variabilitate stohastică la nivelul termenului de eroare. Parametrii sunt estimați pe baza a 10 mii de extrageri din distribuția a posteriori.

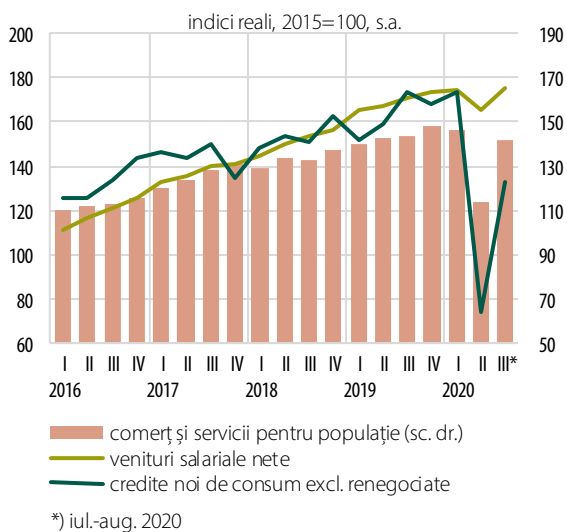
În linie cu evoluția la nivelul UE-27, consumul final al populației a înregistrat o scădere consistentă (cu 11,9 la sută), în condițiile în care măsurile limitative au erodat puterea de cumpărare și, în unele cazuri, posibilitatea fizică de exercitare a cererii. Un exemplu în acest din urmă sens este oferit de serviciile destinate petrecerii timpului liber, unde activitatea a fost suspendată de către autorități, conducând la o contracție anuală de 68 la sută a cifrei de afaceri pentru serviciile de piață prestate populației. Modificarea coordonatelor mediului economic și social, precum și incertitudinea cu privire la evoluția viitoare a veniturilor populației au determinat anumite schimbări ale comportamentului consumatorilor. Pe de o parte, s-a observat o accentuare a conduitei preventive, în sensul renunțării frecvente în această

Grafic 2.3. Activitatea comercială



Sursa: INS, calcule BNR

Grafic 2.4. Veniturile, creditarea și consumul populației



Sursa: INS, BNR, calcule BNR

periodă la achiziții de bunuri durabile cu un cost ridicat, cum ar fi autovehiculele, ale căror vânzări și-au redus volumul cu peste 35 la sută în trimestrul II.

Tendința se reflectă și în scăderea la jumătate a volumului creditelor noi pentru consum comparativ cu trimestrul II 2019 (rezultat la care a contribuit și înăsprirea standardelor practice de băncile comerciale). Pe de altă parte, limitarea circulației persoanelor, dar și prudența crescândă a populației din rațiuni sanitare au determinat scăderea frecvenței cumpărăturilor pentru bunurile de larg consum.

Cu toate acestea, coșul de cumpărături a crescut atât în termeni valorici (îndeosebi pe segmentul alimentar, de importanță majoră în situații critice), dar și ca volum, pe seama orientării mai pronunțate a consumatorilor către produse cu preț relativ redus, de tipul „marcă proprie” (concomitent cu menținerea preferinței pentru produsele locale). În acest context, volumul cifrei de afaceri aferente comerțului alimentar a crescut în trimestrul II cu 1,1 la sută, variație anuală.

Totodată, restrângerea mobilității populației a favorizat majorarea cererii pentru produse care îmbunătățesc calitatea mediului de locuit (bricolaj, amenajări interioare și electrocasnice), în contextul în care populația petrece o perioadă mai îndelungată la domiciliu, dar și intensificarea comerțului *online* (avans de 64 la sută în trimestrul II), în timp ce vânzările de carburanți s-au redus vizibil (cu peste 20 la sută, variație anuală), Grafic 2.3.

Odată cu relaxarea treptată a restricțiilor, cheltuielile de consum ale populației vor cunoaște în mod evident o redresare în trimestrul III, potențată inclusiv de un anumit entuziasm al consumatorilor, care se va tempera însă ulterior, în absența unei îmbunătățiri materiale a perspectivei crizei medicale. Astfel, deși dinamica reală în activitatea de comerț și servicii a intrat în teritoriul pozitiv în luna iulie (circa 1 la sută în termeni anuali), temperarea evoluției din luna

imediat următoare sugerează o influență asociată amânării unor achiziții din cauza restricțiilor anterioare. Practic, în perioada iulie-august volumul cifrei de afaceri aferente acestui sector nu s-a modificat în termeni anuali (Grafic 2.4). Cele mai înalte rate de creștere au fost consemnate de achizițiile de bunuri nealimentare. În acest caz, pe lângă menținerea unei traiectorii ascendente la nivelul vânzărilor de bunuri de bricolaj și pentru dotarea locuinței, o contribuție importantă a venit revigorării comerțului cu articole de îmbrăcăminte și încălțăminte, ca urmare a redeschiderii centrelor comerciale începând cu data de 15 iunie. În schimb, persistența incertitudinii cu privire la rezolvarea problemei epidemiologice, dar și la redresarea economiei și a situației financiare a populației continuă să afecteze cererea de bunuri durabile (în particular autovehicule), consumul de carburanți, precum și cererea pentru activități care presupun apropiere fizică (servicii de transport, hoteluri, restaurante, servicii de recreere și cultură). În acest din urmă caz, deși segmentul a primit un impuls favorabil în luna septembrie, pe fondul deschiderii restaurantelor la interior, precum și a teatrelor și a cinematografelelor, este puțin probabil ca traiectoria să se prelungească, creșterea pronunțată a numărului de infectări în această toamnă atrăgând implementarea unor noi măsuri restrictive asupra acestui tip activități.

Sub impactul crizei pandemice și al măsurilor asociate, execuția bugetului general consolidat din trimestrul II a generat un deficit de 27,1 miliarde lei (echivalent cu 2,6 la sută din PIB) – aproape dublu față de cel înregistrat în aceeași perioadă a anului precedent (14,5 miliarde lei, respectiv 1,4 la sută din PIB). Soldul negativ s-a mărit considerabil și în raport cu primul trimestru din 2020<sup>5</sup>, în condițiile creșterii consistente a cheltuielilor bugetare<sup>6</sup>, în principal ca efect al majorării componente curente a acestora în contextul măsurilor de combatere a efectelor pandemiei – mai ales a cheltuielilor cu asistența socială<sup>7,8</sup> –, dar și a celei de capital<sup>9,10</sup>. Veniturile bugetare au înregistrat totuși un avans marginal<sup>11</sup> – chiar și în condițiile prelungirii facilităților de amânare a plății unor obligații fiscale fără penalizări –, evoluția lor reflectând influențele de sens opus venind în principal din creșterea încasărilor din impozitul pe profit<sup>12</sup>, respectiv, din scăderea celor din accize<sup>13</sup>.

<sup>5</sup> În primele trei luni din 2020, bugetul general consolidat a înregistrat un deficit de 18,1 miliarde lei (1,7 la sută din PIB).

<sup>6</sup> Dinamica anuală reală a acestora a crescut ușor, la 11,6 la sută, de la 9,1 la sută în trimestrul precedent.

<sup>7</sup> Amplificarea acestora reflectând în principal efectul plății indemnizațiilor de șomaj tehnic acordate pe perioada suspendării temporare a contractului individual de muncă din inițiativa angajatorului, dar și pe cel al accelerării decontării indemnizațiilor de asigurări sociale de sănătate pentru concedii medicale în scopul diminuării stocului de plăți restante aferente acestora.

<sup>8</sup> Creșteri s-au consemnat și în cazul cheltuielilor cu bunuri și servicii – inclusiv pentru medicamente și materiale sanitare pentru diagnosticarea și tratarea pacienților infectați cu noul coronavirus – precum și la nivelul celor de personal (în contextul acordării stimulentei de risc pentru personalul medical); în ansamblul lor, cele din urmă și-au întrerupt însă creșterea anuală în termeni reali.

<sup>9</sup> Dinamica anuală reală a acestor cheltuieli a revenit în teritoriul pozitiv.

<sup>10</sup> Contribuții similare au provenit, de asemenea, din partea creșterii cheltuielilor cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile – al cărei impact asupra deficitului bugetar a fost compensat de cel al unei evoluții de același sens la nivelul sumelor permise de la UE –, precum și a celor cu dobânzile, care însă au decelerat în termeni anuali.

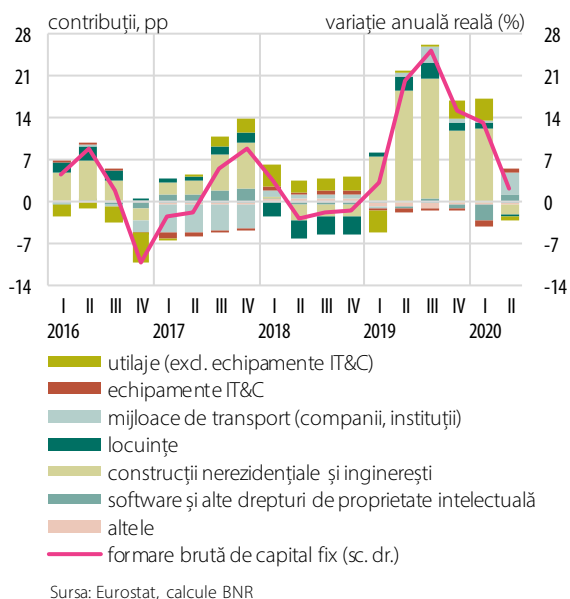
<sup>11</sup> Dinamica anuală reală a acestora a rămas însă negativă, în ușoară ameliorare totuși față de trimestrul precedent (-2,3 la sută, față de -6,3 la sută), inclusiv ca urmare a evoluției încasărilor din impozitul pe clădiri, pe terenuri și pe mijloace de transport, al căror prim termen de plată a fost prorogat la finele trimestrului II.

<sup>12</sup> Stimulate de acordarea unor bonificații în cazul efectuării plății impozitului pe profit pentru trimestrul I până la termenul scadent (25 aprilie 2020); creșteri de încasări față de primele 3 luni ale anului – dar, în condițiile unor dinamici anuale reale negative – au mai fost consemnate și în cazul veniturilor nefiscale și al celor din TVA, evoluția celor din urmă reflectând însă și rambursări de taxă inferioare substanțialului nivel din trimestrul anterior.

<sup>13</sup> Și veniturile din taxa pe utilizarea bunurilor au înregistrat o scădere consistentă, datorată însă inclusiv unui efect de bază, asociat încasării în primul trimestru din 2020 a taxelor pentru prelungirea unor licențe ale frecvențelor radio.



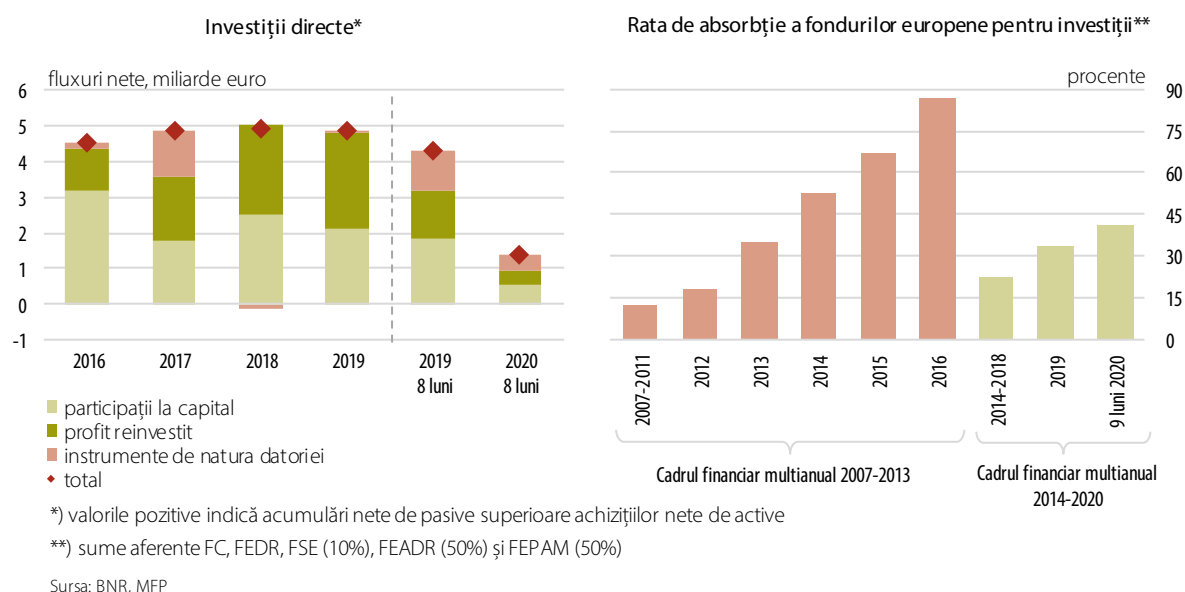
Grafic 2.5. Investiții



Spre deosebire de cererea de consum, înăsprirea contextului economic și social indusă de măsurile adoptate de autorități pentru limitarea efectelor pandemiei a afectat în măsură mai mică formarea brută de capital fix din trimestrul II, aceasta menținându-și un ritm anual pozitiv (2,2 la sută). Rezultatul a fost atribuit în principal intensificării investițiilor din domeniul IT&C (echipamente și *software*), pe fondul extinderii sistemului de telemuncă, precum și achizițiilor de mijloace și echipamente de transport, efectuate de companii și instituții (posibil în baza unor contracte încheiate anterior izbucnirii pandemiei). În ceea ce privește acumulările de capital fix de alte tipuri decât cele menționate, datele de conturi naționale relevă un suflu în ușoară scădere față de trimestrul II 2019 (cu circa 3 la sută), indicii mai ferme privind dinamizarea achizițiilor fiind localizate la nivelul sectorului terțiar, în asociere cu alocarea de resurse

bugetare pentru dotarea adecvată a spitalelor existente și extinderea capacităților de tratament al persoanelor infectate cu noul coronavirus. În sectorul construcțiilor, deși specificul activității (lucru în aer liber, cu posibilitatea respectării distanțării fizice) a permis continuarea lucrărilor pe parcursul stării de urgență/alertă, mai ales în cazul proiectelor de mari dimensiuni, restricțiile asupra circulației forței de muncă și dificultățile de aprovizionare cu materii prime (inclusiv din import) au condus la diminuarea investițiilor cu 2 la sută (variație anuală), Grafic 2.5.

Grafic 2.6. Investiții directe și absorbția de fonduri europene pentru investiții

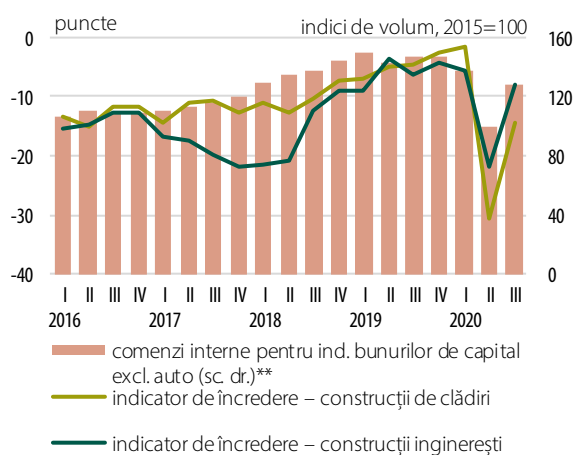


Traectoria favorabilă a formării brute de capital fix este posibil să se mențină și în a doua jumătate a anului, sub impulsul asociat agendei electorale, concomitent cu apropierea de final a exercițiului bugetar european (perioadă caracterizată de



accelerarea absorbției de fonduri nerambursabile). O contribuție suplimentară este așteptată și din partea proiectelor finanțate prin programe guvernamentale (IMM Invest, IMM Leasing de echipamente și utilaje). Cu toate acestea, creșterea aversiunii globale la risc, resimțită deja și pe plan național sub forma unei anumite reticențe din partea investitorilor în inițierea de proiecte noi<sup>14</sup>, va eroda parcursul investițiilor pe termen mai lung (Grafic 2.6). În condițiile spațiului fiscal restrâns, un rol-cheie în contracararea acestei tendințe va reveni creșterii capacității de absorbție a fondurilor europene alocate României începând din anul 2021 atât în cadrul programului multianual de finanțare, cât și prin instrumentul Next Generation EU dedicat relansării economiilor din spațiul comunitar.

Grafic 2.7. Indicii privind investițiile în echipamente și construcții\*



\*) serii ajustate sezonier

\*\*) iul.-aug. 2020 pentru ultimul moment

Sursa: CE-DG ECFIN, INS, calcule BNR

La nivelul activității de construcții, o accelerare de ritm până la sfârșitul acestui an este mai probabilă pe segmentul lucrărilor inginerești, dată fiind conjunctura creată de calendarul electoral în paralel cu cadrul multianual de finanțare europeană (Grafic 2.7). Așteptări favorabile se conturează și pentru zona nerezidențială, mai ales în cazul construcțiilor cu destinație logistică, o contribuție revenind intensificării cererii de spații de depozitare pentru deservirea segmentului *e-commerce* (formă de comerț pentru care se preconizează o consolidare a cotei dobândite în preferințele consumatorilor chiar și după eliminarea completă a restricțiilor privind mobilitatea). Totodată, analiștii din piață formulează estimări optimiste în legătură cu livrarea de spații noi de birouri în perioada următoare, deși extinderea sistemului de lucru la distanță odată cu declanșarea crizei sanitare și perspectiva permanentizării acestuia vor descuraja probabil investițiile pe un orizont

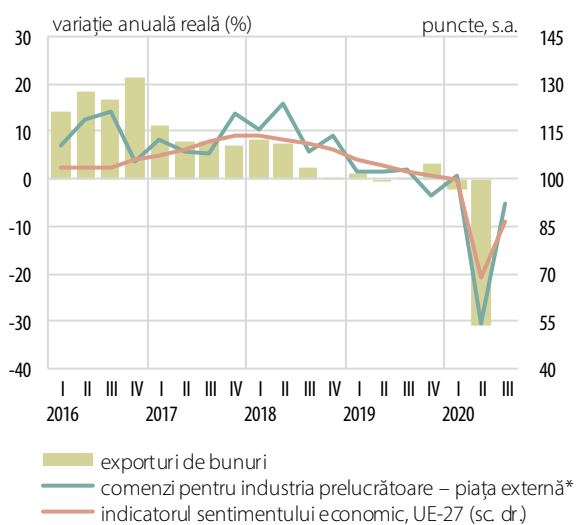
mai îndepărtat. Expectații mai puțin favorabile se conturează în cazul construcțiilor rezidențiale, temperarea de ritm a veniturilor populației, creșterea ratei șomajului și incertitudinea cu privire la evoluția situației epidemiologice și economice determinând o accentuare a prudenței populației în administrarea propriilor resurse financiare.

Înruperile bruște survenite la nivelul lanțurilor de producție pe plan local și internațional au schimbat dramatic parcursul schimburilor comerciale externe în trimestrul II. Redresarea graduală a acestora, pe fondul relaxării măsurilor începând din luna mai, este posibil să continue în trimestrul III, însă pe termen mai lung este destul de neclar în ce măsură această pantă poate fi susținută, dată fiind incertitudinea imprimată de apariția celui de-al doilea val al pandemiei de coronavirus în această toamnă și de prelungirea anumitor tensiuni comerciale la nivel internațional.

În trimestrul II, volumul exporturilor de bunuri și servicii s-a restrâns cu 28,5 la sută în termeni anuali. Con tracția cea mai severă s-a produs în aprilie, atenuarea ulterioară a restricțiilor favorizând revenirea parțială a exporturilor pe parcursul trimestrului

<sup>14</sup> În acest sens este ilustrativă reducerea fluxurilor nete de investiții ale nerezidenților în România la mai puțin de o treime în primele opt luni ale anului curent față de aceeași perioadă din anul anterior (până la 1,4 miliarde euro).

Grafic 2.8. Exporturi



\*) iul.-aug. 2020 pentru ultimul moment

Sursa: INS, CE-DG ECFIN, calcule BNR

analizat. Evoluția pare să se mențină și în lunile următoare, pe fondul unei anumite îmbunătățiri a indicatorilor de încredere în rândul principalilor parteneri comerciali, datele privind valoarea schimburilor comerciale și comenzile externe adresate companiilor industriale locale în intervalul iulie-august confirmând această tendință (frânare a declinului anual în ambele cazuri, până la -6,8 la sută și respectiv -5 la sută), Grafic 2.8. Cu toate acestea, în condițiile în care problema sanitară nu este încă soluționată pe plan mondial, iar între marile economii persistă anumite tensiuni și riscuri în plan comercial (disensiunile dintre SUA și China, riscul intensificării măsurilor protecționiste, dar și cel asociat negocierilor privind acordul post-*Brexit*), parcursul viitor al cererii externe adresate României rămâne dominat de o incertitudine pronunțată. Acest context se prefigurează a afecta economia principalului partener comercial în măsură mai mare

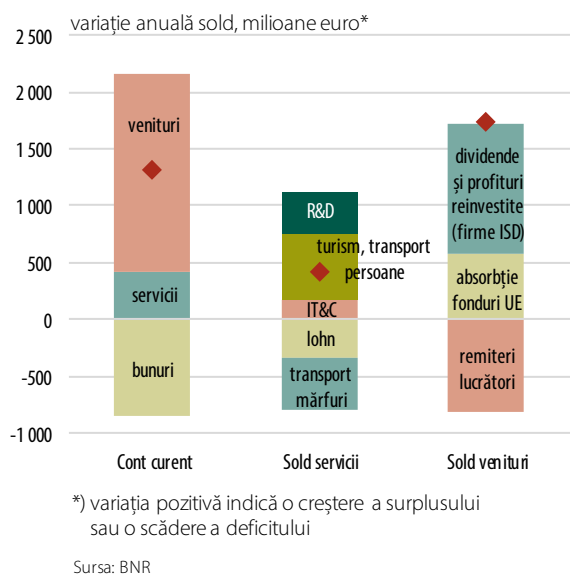
comparativ cu media globală, prognoza din luna septembrie a BCE indicând o contracție de 8 la sută a PIB în anul curent pentru zona euro, față de -3,7 la sută la nivelul economiei mondiale, cu excepția acestei regiuni. Totodată, activitatea exportatorilor locali ar putea fi influențată inclusiv de apariția unor noi focare de infecție pe plan intern, care ar conduce la restrângerea temporară a producției.

Exporturile de bunuri s-au redus cu aproape o treime față de volumul înregistrat în trimestrul II 2019, ca urmare a deciziei de închidere pentru o perioadă determinată a unor companii autohtone cu pondere importantă în exporturile de produse finite (autovehicule, electrocasnice), dar și a unor firme integrate în lanțurile internaționale de producție, afectate fie de ajustări ale cererii, fie de probleme de aprovizionare cu materii prime. Astfel, peste 60 la sută din restrângerea exporturilor de bunuri au fost imprimate de reducerea la jumătate a livrărilor de autovehicule și de componente de profil. Afectate au fost, de asemenea, exporturile de mașini și echipamente, de aparate de măsură și control, dar și de mobilier și bunuri ale industriei ușoare (cu scăderi de volum cuprinse între 37 la sută și 47 la sută în trimestrul II). Pe o pantă puternic descrescătoare s-au plasat și importurile de bunuri (-20 la sută în termeni anuali), pe fondul restrângerii cererii interne (cu 6,7 la sută<sup>15</sup>), al scăderii necesarului de *input*-uri pentru producția destinată exporturilor, dar probabil și pe seama efectuării în luna martie a unor achiziții ample pentru constituirea unor stocuri (în special de produse alimentare).

La nivelul primelor opt luni ale anului curent, declinul importurilor a fost mai puțin accentuat decât cel al exporturilor, soldul comercial rămânând singura sursă de erodare a balanței externe. Astfel, reducerea deficitului de cont curent (cu 18,5 la sută, variație anuală) a fost imprimată deopotrivă de îmbunătățirea soldurilor aferente conturilor de venituri și de avansul încasărilor nete din servicii. În primul caz,

<sup>15</sup> Exclusiv variația stocurilor.

Grafic 2.9. Contul curent și principalele modificări în structură (8 luni 2020)



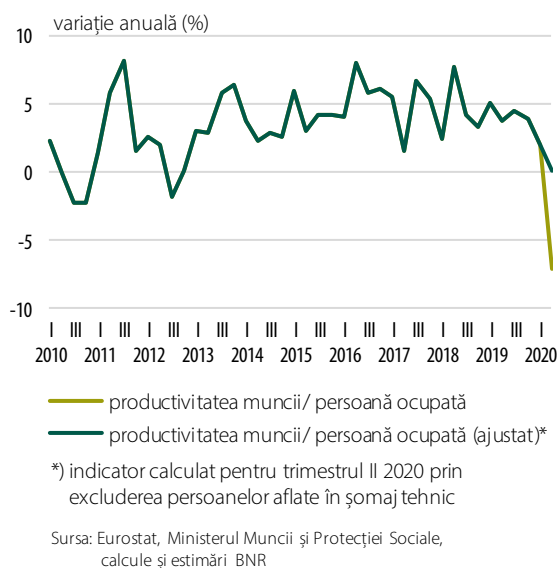
o contribuție importantă a venit fluxurilor de venituri asociate investițiilor directe, constând în scăderea (cu 1,1 miliarde euro) ieșirilor sub forma plăților de dividende și, mai ales, a profitului reinvestit – referitor la acest din urmă element, chiar dacă evoluția este benefică traiectoriei contului curent, semnificația sa economică este negativă, întrucât reflectă o temperare a investițiilor directe efectuate de nerezidenți. O influență pozitivă asupra fluxului de venituri a exercitat și îmbunătățirea absorbției de fonduri europene (cu 0,3 miliarde euro), orientate către agricultură (FEADR, FEAGA) și sfera socială (inclusiv alocări din FSE pentru adoptarea de măsuri socio-economice impuse de contextul pandemiei). Aceste evoluții au contracarat diminuarea remiterilor lucrătorilor din străinătate (cu 0,8 miliarde euro). În privința contului de servicii, printre factorii majori care au susținut creșterea surplusului în primele opt luni ale acestui an se

numără măsurile de limitare a circulației persoanelor, însoțite și de reticența populației în privința călătoriilor în străinătate, pe fondul evoluției epidemiologice neuniforme. Aceste influențe au condus, pe de o parte, la creșterea cererii de servicii IT&C (inclusiv datorită adoptării pe scară largă a sistemului de telemuncă), iar pe de altă parte, la restrângerea activității de turism și transport internațional (cu efect de îmbunătățire a poziției deficitare), Grafic 2.9.

### Productivitatea muncii

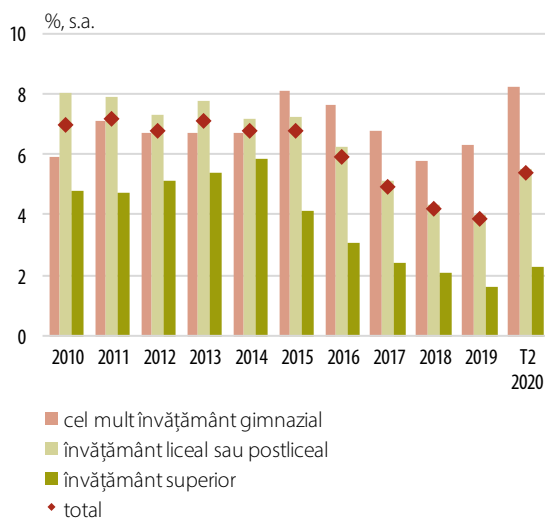
În trimestrul II 2020, dinamica anuală a productivității muncii a cunoscut o temperare amplă, de 9,1 puncte procentuale, până la -7,1 la sută. În condițiile apelării pe scară

Grafic 2.10. Productivitatea muncii în economie



largă la șomajul tehnic, ajustarea indicatorului în sensul eliminării din calcul a acestor persoane (care nu lucrează *de facto*) oferă o imagine mai favorabilă a evoluției productivității muncii, de relativă stagnare în termeni anuali (Grafic 2.10). De altfel, odată revizuite, astfel, majoritatea sectoarelor din economie înregistrează creșteri în termeni de productivitate, excepții notabile fiind reprezentate de sectoarele industrial și HoReCa, puternic afectate de actualul context. În sensul susținerii productivității agregate a acționat probabil tendința companiilor de reconfigurare a activității dat fiind contextul epidemic, fiind promovate proceduri de lucru simplificate și, concomitent, îmbunătățită înzestrarea cu capital a forței de muncă, prin investiții în echipamente de natură a facilita lucrul la distanță (importurile de computere și periferice au crescut cu circa 40 la sută în termeni anuali în trimestrul II). Totodată, este vizibil și un efect compozițional la nivelul pieței muncii, cu

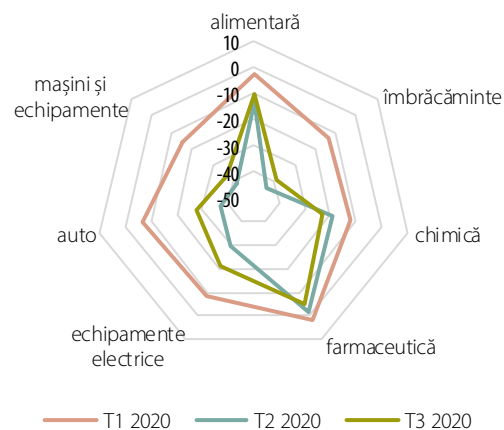
Grafic 2.11. Rata șomajului după nivelul de educație



Sursa: Eurostat, calcule BNR

Grafic 2.12. Evaluarea portofoliului de comenzi în industria prelucrătoare

sold conjunctural (%), medie trimestrială, s.a.



Sursa: CE-DG ECFIN

posibil impact favorabil asupra productivității medii, categoria persoanelor ocupate cu un nivel de pregătire redus cunoscând cea mai importantă contracție în trimestrul II față de media anului anterior<sup>16</sup> (Grafic 2.11).

Segmentul industrial a consemnat în trimestrul II 2020 o amplă corecție a activității (reducere a productivității de aproape 22 la sută în termeni anuali (respectiv de circa 10 la sută, după excluderea persoanelor aflate în șomaj tehnic), resimțind din plin evoluțiile manifestate pe plan internațional, dată fiind integrarea sa în lanțurile globale de valoare adăugată. După scăderile record înregistrate în lunile aprilie și mai, industria europeană și-a revenit parțial, având însă o traiectorie marcată de incertitudine în perspectivă. Cu toate că dinamica anuală a productivității muncii în industrie a atins valori ușor pozitive în luna august, eterogenitatea evoluțiilor la nivelul ramurilor prelucrătoare sugerează fragilitatea acestei reveniri (Grafic 2.12).

Pe de o parte, activitățile manufacturiere, care au performat oarecum favorabil în perioada stării de urgență, continuă să ofere semnale pozitive privind evoluțiile viitoare. Industria alimentară, cea a materialelor de construcții și industria chimică beneficiază de proiecte de investiții în noi capacități de producție sau extinderi ale onora existente. Acestea li se adaugă și fabricarea echipamentelor electrice, unde se află în derulare două dintre cele mai importante investiții în noi capacități de producție în prezent. Pe de altă parte, nivelul scăzut al comenzilor noi afectează gradul de activitate în ramuri precum industria ușoară, industria auto, industria metalurgică sau cea a fabricării de mașini și echipamente, în

contextul înclinației reduse a consumatorilor către achiziții de bunuri durabile, respectiv a companiilor către realizarea de investiții consistente. În cazul industriei auto, perspectivele pe termen mai lung sunt mixte. O evoluție încurajatoare o reprezintă succesul de care se bucură pe plan european în condițiile actuale câteva modele produse în România, subliniind importanța pe care avantajul competitivității prin preț, salutară pentru industria locală și în precedenta recesiune, încă o are pentru producția autohtonă de autovehicule. În acest context, unul dintre producători a anunțat recent demararea unei investiții semnificative în vederea instalării unei linii

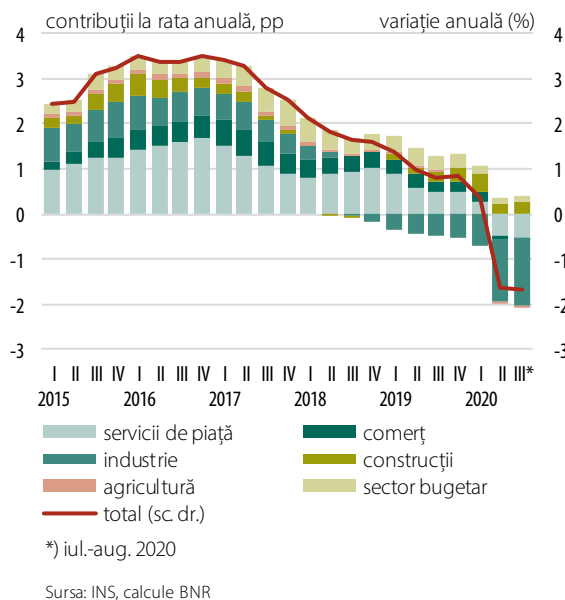
<sup>16</sup> Date ajustate sezonier.

de producție ce va permite fabricarea de componente care în acest moment sunt importate din alte state europene. În același timp însă, vânzările de mașini electrice și hibrid își consolidează trendul ascendent, fiind de așteptat ca, în 2021, 15 la sută dintre mașinile noi vândute în UE să fie bazate pe o astfel de tehnologie<sup>17</sup>. Alinierea industriei autohtone la aceste tendințe întârzie să se producă însă, ceea ce ar putea constrânge potențialul de dezvoltare a segmentului pe termen lung.

### Evoluții pe piața muncii

Criza generată de izbucnirea pandemiei COVID-19 a continuat să influențeze condițiile de pe piața muncii, însă efectele negative au rămas în linii mari limitate, fiind mai puțin ample decât se anticipa inițial. Activitatea economică și-a revenit parțial în urma relaxării restricțiilor, însă prelungirea până la finele anului 2020 a măsurilor de asistență financiară oferită de stat celor mai afectate companii sugerează fragilitatea acestei evoluții.

Grafic 2.13. Efectivul salariaților din economie



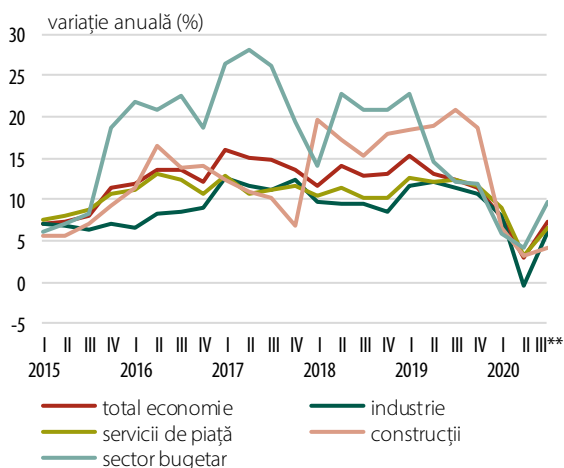
Efectivul salariaților din economie a continuat să se diminueze în intervalul iulie-august, însă contracția anuală s-a menținut în jurul celei consemnate în perioada anterioară (-1,7 la sută, față de -1,6 la sută în trimestrul II; Grafic 2.13). Restrângeri ale schemelor de personal au avut loc în special în industria prelucrătoare și în servicii de piață (cu precădere în sectorul HoReCa și activități de transport și depozitare), în timp ce angajări au continuat să fie înregistrate în domeniul IT&C, în construcții și în sectorul sanitar. În manieră similară, rata șomajului BIM a înregistrat un salt în trimestrul II, până la 5,4 la sută (+1,2 puncte procentuale față de trimestrul I), cele mai recente date indicând un avans mai moderat pentru trimestrul III; rata ANOFM a înregistrat un parcurs destul de lent de la izbucnirea pandemiei (3,3 la sută în intervalul iulie-august, față de o medie de 3 la sută în prima jumătate a anului 2020).

Aceste evoluții, line în raport cu ajustarea amplă înregistrată la nivelul activității economice, reflectă în bună măsură influența programelor guvernamentale de sprijinire a ocupării forței de muncă, aproximativ 1 milion de angajați beneficiind de măsura șomajului tehnic în perioada de vârf a crizei. Extinderea măsurilor de sprijin financiar de către autorități după data de 1 iunie are rolul de a susține în continuare, pe cât posibil, păstrarea relațiilor de muncă. Suportul oferit presupune decontarea a 41,5 la sută din salariu, fără a depăși 41,5 la sută din câștigul salarial mediu brut pe economie pentru o perioadă de trei luni pentru angajații cărora li se reactivează contractele de muncă suspendate la debutul crizei, sau implementarea unui program flexibil de muncă pentru o perioadă limitată, în cadrul căruia statul plătește 75 la sută din diferența de salariu rezultată din diminuarea orelor de lucru (până la maximum

<sup>17</sup> Conform *Transport & Environment*.

50 la sută), schema de sprijin aplicându-se până la finele anului (facilitățile nu pot fi cumulate în cazul aceluiași angajat).

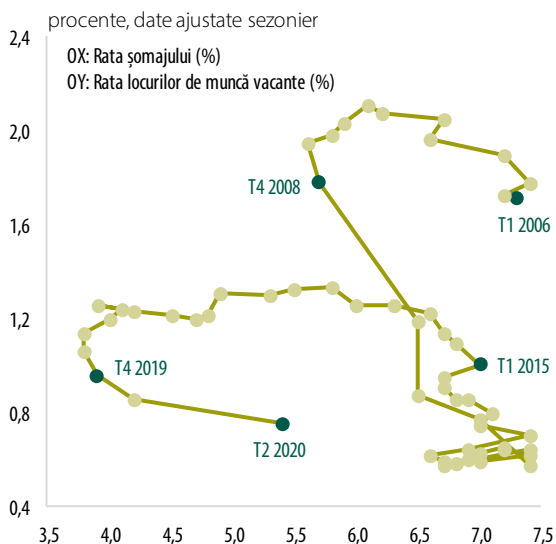
Grafic 2.14. Câștigul salarial nominal brut\*



Apelul în proporție însemnată la șomaj tehnic în perioada de vârf a crizei a afectat și traiectoria câștigului salarial mediu brut pe economie, care și-a intensificat creșterea anuală în intervalul iulie-august, până la peste 7 la sută, de la o medie de circa 3 la sută consemnată în trimestrul II, reflectând în bună măsură ieșirea angajaților din șomaj tehnic, odată cu relaxarea graduală a restricțiilor și reluarea activității (Grafic 2.14). Un rol a revenit însă și acordării tichetelor de vacanță cu o lună mai târziu în sectorul bugetar comparativ cu anul precedent (în luna iulie 2020, față de iunie 2019).

În contextul reducerii capacității economiei de a absorbi forța de muncă, ilustrată de diminuarea ratei locurilor de muncă vacante, creșterea numărului de potențiali candidați pentru angajare contribuie la o inversare a „raportului de forțe”, în sensul unei puteri mai mari de negociere a angajatorilor în stabilirea condițiilor contractuale, spre deosebire de anii precedenți, când lucrătorii se aflau într-o poziție dominantă – fenomenul este specific fazei de recesiune din cadrul ciclului economic, fiind surprins de mișcarea amplă de-a lungul curbei Beveridge din perioada recentă (Grafic 2.15). Ilustrative în acest sens sunt și rezultatele unui sondaj realizat de *eJobs*, care arată o intensificare a concurenței între persoanele aflate în căutarea unui loc de muncă, mai ales pe segmentul tinerilor (grupa de vârstă 18-24 de ani).

Grafic 2.15. Curba Beveridge



Dincolo de componenta ciclică, șocul indus de pandemie are potențialul de a atrage unele modificări structurale, în sensul creșterii cererii de angajare din partea companiilor care activează în domeniile compatibile cu distanțarea fizică. Cele mai recente rezultate ale Sondajului DG ECFIN relevă o cerere de forță de muncă mai ridicată în domenii precum construcții, comerțul *online*, serviciile de curierat, activitățile care pot fi efectuate de la

distanță prin intermediul tehnologiei IT&C (telemunca) sau în sectorul sanitar și în activitățile esențiale (producție și comerț de bunuri alimentare, farmaceutice). În același timp, perspectivele de angajare sunt în continuare nefavorabile în numeroase activități din sectorul serviciilor (cum ar fi transportul aerian, agențiile de turism, industria ospitalității sau serviciile recreative) sau din sectorul manufacturier, pentru care cererea externă este încă destul de slăbită.

Pe ansamblu, ambele sondaje CE-DG ECFIN și Manpower relevă o ameliorare a așteptărilor privind ocuparea comparativ cu lunile anterioare, însă rezultatele prezentate de operatorii economici continuă să se plaseze sub nivelul înregistrat în perioada similară a anului precedent.

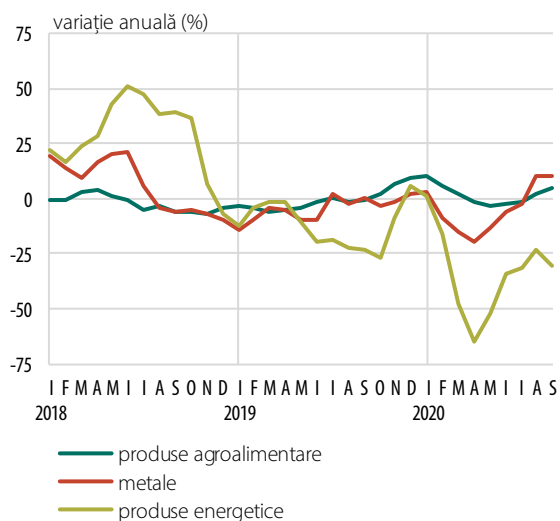
## 2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă

Redresarea parțială a cererii în decursul trimestrului III 2020 a antrenat o revenire a cotațiilor materiilor prime pe piețele internaționale, însă evoluțiile viitoare continuă să fie marcate de un grad ridicat de incertitudine. Chiar dacă pe plan intern dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a cunoscut o relativă stabilizare în intervalul iulie-august, evoluția se datorează unui efect compensator generat la nivelul marilor grupe industriale de ajustarea amplă a prețului cărnii de porc. În absența acestei influențe, prețurile producției industriale ar fi consemnat probabil o ușoară atenuare a dinamicii negative, în linie cu evoluțiile externe, dar și cu presiunile în creștere la nivelul altor costuri: cele specifice crizei pandemice, asociate măsurilor de igienă, dezinfecție și prevenție, precum și cele aferente recoltei slabe de cereale din acest an.

### 2.1. Prețurile de import

Ameliorarea condițiilor economice din ultimele luni s-a regăsit în evoluția cotațiilor materiilor prime (Grafic 2.16). În cazul celor energetice, după scăderea abruptă de la

Grafic 2.16. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, calcule BNR

începutul trimestrului II, prețurile au marcat o revenire, imprimată de traiectoria producției din industria prelucrătoare, precum și de limitarea ofertei de petrol din partea grupului OPEC+, astfel încât scăderea acestora în termeni anuali și-a redus amplitudinea, de la -51,3 la sută pe parcursul trimestrului II 2020 la -28,7 la sută în perioada iulie-septembrie<sup>18</sup>. Totuși, cotația Brent și-a întrerupt avansul în luna septembrie, sugerând că actualele condiții ale pieței nu favorizează o valoare a acesteia cu mult peste 40 dolari SUA/baril. Dinamica anuală a prețului metalelor (inclusiv produse minerale) a consemnat la rândul ei o majorare, de la -13,2 la sută în trimestrul II 2020 la 5,7 la sută în intervalul iulie-septembrie, cu susținere mai ales din partea cererii provenite din China.

Variația anuală a indicelui FAO al cotațiilor materiilor prime alimentare a intrat în teritoriul pozitiv la

<sup>18</sup> Potrivit datelor Băncii Mondiale.



jumătatea trimestrului III, iar în luna septembrie a atins 5 la sută, după ce pe parcursul trimestrului anterior se restrânsese cu 2,3 la sută. Principalele presiuni ascendente au provenit din partea cerealelor și a semințelor de floarea-soarelui, în condițiile unor recolte mai slabe pe plan european determinate de seceta extrem de severă, peste care s-a suprapus o intensificare a schimburilor comerciale internaționale generată de strategia a numeroase țări de a constitui stocuri din rațiuni de securitate alimentară. Totuși, cele mai recente evaluări FAO relevă menținerea pe acest segment a unui climat caracterizat de ofertă amplă la nivel global, factor de natură să atenueze influența presiunilor menționate. În ceea ce privește prețul cărnii, acesta a continuat să se plaseze sub cel consemnat în aceeași perioadă a anului anterior, adâncindu-și chiar variația negativă (-9,7 la sută în trimestrul III, comparativ cu -4,1 la sută în perioada precedentă), pe fondul restrângerii cererii globale, induse de mobilitatea redusă a populației și de restricțiile aplicate în continuare industriei ospitalității, la care s-a adăugat decizia recentă a Chinei de a sista importurile din Germania, determinată de izbucnirea unor focare de pestă porcină africană.

În trimestrul II 2020, influența dezinflaționistă din partea prețurilor externe s-a accentuat, iar indicele valorii unitare a importurilor<sup>19</sup> a coborât până la 94,6 la sută. Acest efect asupra dinamicii prețurilor interne a fost contrabalansat de o depreciere ușoară a leului față de euro. Contribuții importante la evoluția IVU la nivel agregat au avut produsele minerale, cele chimice, plastice și metalele comune, în asociere cu mișcarea cotațiilor internaționale ale materiilor prime, însă este de așteptat ca aceste influențe dezinflaționiste să se mai atenueze în decursul trimestrului III 2020, odată cu redresarea parțială a cererii globale. În ceea ce privește bunurile relevante pentru coșul de consum, pe segmentul agroalimentar, produsele vegetale au consemnat o ușoară creștere a IVU, imprimată de un salt înregistrat de grupa fructelor (până la 128,5 la sută), în timp ce la nivelul cerealelor și al uleiurilor nu s-au remarcat presiuni, cel mai probabil acestea urmând să se manifeste în trimestrul III. Produsele din carne și-au diminuat IVU până la 97,3 la sută (-39,5 puncte procentuale față de intervalul precedent), tendință ce probabil se va accentua în perioada următoare. În cazul bunurilor nealimentare, majorări ale IVU au continuat să înregistreze articolele vestimentare și încălțăminte, în timp ce IVU aferent mijloacelor de transport a devenit subunitar, diminuându-se până la 98,5 la sută.

## 2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

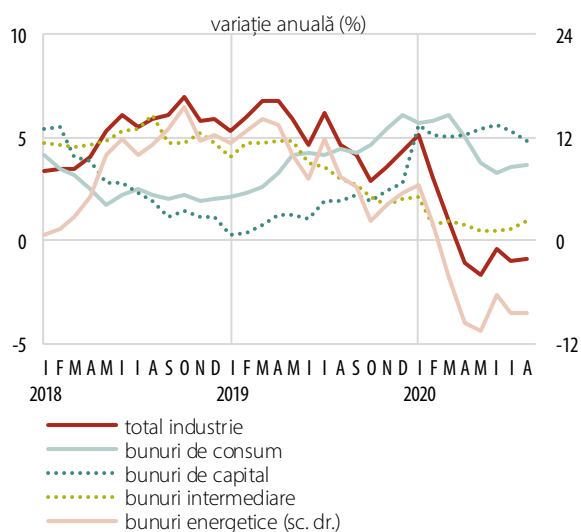
În intervalul iulie-august 2020, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă s-a plasat la -1 la sută, nivel similar trimestrului II, pe fondul unui efect de compensare la nivelul marilor grupe industriale, generat de ajustarea semnificativă a dinamicii anuale pe segmentul cărnii de porc (Grafic 2.17).

Repoziționarea cotației Brent pe o traiectorie ascendentă a antrenat o ușoară atenuare a declinului anual înregistrat de prețurile bunurilor energetice (+0,4 puncte procentuale, până la -8,4 la sută), influență parțial compensată de manifestarea unui

<sup>19</sup> Exprimat în euro.



Grafic 2.17. Prețurile producției industriale pentru piața internă



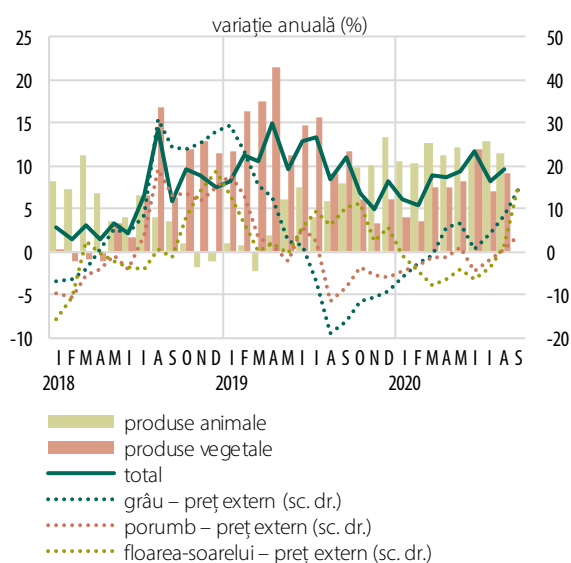
Sursa: INS, Eurostat

efect de bază favorabil la nivelul prețurilor din industria producătoare de energie electrică și termică. În schimb, slăbirea presiunilor din partea costurilor cu materiile prime manifestată în sectorul de prelucrare a cărnii a continuat să fie factorul dominant cu acțiune dezinflaționistă în cazul bunurilor de consum (-0,3 puncte procentuale, până la 3,7 la sută). Totuși, la nivelul altor categorii de bunuri alimentare încep să se contureze unele presiuni ascendente, dată fiind recolta slabă pe plan european, dar și local. Variația anuală a prețurilor bunurilor de consum exclusiv alimente, băuturi, tutun a consemnat un salt până la 5,4 la sută (+2,5 puncte procentuale), imprimat de o accelerare sensibilă a prețurilor de producție din industria farmaceutică, până la 21 la sută – cererea ridicată pentru acest tip de produse generată de situația epidemiologică actuală a permis operatorilor de profil să efectueze majorări de preț, inclusiv în

încercarea de a acoperi eventuale costuri suplimentare asociate aprovizionării cu materii prime și materiale.

La nivelul celorlalte categorii de bunuri, dinamicile anuale ale prețurilor de producție au fost cvasistabile: 0,8 la sută în cazul bunurilor intermediare, respectiv 5,1 la sută pe segmentul bunurilor de capital, în condițiile în care deprecierea recentă a dolarului SUA față de moneda locală a limitat influența provenită din partea traiectoriei cotației metalelor.

Grafic 2.18. Prețurile producției agricole

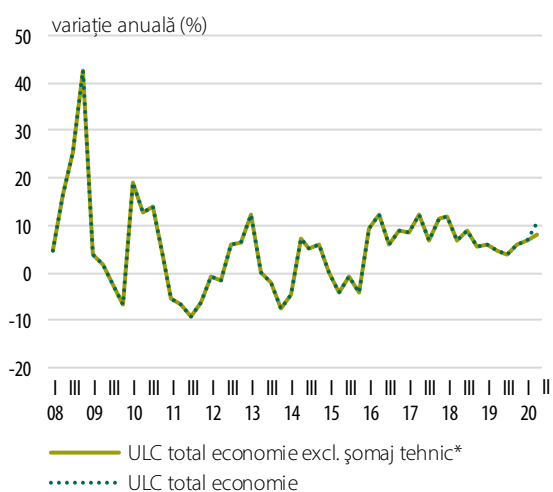


Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

În perioada iulie-august 2020, variația anuală a prețurilor producției agricole a cunoscut o temperare față de trimestrul II, însă a rămas la un nivel ridicat (8,9 la sută, -1,1 puncte procentuale), în structură evoluțiile fiind divergente (Grafic 2.18). Majorări semnificative de dinamică s-au consemnat în cazul cerealelor (până la 8,8 la sută pentru grâu și 20 la sută pentru porumb), respectiv al semințelor de floarea-soarelui (până la 12 la sută), reflectând producția agricolă slabă, cu circa 30 la sută mai scăzută față de anul precedent. În schimb, recolta favorabilă de legume a antrenat scăderi cvasigeneralizate ale prețurilor în termeni anuali pe acest segment. Dinamica anuală a prețurilor produselor de origine animală s-a stabilizat în jurul valorii de 12 la sută, influența temperării semnificative observată pe segmentul cărnii de porc (până la 2 la sută, față de circa 30 la sută în semestrul I) fiind

contrabalansată de majorările operate la alte sortimente, induse probabil și de o schimbare de comportament în rândul consumatorilor care au încercat să găsească substitut pentru carnea de porc care se scumpise semnificativ înainte de izbucnirea pandemiei.

Grafic 2.19. Costurile unitare cu forța de muncă



\*) indicator calculat pentru trimestrul II 2020 prin excluderea persoanelor aflate în șomaj tehnic

Sursa: Eurostat, INS, Ministerul Finanțelor Publice, Ministerul Muncii și Protecției Sociale, calcule și estimări BNR

### Costurile unitare cu forța de muncă

Dată fiind restrângerea semnificativă a activității economice în trimestrul II, precum și tendința companiilor de a menține un surplus de forță de muncă pe durata manifestării unui șoc negativ (comportament prevalent și în criza anterioară)<sup>20</sup>, rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei a consemnat un salt în trimestrul II 2020 (până aproape de 11 la sută). Tot o accelerare, ușor mai redusă (până la circa 8 la sută), se observă și după excluderea din calcul a salariilor care au fost încadrați în șomaj tehnic, ale căror indemnizații, în cuantum de aproape 3,7 miliarde lei, au fost suportate de către stat (ajustare de natură a surprinde cu mai multă acuratețe presiunea costurilor cu forța de muncă resimțită de companii; Grafic 2.19). Prolungirea până la finele anului 2020 a disponibilității măsurilor de asistență financiară oferită de stat celor mai afectate companii din economie<sup>21</sup> va continua să

aționeze ca un amortizor, fiind de așteptat ca dinamica ULC să se tempereze în a doua jumătate a anului.

La nivelul industriei, dinamica anuală a costurilor salariale unitare a înregistrat o decelerare accentuată (coborând de la un maxim de aproape 40 la sută în aprilie-mai la 6,7 la sută în iunie-august), antrenată în mod mecanic de reluarea graduală a activității. Și în acest caz, presiunea efectivă resimțită de companii a fost mai scăzută, după cum relevă evoluția indicatorului ajustat pentru impactul asociat recurgerii firmelor la șomaj tehnic în perioada martie-iunie, respectiv pentru cel aferent susținerii din partea statului pentru reactivarea contractelor suspendate pe perioada stării de urgență începând cu luna iunie. Astfel, evaluările interne pe baza informațiilor disponibile<sup>22</sup> sugerează că dinamica anuală a costurilor salariale unitare în industrie s-a plasat în intervalul martie-august, în medie, în jurul nivelului de 9 la sută, similar celui consemnat în primele două luni ale anului, neafectate de criză.

<sup>20</sup> Chiar dacă poate fi suboptimală într-o primă etapă, strategia se poate dovedi benefică pe termen mai lung, evitându-se costurile ulterioare asociate căutării și instruirii unor noi angajați și acționând ca o formă de asigurare pentru personalul existent.

<sup>21</sup> Sumele bugetate sunt estimate în jurul a 5 miliarde lei, pe parcursul trimestrului III fiind efectuate plăți pentru reactivarea contractelor suspendate la debutul crizei în valoare de circa 1,7 miliarde lei.

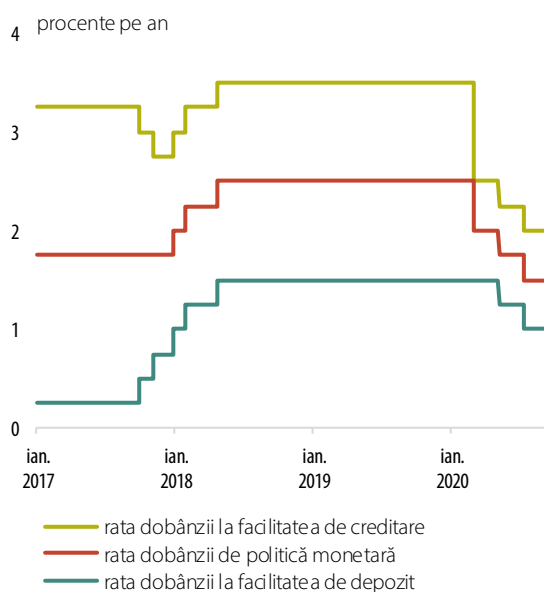
<sup>22</sup> Pentru perioada martie-iunie indicatorul a fost calculat prin excluderea numărului de salariați aflați în șomaj tehnic în industrie, utilizând datele furnizate de Ministerul Muncii și Protecției Sociale. Pentru perioada iunie-august a fost estimat un număr mediu de contracte reactivate în industrie, pe baza sumelor decontate la nivelul întregii economii în acest interval, publicate de Ministerul Finanțelor Publice, și a ponderii contractelor suspendate în industrie în perioada stării de urgență.

### 3. Politica monetară și evoluții financiare

#### 1. Politica monetară

În ședința convocată în data de 5 august 2020<sup>23</sup>, Consiliul de administrație al BNR a decis reducerea ratei dobânzii de politică monetară cu încă 0,25 puncte procentuale, până la nivelul de 1,50 la sută, precum și scăderea ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit la 1,00 la sută și a ratei dobânzii aferente facilității de creditare la 2,00 la sută. Totodată, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost menținute la nivelurile în vigoare. De asemenea, în condițiile unui deficit de lichiditate pe piața monetară, s-a hotărât continuarea efectuării de operațiuni *repo* și a cumpărării de titluri de stat în lei de pe piața secundară, cu păstrarea stabilității pe piața financiară. În contextul decalajelor de transmitere a impulsurilor ratei dobânzii de politică monetară, o asemenea calibrare a conduitei politicii monetare era menită să susțină redresarea activității economice pe orizontul prognozei, în vederea aducerii și consolidării pe termen mediu a ratei anuale a inflației în linie cu ținta de inflație de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, în condiții de protejare a stabilității financiare (Grafic 3.1).

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Deciziile au fost adoptate în condițiile în care datele statistice apărute după ședința de politică monetară din luna mai au evidențiat, conform așteptărilor, un impact economic sever al pandemiei de coronavirus, cu un vârf de intensitate în aprilie, care începe însă să se atenueze din luna următoare, pe fondul retragerii graduale a restricțiilor de mobilitate fizică și în contextul susținerii oferite de programele de sprijin guvernamental și de măsurile de politică monetară ale BNR.

Astfel, rata anuală a inflației s-a redus și în trimestrul II, chiar mai pronunțat decât s-a anticipat, coborând în iunie la 2,58 la sută<sup>24</sup>, de la 3,05 la sută în martie, ca urmare a accentuării semnificative a declinului în termeni anuali a prețului combustibililor. Dinamica anuală a inflației CORE2 ajustat a consemnat însă

<sup>23</sup> Conform deciziei Consiliului de administrație al BNR din data de 20 martie, având în vedere gradul ridicat de incertitudine ce caracterizează evoluțiile economice și financiare în contextul pandemiei de coronavirus, calendarul ședințelor de politică monetară anunțat anterior a fost suspendat, urmând ca acestea să aibă loc, pe o perioadă nedeterminată, ori de câte ori este nevoie.

<sup>24</sup> În ultima lună a trimestrului, rata anuală a inflației a urcat totuși față de nivelul din mai, de 2,26 la sută.

doar o scădere minoră<sup>25</sup> și inferioară previziunilor, ea continuând să reflecte presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali din perioada prepandemie, la care s-au alăturat influențele schimbărilor în structura consumului survenite în contextul pandemiei și al distanțării sociale, precum și cele venind din costuri mărite asociate unor lanțuri de producție/aprovizionare și măsurilor de prevenire a răspândirii infecției cu coronavirus.

Excedentul de cerere agregată a rămas semnificativ în trimestrul I 2020, cunoscând doar o restrângere modestă, în condițiile în care dinamica trimestrială a PIB s-a menținut în teritoriul pozitiv<sup>26</sup>, chiar dacă, în termeni anuali, creșterea economică a decelerat considerabil<sup>27</sup>. Totodată, soldul negativ al balanței comerciale și-a reaccelerat substanțial creșterea în acest interval, iar acoperirea deficitului de curent cu investiții străine directe și transferuri de capital și-a accentuat deteriorarea. Poziția ciclică a economiei s-a schimbat însă brusc în trimestrul II, așa cum se anticipase, noile date și evaluări indicând o severă contracție a economiei pe ansamblul intervalului, dar și o recuperare parțială a acesteia în trimestrul următor, în condițiile în care indicatorii cu frecvență ridicată au evidențiat un declin masiv al economiei în aprilie, care a început să se resoarbă din luna mai, odată cu înlocuirea stării de urgență cu cea de alertă. Evoluția implica deschiderea abruptă a unui deficit consistent de cerere agregată în trimestrul II, dar și o cvasiînjumătățire a acestuia în următoarele trei luni, relativ în linie cu precedenta prognoză.

Pe piața muncii, deteriorarea evoluțiilor a fost amortizată în aprilie de apelul firmelor la șomajul tehnic, susținut financiar de autorități, iar în luna mai a fost frânată de reluarea activității anumitor sectoare, precum și de noi măsuri de sprijin guvernamental. Astfel, în primele două luni din trimestrul II, atât scăderea efectivului salariaților din economie, cât și creșterea ratei șomajului BIM au fost mai modeste decât s-a anticipat. Dinamica anuală a câștigului salarial mediu brut nominal și-a accentuat însă descreșterea, în principal pe seama evoluțiilor din ramurile major afectate de măsurile restrictive<sup>28</sup>, inclusiv în contextul apelului mai extins la șomajul tehnic. Evoluția costului salarial unitar din industrie s-a înrăutățit totuși substanțial, ca efect al amplificării pierderilor de productivitate a muncii.

Condițiile financiare au continuat să se amelioreze, sub impulsul reducerii ratei dobânzii de politică monetară din luna mai, precum și pe fondul lichidității semnificative furnizate de BNR prin operațiuni *repo* efectuate pe baze bilaterale și prin cumpărarea de titluri de stat în lei de pe piața secundară, în contextul unui deficit considerabil de lichiditate pe piața monetară. Astfel, principalele cotații ale pieței monetare interbancare și-au consolidat scăderea și apoi nivelurile mai joase astfel atinse, un parcurs relativ similar caracterizând și randamentele titlurilor de stat pe termen mai lung. La rândul ei, rata medie a dobânzii la creditele noi a avut o tendință evidentă de scădere în trimestrul II, în timp ce descreșterea ratei medii a dobânzii la

<sup>25</sup> La 3,7 la sută în iunie, de la 3,86 la sută în martie.

<sup>26</sup> Ca urmare a performanței deosebit de robuste din primele două luni ale anului.

<sup>27</sup> La 2,4 la sută, de la 4,3 la sută în trimestrul anterior; datele statistice sunt cele disponibile la momentul efectuării analizei de politică monetară.

<sup>28</sup> Precum HoReCa, activități de transport, comerț nealimentar.

depozitele noi la termen a fost relativ minoră, ecartul dintre ele reducându-se astfel considerabil. Reducerea IRCC la începutul trimestrului III a fost însă doar marginală, caracteristicile indicelui fiind de natură să mărească decalajele temporale de transmitere a impulsurilor ratei dobânzii de politică monetară.

Cursul de schimb leu/euro a rămas totuși cvasistabil, leul manifestând chiar o ușoară tendință de apreciere față de euro în luna iulie, și mai vizibilă în raport cu dolarul, pe fondul optimismului generat de planul major de relansare economică agreat la nivelul UE, care a antrenat și o întărire a monedei europene față de dolarul SUA. În raport cu regiunea, ajustările au fost însă mai estompate, chiar și în contextul diferențialului ratei dobânzii, iar deteriorarea poziției fiscale și a perspectivei acesteia, alături de dezechilibrul extern continuau să exercite presiuni asupra primei de risc suveran, cu posibile consecințe asupra volatilității cursului de schimb al leului, implicit asupra inflației și încrederii în moneda națională, iar în final asupra costurilor de finanțare și ritmului redresării economiei ulterior fazei de contracție.

Creșterea anuală a creditului acordat sectorului privat și-a temperat considerabil decelerarea în iunie, pe seama evoluției componente în lei, reflectând inclusiv efectele programului „IMM Invest România” și ale facilităților acordate unor debitori în contextul crizei pandemice, precum și influența stimulative a tendinței descendente a ratelor dobânzilor. Ponderea în total a creditelor în lei a urcat la 67,8 la sută, reprezentând recordul perioadei post-mai 1996.

În acest context, noua prognoză pe termen mediu a reconfirmat perspectiva inflației evidențiată în proiecția anterioară, în condițiile unei ușoare revizuirii în sens descendent a coordonatelor sale pe orizontul scurt de timp. Potrivit acesteia, rata anuală a inflației urma să mai urce ușor în luna iulie și să rămână relativ constantă până în decembrie 2020, dar să tindă ulterior să coboare și să converge pe orizontul relevant pentru politica monetară la punctul central al țintei de inflație<sup>29</sup>. Ușoara ei ajustare crescătoare din semestrul II 2020 era atribuibilă acțiunii tranzitorii a factorilor pe partea ofertei, reflectând mai ales efecte de bază și corecția ascendentă a cotației petrolului<sup>30</sup>, dar și influențe venite din perturbații în lanțuri de producție/aprovizionare și din costuri asociate măsurilor de prevenire a infecțiilor, de natură a afecta evoluția inflației de bază.

Pe acest fond, presiunile dezinflaționiste ale factorilor fundamentali erau așteptate să se evidențieze cu claritate doar în a doua parte a orizontului prognozei, date fiind inclusiv persistența inflației de bază și creșterea amplă a costurilor salariale din anul curent, dar și manifestarea cu un anumit decalaj de timp a efectelor dezinflaționiste ale deficitului consistent de cerere agregată deschis probabil în trimestrul II<sup>31</sup>. Acesta

<sup>29</sup> Rata anuală a inflației era așteptată să se situeze la 2,7 la sută în decembrie 2020 și la 2,4 la sută la finele orizontului prognozei, față de nivelurile de 2,8 la sută și respectiv de 2,5 la sută indicate pentru aceleași momente de referință în precedenta proiecție, publicată în *Raportul asupra inflației* din mai 2020.

<sup>30</sup> Influența inflaționistă a factorilor de natura ofertei era totuși mai atenuată în raport cu proiecția anterioară, ca urmare a ieftinirii începând cu 1 iulie 2020 a energiei electrice, dar și a gazelor naturale, în contextul liberalizării pieței acestora.

<sup>31</sup> În aceste condiții, rata anuală a inflației anuale CORE2 ajustat era așteptată să se mențină în semestrul II sensibil deasupra dinamicii inflației *headline* și la valori ușor mai înalte decât cele anticipate anterior, dar să cunoască ulterior o corecție descendentă ceva mai abruptă, coborând la mijlocul anului viitor și stabilizându-se apoi la 2,2 la sută, similar evaluărilor anterioare.

era așteptat să se închidă treptat, dar ceva mai alert decât în prognoza precedentă – implicând revenirea *gap*-ului PIB în teritoriul pozitiv chiar de la începutul anului 2022 –, în condițiile anticipării unei redresări relativ mai viguroase a economiei după declinul sever din trimestrul II 2020, pe fondul relaxării treptate a restricțiilor de mobilitate fizică, dar și al influențelor venite din programele guvernamentale de sprijin și din condițiile monetare, alături de efectele refacerii treptate a cererii externe.

Incertitudinile asociate noilor previziuni macroeconomice continuau să fie extrem de ridicate și de natură a induce riscuri în dublu sens la adresa perspectivei inflației. Sursa lor majoră rămâneau, cel puțin pe termen scurt, pandemia de coronavirus – care s-a reintensificat în iulie – și măsurile restrictive asociate, condiționând viteza și traiectoria redresării economiei, chiar și în contextul susținerii oferite de programele de sprijin guvernamental și de măsurile de politică monetară ale BNR. Incertitudini și riscuri crescute decurgeau din conduita politicii fiscale și a celei de venituri, date fiind posibila creștere mai amplă a deficitului bugetar în 2020 – inclusiv ca efect al majorării transferurilor sociale în contextul anului electoral, de natură să afecteze execuțiile bugetare anuale viitoare –, dar și probabila inițiere în perspectivă apropiată a consolidării fiscale, corespunzător cadrului de guvernanță fiscală al UE, posibil a fi totuși parțial contrabalansată ca impact economic de fondurile europene alocate României prin pachetul de redresare economică și prin bugetul multianual agreeate recent la nivelul UE. Și mediul extern constituia o sursă de incertitudini și riscuri semnificative, în condițiile unor semnale ceva mai favorabile privind evoluția recentă a economiilor europene, dar și ale recente reactivizări a pandemiei, cu potențial impact asupra ritmului redresării activității economice și a comerțului internațional.

Acest context a justificat încă o reducere prudentă a ratei dobânzii de politică monetară, de natură să susțină, în condițiile decalajelor inerente de transmitere, redresarea activității economice pe orizontul prognozei, în vederea aducerii și consolidării pe termen mediu a ratei anuale a inflației în linie cu ținta de inflație de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, în condiții de protejare a stabilității financiare.

## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

Cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare, precum și rata dobânzii aferentă tranzacțiilor interbancare<sup>32</sup> au continuat să scadă în trimestrul III. Cursul de schimb leu/euro s-a menținut totuși cvasistabil în primele două luni din trimestrul III, pentru ca în septembrie să cunoască două episoade de creștere mai accentuată. Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a temperat considerabil descreșterea pe ansamblul perioadei iulie-august, iar cea a lichidității din economie a continuat să se mărească.

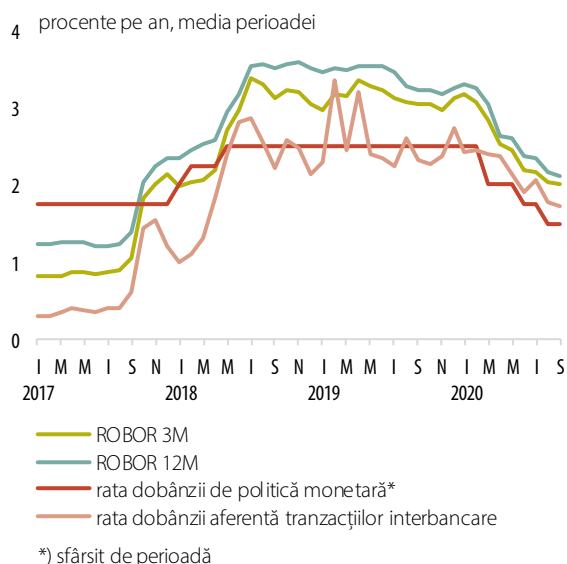
<sup>32</sup> Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară (exclusiv BNR), ponderată cu volumul tranzacțiilor.

## 2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare și-a prelungit în trimestrul III *pattern*-ul conturat spre finele intervalului anterior, tinzând să se mențină în proximitatea ratei dobânzii la facilitatea de creditare, inclusiv ulterior reducerii acesteia cu 0,25 puncte procentuale, în pas cu scăderea ratei dobânzii de politică monetară, conform deciziei din 5 august. Media sa trimestrială a continuat totuși să coboare vizibil – cu 0,21 puncte procentuale față de nivelul înregistrat în intervalul aprilie-iunie –, ajungând la 1,87 la sută.

În condițiile persistenței unui deficit net de lichiditate pe piața monetară, aflat însă în restrângere progresivă, mai cu seamă în ultima parte a trimestrului<sup>33</sup>, BNR a continuat să furnizeze lichiditate instituțiilor de credit prin operațiuni *repo* efectuate pe baze bilaterale și, complementar, prin cumpărarea de titluri de stat în lei de pe piața secundară, dar în volume inferioare celor din perioada aprilie-iunie<sup>34</sup>, și într-o manieră prudentă, care s-a asociat cu o ușoară creștere a apelului băncilor la facilitatea de creditare spre finele intervalului. Pe acest fond, randamentele ON ale pieței monetare interbancare au tins să rămână în apropierea ratei dobânzii la facilitatea de creditare – inclusiv ulterior reducerii acesteia la 2,0 la sută –, coborând în jumătatea inferioară a coridorului ratelor dobânzilor doar în ultimele zile ale perioadelor de constituire a RMO încheiate în lunile august și septembrie, caracterizate prin excedente temporare de rezerve.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



Cotațiile ROBOR 3M-12M și-au încetinit scăderea în iulie, pentru ca în august să coboare din nou mai vizibil, ca urmare a reducerii ratei dobânzii de politică monetară. În septembrie, descreșterea lor s-a temperat din nou considerabil, inclusiv în condițiile unei ușoare ajustări ascendente consemnate în ultima decadă a lunii, ca reacție la deciziile politice adoptate, de natură să provoace îngrijorări legate de perspectiva poziției fiscale a economiei. În consecință, mediile trimestriale ale cotațiilor au înregistrat a cincea scădere consecutivă, dar mai modestă comparativ cu trimestrul anterior – de 0,32-0,33 puncte procentuale, față de 0,65-0,66 puncte procentuale –, ajungând la 2,06 la sută în cazul ROBOR 3M și la 2,14 la sută, respectiv 2,21 la sută pe scadențele de 6 luni și 12 luni<sup>35</sup> (Grafic 3.2).

Pe lângă impactul scăderii ratei dobânzii de politică monetară și efectul noilor cumpărări definitive ale

BNR, evoluțiile de pe piața titlurilor de stat din trimestrul III au mai reflectat fluctuațiile

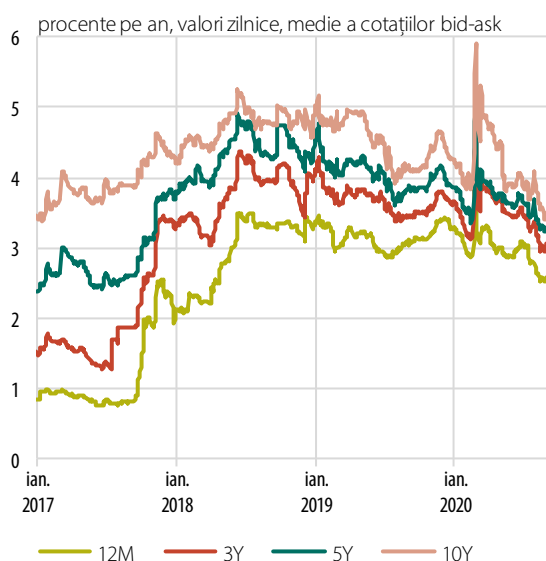
<sup>33</sup> Pe seama impactului expansionist al operațiunilor Trezoreriei.

<sup>34</sup> Stocul mediului zilnic al operațiunilor *repo* s-a redus în iulie și august, la 4,6 miliarde lei, respectiv 4,0 miliarde lei – de la 5,0 miliarde lei în iunie și aproape 9 miliarde lei în mai –, iar în septembrie s-a diminuat la 0,8 miliarde lei. Totodată, achizițiile de titluri de stat în lei din acest trimestru, efectuate în iulie și august, au cumulat aproximativ 1,3 miliarde lei; în aceste condiții, volumul total al titlurilor de stat cumpărate începând cu aprilie a ajuns la 5,3 miliarde lei.

<sup>35</sup> Atingând astfel valori minime ale ultimelor 10 trimestre.



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



compensației pentru risc solicitate de investitori în contextul evoluțiilor/deciziilor politice de natură să inducă riscuri la adresa poziției fiscale, dar și prevalența sentimentului pozitiv pe piața financiară internațională în perioada iulie-august, succedată de o relativă deteriorare spre finele trimestrului<sup>36</sup>. În aceste condiții, după o ajustare ușor crescătoare suferită în iulie în corelație cu evoluțiile de pe segmentul monetar, cotațiile de referință de pe piața secundară a titlurilor de stat au cunoscut în următoarele două luni o mișcare general descendentă, mai oscilantă totuși în cazul randamentelor pe termen lung. Astfel, în raport cu ultima lună a trimestrului anterior, valorile medii ale cotațiilor au scăzut în septembrie cu 0,22 și 0,31 puncte procentuale în cazul titlurilor pe 6 luni și 12 luni (la 2,47 și respectiv 2,58 la sută), cu 0,46 puncte procentuale pe maturitatea de 3 ani (la 3,02 la sută) și cu 0,36, respectiv 0,38 puncte procentuale, în cazul titlurilor pe 5 ani și 10 ani (la 3,28 la sută, respectiv

3,52 la sută). În consecință, curba randamentelor a continuat să se aplatizeze, dar mai puțin decât în trimestrul precedent (Grafic 3.3).

Pe segmentul primar al pieței, randamentele medii acceptate în cadrul licitațiilor s-au caracterizat în iulie prin evoluții mixte, în condițiile slăbirii interesului investitorilor pentru titlurile de stat în lei<sup>37</sup>, dar și ale diminuării necesarului de finanțare al MFP<sup>38</sup>, context în care volumul titlurilor emise a cunoscut o normalizare în raport cu nivelurile excepționale din intervalul mai-iunie. Începând cu august, randamentele au urmat însă o tendință descendentă generalizată, care s-a accentuat ușor în luna septembrie. Valorile atinse de acestea în ultima lună a trimestrului au scăzut astfel față de cele din iunie cu 0,36 puncte procentuale în cazul titlurilor pe 1 an, cu 0,65 puncte procentuale în cel al celor pe 3 ani, și cu câte 0,47 puncte procentuale pe maturitățile de 5 ani, respectiv 8 ani. Reanimarea interesului investitorilor a fost evidențiată și de reamplificarea semnificativă în ultima lună a trimestrului a volumului titlurilor emise<sup>39</sup>, după ce în august acesta a continuat să scadă (la minimum ultimelor 18 luni), inclusiv în condițiile reducerii volumului anunțat al emisiunilor<sup>40</sup>. Pe ansamblul trimestrului<sup>41</sup>,

<sup>36</sup> Pe plan extern, randamentele titlurilor de stat pe termen lung au tins să se mențină, cu unele fluctuații, în apropierea valorilor joase atinse în intervalul aprilie-mai, atât în țările dezvoltate, cât și la nivel regional, cu excepția Ungariei, unde acestea au urmat o traiectorie crescătoare în perioada august-septembrie.

<sup>37</sup> Inclusiv în condițiile în care în iulie MFP a emis pe piețele externe obligațiuni denominate în dolari cu scadențe de 10 ani și 30 de ani, în valoare de 1,3 miliarde dolari SUA și respectiv 2,0 miliarde dolari SUA, la randamente de 3,04 la sută și 4,0 la sută.

<sup>38</sup> MFP a respins parțial/integral ofertele de cumpărare în cadrul a două dintre licitațiile din această lună (pentru titluri pe 4 ani, respectiv 8 ani). Totodată, MFP a modificat calendarul emisiunilor din luna iulie, renunțând la licitația de titluri pe 6 luni în valoare de 600 milioane lei, programată pentru data de 16 iulie.

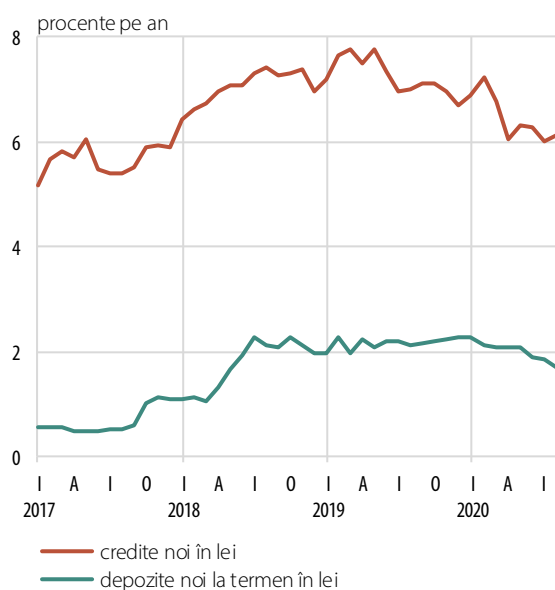
<sup>39</sup> Inclusiv în condițiile în care, începând cu data de 1 septembrie, titlurile de stat în monedă locală ale României au fost incluse în indicele *Bloomberg Barclays Global Aggregate*.

<sup>40</sup> De asemenea, MFP a respins integral ofertele în cadrul uneia dintre licitații. În luna august, MFP a pus în circulație pe piața internă și titluri de stat denominate în euro în valoare de 495,1 milioane euro, prin redeschiderea unei emisiuni cu scadența inițială de 5 ani (maturitate reziduală de 3 ani), la randamentul mediu acceptat de 0,99 la sută.

<sup>41</sup> În trimestrul III, MFP a emis de asemenea un volum consistent de titluri de stat destinate populației. Astfel, în iulie, august și septembrie s-au derulat subscrieri în cadrul programului „Tezaur”, pentru titluri cu maturități de 1, 2, 3 și 5 ani și randamente de 3,5 la sută, 4 la sută, 4,25 la sută, și respectiv 4,75 la sută, iar în august au fost emise titluri listate la BVB în cadrul programului „Fidelis”, denominate în lei (în valoare totală de 1,2 miliarde lei – 562,4 milioane lei pentru titlurile pe 2 ani și 662,5 milioane lei pentru cele pe 4 ani), respectiv în euro (168,4 milioane euro, cu maturitatea de 4 ani).



Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



raportate la volumul anunțat, atât volumul solicitat, cât și cel acceptat au fost inferioare celor din trimestrul precedent, situându-se la 2,0 și respectiv 1,1. Pe fondul descreșterii cotațiilor relevante ale pieței monetare interbancare și al scăderii ușoare a IRCC, dar și în contextul programului „IMM Invest România” și al ofertelor promoționale derulate de unele instituții de credit, rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebancați și-a accentuat scăderea în iulie (ajungând la 6,02 la sută – minimul ultimilor 2 ani și jumătate), iar apoi a consemnat o parțială ajustare ascendentă (6,14 la sută), media sa pe ansamblul intervalului reducându-se cu 0,14 puncte procentuale, la 6,08 la sută (Grafic 3.4). Randamentul mediu al depozitelor noi la termen a scăzut marginal în iulie, dar ceva mai vizibil în august (-0,18 puncte procentuale, la 1,68 la sută), diminuându-se astfel pe ansamblul perioadei cu 0,25 puncte procentuale față de trimestrul II (până la 1,77 la sută).

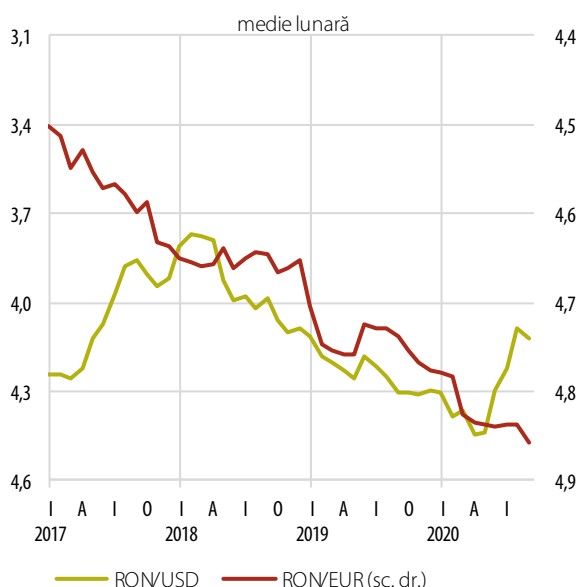
La nivel sectorial, evoluțiile lunare au fost, în linii mari, similare. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației a scăzut cu 0,17 puncte procentuale în iulie și s-a mărit marginal în august (la 7,38 la sută), valoarea sa medie aferentă celor două luni crescând totuși cu 0,26 puncte procentuale față de cea din trimestrul II 2020, până la 7,36 la sută, în principal ca urmare a reamplificării ponderii împrumuturilor noi pentru consum, afectate mai puternic de criza pandemică în perioada aprilie-mai. Evoluția sa lunară a fost imprimată în principal de rata medie a dobânzii la creditele noi pentru consum, care s-a redus în iulie cu 0,27 puncte procentuale, până la 8,97 la sută – minimul ultimilor 3 ani și jumătate – și apoi a crescut doar marginal. Valoarea sa medie a coborât însă consistent față de trimestrul II, inclusiv în condițiile ofertelor promoționale derulate de bănci importante, care au contribuit la majorarea consistentă a fluxului acestor împrumuturi. Rata dobânzii aferentă împrumuturilor noi pentru locuințe a stagnat practic în ambele luni, urcând ușor ca medie față de trimestrul II (cu 0,12 puncte procentuale, la 5,28 la sută). Pe segmentul societăților nefinanciare, rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi a consemnat o scădere consistentă în iulie pentru a doua lună consecutiv (-0,41 puncte procentuale față de luna anterioară), care s-a corectat însă parțial în luna următoare (la 4,82 la sută). Pe ansamblul celor două luni, aceasta s-a redus însă sensibil (cu 0,6 puncte procentuale, la 4,65 la sută), concomitent cu sporirea considerabilă a fluxului de credite, inclusiv cu susținerea oferită de programul „IMM Invest România”.

Randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale populației și-a continuat mișcarea lent descrescătoare amorțată în decembrie 2019, în condițiile unei stagnări în iulie, urmată de o scădere marginală în august (la 1,67 la sută); astfel, valoarea sa medie aferentă acelor două luni s-a diminuat cu doar 0,05 puncte procentuale față de trimestrul II, la 1,70 la sută. Rata medie a dobânzii aferentă depozitelor noi la termen ale societăților nefinanciare a coborât ușor în iulie și ceva mai pronunțat în august (-0,22 puncte procentuale, la 1,69 la sută), valoarea sa medie pe intervalul celor două luni (1,80 la sută) reducându-se cu 0,32 puncte procentuale față de trimestrul II.

## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro s-a menținut cvasistabil în primele două luni din trimestrul III, pentru ca în septembrie să cunoască două episoade de creștere mai

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



accentuată, sub influența creșterii aversiunii globale față de risc, dar și ca reacție la deciziile politice interne, de natură să inducă riscuri la adresa sustenabilității finanțelor publice, implicit la adresa redresării economiei (Grafic 3.5).

Pe fondul prevalenței sentimentului favorabil pe piața financiară internațională, rata de schimb leu/euro a rămas relativ stabilă în iulie, moneda națională manifestând în ultima decadă chiar o ușoară tendință de apreciere în raport cu cea europeană, și mai vizibilă față de dolar, ca efect al optimismului generat de planul major de relansare economică agreat la nivelul UE, care a antrenat și o întărire a euro vis-à-vis de dolarul SUA. În raport cu regiunea, ajustările au fost însă semnificativ mai estompate și parțial inversate spre finele lunii<sup>42</sup>.

Cursul schimb leu/euro a continuat să fluctueze într-o bandă îngustă de variație pe parcursul lunii august, în condițiile în care sentimentul favorabil al pieței financiare internaționale a fost întreținut în principal de indiciile ameliorării peste așteptări a evoluțiilor economice la nivel global și de semnalele privind prelungirea conduitei accentuată acomodative a politicilor monetare ale băncilor centrale majore (Tabel 3.1). Sentimentul a fost susținut și de scăderea graduală a numărului cazurilor noi de infectare cu COVID-19 în SUA și în unele țări emergente<sup>43</sup>, precum și de atenuarea considerabilă, în raport cu perioada martie-aprilie, a impactului sanitar al recutizării pandemiei în unele țări din UE, implicând, cel puțin în perspectivă apropiată, o probabilitate redusă atașată reintroducerii unor măsuri restrictive drastice.

În acest context, influențele evenimentelor de pe scena politică internă<sup>44</sup> – de natură să genereze temeri legate de perspectiva poziției fiscale – au fost

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	8 luni 2019			8 luni 2020		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	4 676	8 191	-3 515	5 218	8 428	-3 210
Investiții directe	584	4 865	-4 282	-1 354	6	-1 360
Investiții de portofoliu	1 331	4 480	-3 149	-27	10 280	-10 306
Derivate financiare	-25	x	-25	-22	x	-22
Alte investiții	522	-1 154	1 676	2 983	-1 858	4 841
– numerar și depozite	-615	-641	26	3 457	-533	3 990
– împrumuturi	-142	-931	789	79	236	-157
– altele	1 279	418	861	-553	-1 561	1 008
Active de rezervă ale BNR (net)	2 263	0	2 263	3 638	0	3 638

\*) „+” creștere/„-”scădere

<sup>42</sup> Ca medie lunară, cursul de schimb leu/euro s-a menținut aproape neschimbat, coroana cehă s-a apreciat cu 0,6 la sută față de euro, în timp ce zlotul și forintul s-au depreciat cu 0,1 la sută, respectiv 1,0 la sută.

<sup>43</sup> Brazilia, Africa de Sud și Rusia.

<sup>44</sup> În data de 14 iulie, PSD a anunțat că va depune pe parcursul lunii august în Parlament o moțiune de cenzură împotriva guvernului; aceasta a fost depusă în 17 august, însă din lipsă de cvorum nu a mai fost supusă votului programat pentru 31 august.

doar temporar și în mică măsură resimțite la nivelul cursului de schimb leu/euro. În raport cu dolarul SUA, leul și-a accentuat chiar aprecierea, în condițiile în care rata de schimb euro/dolar și-a prelungit ascensiunea, atingând la finele lunii un vârf al ultimilor doi ani, inclusiv ca reacție la anunțul Fed din 27 august privind revizuirea strategiei de politică monetară. În plan regional, cursurile de schimb ale zlotului și coroanei cehe în raport cu euro s-au consolidat la nivelurile joase atinse la finele lunii iulie, în timp ce rata de schimb a forintului a consemnat o creștere relativ abruptă în a doua parte a lunii.

Rata de schimb leu/euro s-a reînscris însă pe o traiectorie ascendentă la începutul lunii septembrie, în sincron cu regiunea, în condițiile creșterii relativ bruște a aversiunii globale față de risc<sup>45</sup> și ale deteriorării percepției investitorilor asupra piețelor financiare din regiune, pe fondul accelerării creșterii cazurilor de infectare cu COVID-19. Presiunile asupra ratei de schimb leu/euro s-au calmat apoi temporar – inclusiv în contextul relativei detensionări a scenei politice interne și al includerii titlurilor de stat în monedă locală ale României în indicele *Bloomberg Barclays Global Aggregate* începând cu 1 septembrie<sup>46</sup> –, pentru ca în ultima decadă să se reacutizeze, ca urmare

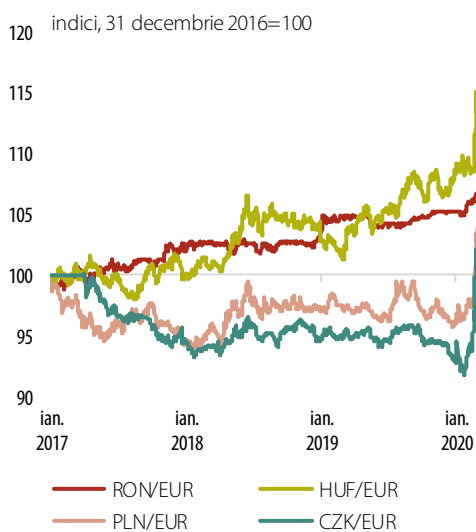
a deciziilor adoptate de Parlament, de natură să inducă riscuri la adresa sustenabilității finanțelor publice, implicit la adresa redresării economiei.

Pe ansamblul perioadei, rulajul pieței valutare interbancare a rămas relativ redus din perspectivă istorică, iar soldul negativ al tranzacțiilor a continuat să se restrângă, însă mai atenuat și doar pe seama evoluțiilor din primele două luni ale perioadei, luna septembrie marcând o reamplificare a deficitului de devize inclusiv pe segmentul rezidenților.

Față de trimestrul anterior<sup>47</sup>, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 0,4 la sută în termeni nominali<sup>48</sup> și cu 0,6 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a apreciat cu 4,3 la sută în termeni nominali și cu 4,1 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea monedei americane a scăzut semnificativ în raport cu euro (Grafic 3.6). Din perspectiva variației

anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul III, leul și-a accentuat deprecierea nominală față de euro și a înregistrat prima apreciere în raport cu dolarul SUA din ultimele nouă trimestre.

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



<sup>45</sup> Pe fondul tensiunilor SUA-China și al trenării ajungerii la un acord în SUA privind dimensiunea celui de-al doilea pachet fiscal stimulat, dar și al corecției consemnate în debutul lunii de prețurile acțiunilor *high tech* pe piața americană și al impasului în negocierile dintre Marea Britanie și UE privind un acord comercial post-*Brexit*.

<sup>46</sup> Anunțul privind această decizie fiind făcut în luna februarie a acestui an.

<sup>47</sup> Pe baza valorilor medii din septembrie, respectiv iunie, ale cursului de schimb.

<sup>48</sup> Și principalele monede din regiune s-au depreciat în acest interval în raport cu euro (coroana ceahă cu 0,2 la sută, zlotul cu 0,6 la sută, iar forintul cu 3,6 la sută).

## 2.3. Moneda și creditul

### Moneda

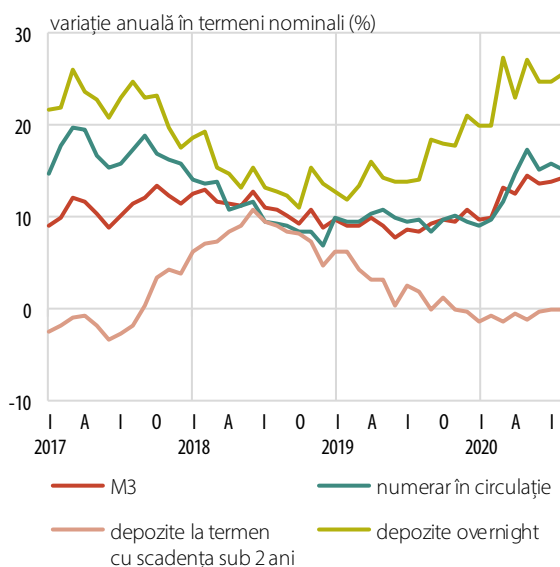
Dinamica anuală<sup>49</sup> a masei monetare (M3) a continuat să se mărească în intervalul iulie-august 2020 (la 14,1 la sută – cea mai înaltă valoare din ultimii peste 11 ani –,

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

	variație procentuală în termeni nominali					
	2019		2020			
	III	IV	I	II	iul.	aug.
M3	8,8	10,1	11,0	13,6	14,0	14,3
M1	13,6	16,3	18,7	22,2	22,2	22,6
Numerar în circulație	9,2	9,8	10,1	15,7	15,8	15,2
Depozite overnight	15,5	19,0	22,4	24,9	24,8	25,7
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	1,5	0,4	-1,1	-0,6	0,0	-0,1

de la 13,6 la sută în precedentele trei luni)<sup>50</sup>, pe fondul relaxării execuției bugetare sub impactul crizei pandemice și al măsurilor implementate, vizând inclusiv susținerea lichidității firmelor și a populației; influența acesteia a fost doar parțial contrabalansată de reaccelerarea creșterii deținerilor de titluri de stat ale persoanelor fizice<sup>51</sup> (Tabel 3.2).

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



Ambele componente majore au impulsionat ascensiunea M3 în acest interval. Ceva mai evident a fost și de această dată aportul masei monetare în sens restrâns, a cărei dinamică anuală a continuat să se mărească, deși vizibil mai lent, pe seama creșterii variației anuale de două cifre a plasamentelor ON ale societăților nefinanciare; avansul depunerilor similare ale populației și cel al numerarului în circulație au rămas, de asemenea, la valori foarte ridicate, temperându-se totuși ușor față de trimestrul II. La rândul lor, depozitele la termen sub doi ani și-au epuizat contracția în termeni anuali, grație evoluției plasamentelor în lei, al căror ritm de creștere s-a accelerat la nivelul ambelor sectoare instituționale principale, atingând un vârf al ultimilor peste șapte ani în cazul populației – posibil și cu un aport al economisirii în scop precautionar – și reintrând marginal în teritoriul pozitiv în cazul societăților nefinanciare. Pe acest fond, ponderea M1 în M3 a continuat să se majoreze, ajungând la 67,8 la sută în august – un nou nivel record al perioadei post-mai 1994 (Grafic 3.7).

Din perspectivă sectorială, avansul dinamicii anuale a M3 s-a datorat reaccelerării notabile a creșterii plasamentelor societăților nefinanciare, aceasta atingând cea mai înaltă valoare din ultimii patru ani, în corelație cu tendința de redresare a economiei ulterior contracției severe de la mijlocul trimestrului anterior,

<sup>49</sup> În absența altor precizări, în această secțiune variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni nominali.

<sup>50</sup> Și în termeni reali, variația medie anuală a M3 s-a consolidat pe palierul de două cifre, mărindu-se ușor, la 11,1 la sută în primele două luni ale trimestrului III, de la 10,8 la sută în precedentele trei luni.

<sup>51</sup> În perioada iulie-august, MFP a emis un volum consistent de titluri de stat destinate populației. Astfel, în ambele luni s-au efectuat subscrieri în cadrul programului „Tezaur”, pentru titluri în lei cu maturități cuprinse între 1 an și 5 ani, iar în perioada 15 iulie – 7 august s-au derulat emisiuni de titluri listate la BVB în cadrul programului „Fidelis”, denumite în lei (în valoare totală de 1,2 miliarde lei), respectiv în euro (168,4 milioane euro).

în particular a activității din comerț și servicii pentru populație<sup>52</sup>, dar și în asociere cu măsurile guvernamentale vizând gestionarea situației epidemiologice<sup>53</sup> și combaterea impactului economic advers al crizei pandemice, inclusiv prin susținerea lichidității firmelor<sup>54</sup>. Variația plasamentelor similare ale populației a rămas la rândul său deosebit de robustă în intervalul iulie-august 2020, reducându-se doar ușor față de trimestrul II, chiar și în condițiile saltului pronunțat al dinamicii deținerilor de titluri de stat ale acestui sector și ale probabilei redresări a consumului privat, dar și în contextul unei relative revigorări a creșterii venitului disponibil<sup>55</sup>.

Din perspectiva contrapartidelor M3, plusul de ritm al expansiunii monetare a venit aproape în totalitate din majorarea dinamicii creditului net al administrației publice centrale<sup>56</sup>, reflectând accentuarea creșterii variației deținerilor de titluri de stat ale instituțiilor financiare monetare (până la maximum ultimilor opt ani, ca medie trimestrială)<sup>57</sup>, concomitent cu descreșterea dinamicii depozitelor administrației publice centrale. Mici efecte contracționiste au generat pierderile minore de ritm consemnate în cazul creditului acordat sectorului privat și în cel al activelor externe nete ale sistemului bancar.

### Creditul acordat sectorului privat

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a temperat considerabil descreșterea pe ansamblul primelor două luni din trimestrul III 2020 – la 3,7 la sută<sup>58</sup>, față de 4,8 la sută în trimestrul precedent<sup>59</sup> –, în condițiile în care după o nouă scădere ușoară consemnată în iulie, aceasta și-a stopat trendul descendent amorsat în martie, crescând chiar marginal în august, în premieră din februarie 2020<sup>60</sup>. Pe lângă impactul suspendării temporare a plății unor rate aferente împrumuturilor, în baza facilităților acordate unor debitori în contextul crizei pandemice<sup>61</sup>, evoluția a reflectat revigorarea

<sup>52</sup> Reflectată de redresarea, pe ansamblul perioadei iulie-august, a ritmurilor de creștere anuală a cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul (exclusiv auto-moto), comerțul auto-moto și servicii prestate populației.

<sup>53</sup> Reflectate inclusiv în efectuarea de plăți suplimentare pentru medicamente, materiale sanitare, reactivi și alte produse necesare diagnosticării și tratării pacienților infectați cu noul coronavirus (conform *Execuției bugetului general consolidat*, august 2020).

<sup>54</sup> Măsurile adoptate au inclus instituirea posibilității de amânare fără penalizări a achitării unor obligații fiscale, acordarea de sprijin financiar firmelor în vederea susținerii pieței muncii (inclusiv prin subvenționarea temporară și parțială a salariilor din firmele afectate de pandemie), decontarea indemnizațiilor de asigurări sociale de sănătate pentru concedii medicale în scopul diminuării stocului de plăți restante aferente acestora, creșterea restituirilor de TVA (conform *Execuției bugetului general consolidat*, august 2020), precum și instituirea posibilității suspendării temporare a plății unor rate aferente creditelor bancare ale firmelor.

<sup>55</sup> Precum și al facilităților constând în amânarea rambursării ratelor aferente creditelor contractate.

<sup>56</sup> O influență în sensul creșterii dinamicii anuale a M3, de o amplitudine redusă însă, a exercitat și încetinirea ritmului de creștere a pasivelor financiare pe termen lung (inclusiv conturile de capital).

<sup>57</sup> Exclusiv pe seama plasamentelor instituțiilor de credit, în condițiile în care ritmul cumpărărilor de titluri de stat de pe piața secundară efectuate de BNR a încetinit în acest interval, față de trimestrul precedent.

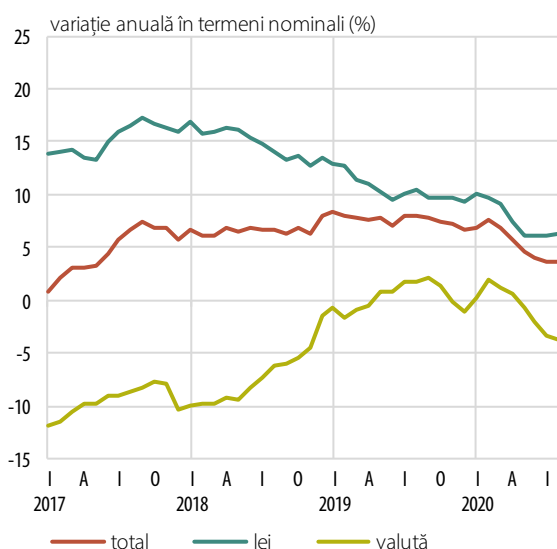
<sup>58</sup> Reprezentând totuși minimul ultimilor trei ani, pe baza datelor trimestriale.

<sup>59</sup> Și în termeni reali, creșterea anuală a creditului acordat sectorului privat și-a temperat decelerarea, ajungând la 0,9 la sută în intervalul iulie-august – minimul ultimilor cinci ani –, de la 2,2 la sută în precedentele trei luni.

<sup>60</sup> Soldul creditului acordat sectorului privat s-a reamplificat considerabil în primele două luni ale trimestrului III, surmontând astfel consistent declinul din aprilie-mai 2020.

<sup>61</sup> Prin OUG nr. 37/2020 s-a acordat unor debitori – persoane fizice și persoane juridice – posibilitatea de a-și amâna plata ratelor scadente la împrumuturi pe o perioadă de maximum nouă luni și nu dincolo de 31 decembrie 2020, începând din luna aprilie 2020. În paralel, o mare parte a instituțiilor de credit au adoptat la nivel individual soluții de amânare la plată începând cu luna martie pentru clienții ale căror venituri au fost afectate temporar de efectele pandemiei COVID-19.

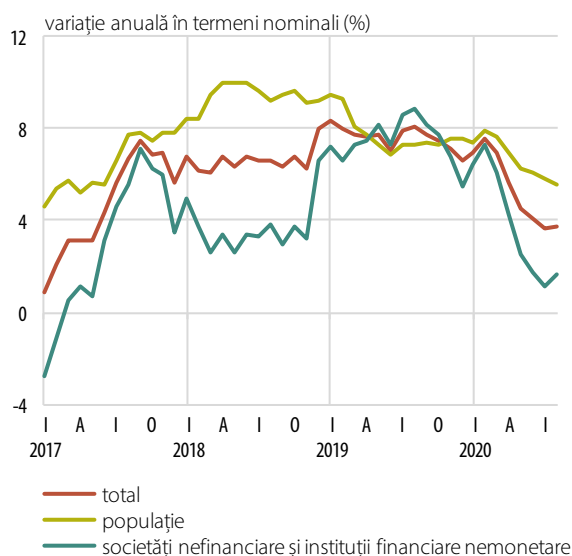
Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede



creditării în lei<sup>62</sup>, susținută de programul „IMM Invest România”<sup>63</sup> și stimulată, probabil, de tendința generală descendentă a ratelor dobânzilor, dar și de campaniile promoționale derulate de unele instituții de credit.

Astfel, dinamica creditului în lei și-a cvasistopat tendința descendentă în acest interval (6,2 la sută, față de 6,5 la sută în trimestrul II), reintrând în iulie pe o tendință ușor ascendentă. În schimb, componenta în valută (exprimată în euro) și-a accentuat contracția, aceasta atingând cea mai mare valoare din ultimele șapte trimestre, pe fondul restrângerii finanțării acordate sub forma liniilor de credit. Drept consecință, ponderea în total a împrumuturilor în monedă națională a crescut ceva mai pronunțat, până la 68,4 la sută în august – recordul perioadei post-mai 1996 (Grafic 3.8).

Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Din perspectiva sectoarelor instituționale, ameliorarea evoluției creditului acordat sectorului privat s-a datorat în principal împrumuturilor societăților nefinanciare, care și-au cvasistopat decelerarea<sup>64</sup>, în condițiile în care pierderea minoră de ritm din iulie a fost mai mult decât compensată de reaccelerarea consemnată în august, în premieră pentru ultimele șase luni. Principala contribuție a venit din partea creditelor în lei pe termen mediu și lung, a căror dinamică anuală a înregistrat aproape o dublare în primele două luni ale trimestrului III, atingând în august cel mai înalt nivel al perioadei post-mai 2018, sub impulsul programului „IMM Invest România”, în contextul căruia volumul total al împrumuturilor noi a crescut consistent, depășind pe ansamblul intervalului cu circa 20 la sută media celor 12 luni anterioare crizei pandemice. Plusul de ritm al creditelor în monedă națională a compensat în mare parte impactul accentuării descreșterii dinamicii creditelor în valută ale acestui sector (exprimate

în euro), observată la nivelul tuturor categoriilor de maturități (Grafic 3.9).

<sup>62</sup> Datele privind creditele noi au fost preluate din „Raportarea privind ratele dobânzilor” și sunt ajustate cu volumul operațiunilor de renegociere.

<sup>63</sup> Schemă de ajutor de stat aprobată în contextul crizei pandemice prin OUG nr. 42/2020 și completată prin OUG nr. 89/2020, prin care statul garantează până la 90 la sută din valoarea unor credite în lei acordate IMM și microîntreprinderilor și subvenționează dobânda și alte costuri ale finanțării în proporție de 100 la sută, până la data de 31 decembrie 2020. Plafonul programului a fost stabilit inițial la 15 miliarde lei și a fost majorat în data de 13 august la 20 miliarde lei.

<sup>64</sup> În intervalul iulie-august 2020, rata medie de creștere anuală a creditului acordat societăților nefinanciare a atins totuși cea mai scăzută valoare a ultimilor trei ani.

Și dinamica creditului acordat populației și-a temperat descreșterea în acest interval<sup>65</sup>, pe seama componentei în lei, al cărei ritm de creștere și-a încetinit decelerarea, menținându-se pe palierul de două cifre. Determinantă a fost evoluția împrumuturilor în lei pentru locuințe, care au continuat să crească alert, pe fondul revigorării creditării<sup>66</sup>, dar și în condițiile scăderii probabile a volumului rambursărilor, ca urmare a facilităților acordate unor debitori în contextul crizei pandemice. La rândul său, creditul pentru consum și alte scopuri în lei și-a atenuat pierderea de ritm, inclusiv sub impulsul campaniilor promoționale derulate de unele instituții de credit, dar probabil și în corelație cu tendința de redresare a cererii de consum.

---

<sup>65</sup> Aceasta a atins totuși minimul ultimilor trei ani.

<sup>66</sup> Volumul mediu lunar al creditelor noi în lei pentru locuințe a crescut consistent în perioada iulie-august, inclusiv pe fondul campaniilor promoționale ale unor bănci, depășind ușor nivelul mediu al ultimelor 12 luni anterioare crizei pandemice.

## 4. Perspectivele inflației

Scenariul de bază al prognozei macroeconomice este condiționat de un set de ipoteze specifice contextului crizei actuale de sănătate publică. Astfel, se presupune o continuare a deteriorării evoluțiilor din plan medical, acompaniată de impunerea de către autorități a unor măsuri administrative cvasigeneralizate de distanțare socială la nivel național.

Rata anuală a inflației IPC își va amplifica tendința de scădere pe termen scurt, pe fondul suprapunerii conjuncturale a unor influențe tranzitorii, precum scăderea prețurilor combustibililor în prima parte a anului și, respectiv, recolta favorabilă la legume și fructe în a doua parte a acestuia. Ulterior dispărării acestor factori temporari, indicatorul se va stabiliza la valori apropiate de ținta centrală, începând cu mijlocul anului 2021. Rata anuală a inflației de bază va recepta din ce în ce mai intens presiuni dezinflaționiste asociate în principal deficitului de cerere agregată din economie, fiind prognozată în reducere în următoarele trei trimestre, și relativ stabilă ulterior, la niveluri apropiate de 2 la sută.

În pofida materializării unora dintre riscurile semnalate anterior, incertitudinile asupra prognozei macroeconomice se mențin la cote ridicate, în special în contextul persistenței crizei pandemice. Pe ansamblu, balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este apreciată a fi înclinată, cu precădere pe termen mediu, în sensul unor abateri în sus.

### Scenariul de bază

#### 4.1. Ipoteze externe

Scenariul de bază privind evoluția mediului economic extern este fundamentat sub ipoteza unei înrăutățiri pe termen scurt a crizei de sănătate publică, aceasta urmând a fi controlată prin măsuri administrative de distanțare socială. Cererea externă, aproximată prin PIB UE efectiv, suferă o contracție severă în 2020 comparativ cu anul precedent<sup>67</sup>. Revenirea robustă, dar parțială, a activității economice în trimestrul III 2020 va fi încetinită semnificativ de reinflamarea situației medicale în ultimul trimestru al anului și de incertitudinea sporită pe termen mediu, cu efecte nefavorabile asupra încrederii consumatorilor și firmelor (Tabel 4.1). În aceste condiții, deviația PIB UE efectiv este proiectată a se resorbi lent începând cu trimestrul III 2020, menținându-se la valori negative până la orizontul prognozei.

<sup>67</sup> Evaluări pe baza prognozei Consensus Economics (octombrie) și a publicației *European Economic Forecast, Summer 2020* (Interim) a Comisiei Europene.



Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2020	2021
Creșterea economică în UE efectiv (%)	-7,5	4,1
Inflația anuală din zona euro (%)	0,3	1,0
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	1,0	0,6
Inflația anuală IPC SUA (%)	1,1	1,6
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,4	-0,5
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,14	1,19
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	41,3	44,5

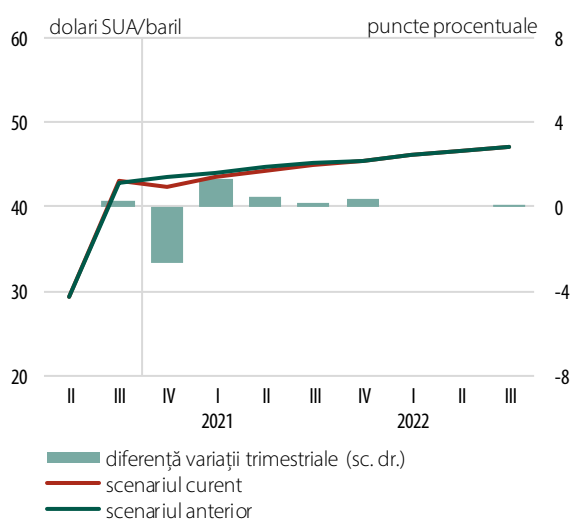
Sursa: ipoteze BNR pe baza datelor Comisiei Europene, BCE, Consensus Economics și Bloomberg

Totuși, în contextul unui efect de bază substanțial asociat anului 2020, dinamica cererii externe este previzionată a înregistra valori semnificativ pozitive în 2021. Atât contracția mai mică decât cea anticipată de pe parcursul trimestrului II, cât și revenirea mai alertă a economiei ulterior eliminării restricțiilor generalizate au condus la revizuirea în sus față de runda anterioară de prognoză a dinamicii PIB UE efectiv din anul curent. În schimb, revizuirea este de sens opus pentru anul 2021, în bună măsură pe seama acțiunii efectelor statistice de bază. Având în vedere evoluțiile pandemice recente îngrijorătoare din unele state partenere, precum și măsurile adoptate și cele preconizate, majoritatea riscurilor

la adresa perspectivelor de evoluție a activității economice pe termen scurt și mediu se conturează a acționa în sensul unor revizuirii descendente.

Rata anuală a inflației din zona euro (IAPC) este estimată a rămâne pe termen scurt la valori negative sau apropiate de zero, sub impactul ieftinirii produselor energetice, al aprecierii monedei euro, dar și al reducerii temporare a cotei standard a TVA în țări precum Germania și Irlanda. Pentru anul 2021 prognoza indică o creștere treptată a ratei anuale a inflației, în special pe fondul efectului de bază asociat dinamicii prețului petrolului, dar și al inversării impactului modificărilor cotelor TVA menționate anterior. Pe termen mediu, rata anuală a inflației din zona euro este previzionată a înregistra valori semnificativ sub pragul de 2 la sută până la orizontul proiecției, similar celor ale ratei anuale a inflației de bază (IAPC exclusiv produse energetice).

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



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

Rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este anticipată a rămâne la valori negative pe întreg intervalul de prognoză, pe fondul caracterului pronunțat acomodativ al politicii monetare a BCE.

După aprecierea consemnată recent de euro în fața dolarului SUA, survenită inclusiv în contextul revizuirii cadrului de politică monetară a Băncii Rezervelor Federale (Fed) din SUA, se anticipează o stabilizare a cotației până la orizontul proiecției. Traectoria cursului de schimb rămâne însă marcată de incertitudini semnificative, acționând potențial în ambele sensuri.

Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent, fundamentat pe baza cotațiilor *futures*, prevede o creștere treptată a acestuia, până la valori de 47 USD/baril la orizontul proiecției (Grafic 4.1).

Evoluția anticipată este influențată de așteptările privind cererea globală pentru această materie primă, sensibilă la eventuale restricții de mobilitate a populației, și, din perspectiva ofertei, de acordurile OPEC+ privind

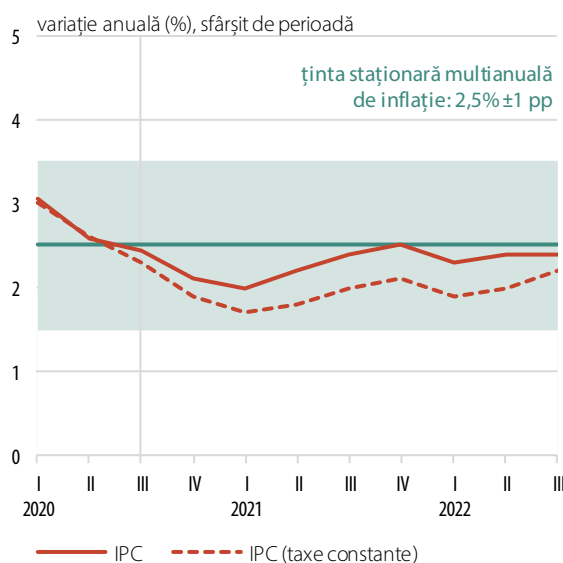
limitarea producției. Incertitudinile la adresa traiectoriei din scenariul de bază se mențin pronunțate, în concordanță cu cele aferente factorilor menționați.

## 4.2. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC este proiectată în reducere până în trimestrul I 2021 pe fondul suprapunerii conjuncturale a unor influențe tranzitorii, precum scăderea prețului petrolului în prima parte a anului curent și recolta favorabilă de legume și

fructe din acest an, pe plan local și european. Astfel, indicatorul este preconizat că va atinge 2,1 la sută în decembrie 2020 și 2 la sută la finele trimestrului I 2021. Disiparea acestor influențe temporare se va reflecta într-o ușoară creștere a ratei anuale a inflației IPC la mijlocul anului 2021, după care aceasta este prevăzută a se stabiliza până la finele intervalului de prognoză, respectiv trimestrul III 2022, la valori apropiate de ținta centrală de 2,5 la sută (Grafic 4.2). Pornind de la nivelurile ridicate și persistente înregistrate în perioadele recente, rata anuală a inflației de bază se va reduce și apoi menține începând cu a doua jumătate a anului viitor la valori apropiate de 2 la sută. Această evoluție este așteptată pe fondul diminuării parțiale a presiunilor inflaționiste de natura ofertei asociate preponderent efectelor crizei COVID-19 în contextul adaptării graduale a agenților economici la noile condiții asociate crizei medicale. În plus, influența dezinflaționistă a deficitului de cerere agregată este prevăzută a se acumula gradual. Similar evaluărilor din *Raportul* precedent, contribuția la rata anuală a inflației IPC provenind din partea modificării impozitelor indirecte este estimată la 0,2 puncte procentuale la sfârșitul anului 2020 și la 0,4 puncte procentuale la finele anului 2021. Rata medie anuală a inflației IPC își va continua tendința descendentă din prima jumătate a anului curent, dar într-un ritm mai atenuat, fiind anticipată să se stabilizeze începând cu mijlocul anului viitor la valori apropiate de 2,3 la sută până la orizontul proiecției (Tabel 4.2).

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2020		2021			2022		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	2,1	2,0	2,2	2,4	2,5	2,3	2,4	2,4
Proiecție IPC*	1,9	1,7	1,8	2,0	2,1	1,9	2,0	2,2

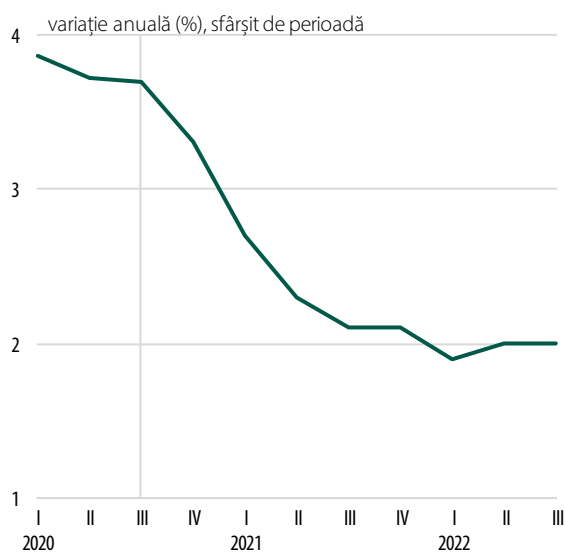
\*) calculat la taxe constante

Comparativ cu *Raportul* precedent, dinamica anuală a IPC este mai redusă cu 0,6 puncte procentuale la finele anului curent, în principal ca urmare a evoluției mai favorabile decât se anticipa anterior a prețurilor pe segmentul LFO, și similară celei prognozate anterior la sfârșitul anului 2021.

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

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2020		2021				2022	
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
CORE2 ajustat	3,3	2,7	2,3	2,1	2,1	1,9	2,0	2,0

Grafic 4.3. Inflația anuală CORE2 ajustat



Sursa: INS, proiecție BNR

începând cu a doua jumătate a anului viitor (Grafic 4.3), traiectorie similară celei preconizate și în *Raportul* precedent. La această evoluție contribuie și dinamica prețurilor de import. Astfel, inflația IAPC exclusiv produse energetice din zona euro se plasează pe o traiectorie în reducere în prima parte a anului viitor, urmată de o revenire lentă. Anticipațiile inflaționiste se mențin în interiorul intervalului țintei până la orizontul proiecției, diminuarea de pe parcursul anului curent fiind urmată de o relativă stabilizare.

Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației\*

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

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

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să se poziționeze ușor peste limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei centrale, atingând 3,7 la sută în septembrie, și este preconizată a se plasa în interiorul intervalului la finele anului curent, când este prevăzută a se reduce până la nivelul de 3,3 la sută (Tabel 4.3). Aceste evoluții reflectă în principal presiunile inflaționiste de natura ofertei asociate efectelor crizei COVID-19, care încep, treptat, a fi contrabalansate de efectele puternic dezinflaționiste provenite din partea deficitului de cerere format în economie. Măsurile de prevenire a infectărilor implementate de agenții economici au generat costuri fixe suplimentare pentru aceștia, o reducere a productivității muncii și, implicit, majorarea costurilor unitare cu forța de muncă, în paralel unei contracții a vânzărilor acestor companii, mai accentuată în sectoarele puternic și direct afectate de pandemie. În continuare, aceste presiuni se vor diminua parțial, în timp ce influența dezinflaționistă a deficitului de cerere agregată este de așteptat să devină tot mai pronunțată. Această evoluție se va accentua pe măsură ce piața muncii și implicit venitul disponibil vor resimți efectele reducerii activității economice, care au fost inițial atenuate de sprijinul acordat de către autorități. În aceste condiții, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este anticipată a scădea treptat în următoarele trimestre, stabilizându-se în apropiere de 2 la sută

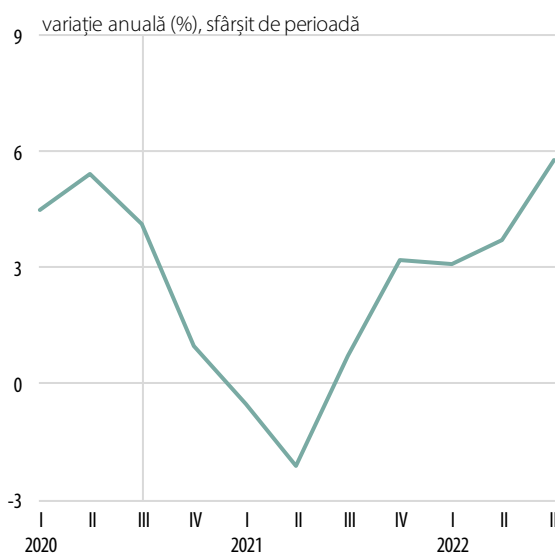
Comparativ cu *Raportul asupra inflației* din luna august 2020, rata anuală a inflației de bază se plasează la valori similare în prima parte a intervalului de proiecție. Ulterior, dinamica indicelui CORE2 ajustat este marginal inferioară celei publicate în *Raportul* din luna august, în principal ca urmare a previzionării unor influențe dezinflaționiste mai ample și mai persistente din partea deficitului de cerere agregată la acest orizont.

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile ale alimentelor, cele ale combustibililor, produselor din tutun și băuturilor alcoolice –

la rata anuală a inflației IPC este relativ nulă la sfârșitul anului curent – revizuită descendent cu 0,5 puncte procentuale – și de 1,2 puncte procentuale la finele celui viitor – nivel reevaluat ușor ascendent, cu 0,1 puncte procentuale (Tabel 4.4).

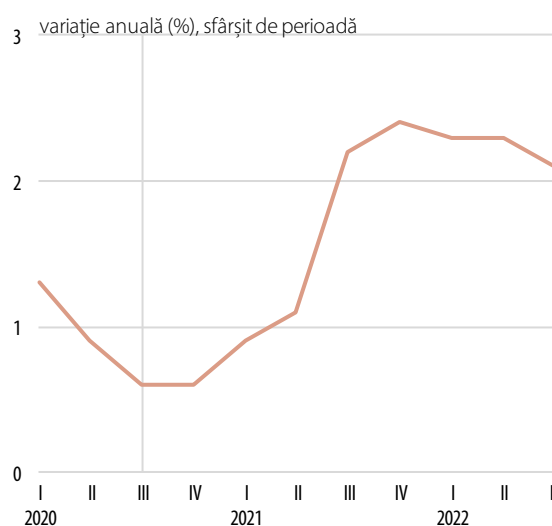
Dinamica anuală a prețurilor volatile ale alimentelor este prevăzută a se poziționa la finele anilor 2020 și 2021 la nivelul de 1,0 la sută și, respectiv, de 3,2 la sută (Grafic 4.4). Cifra pentru sfârșitul anului curent a fost revizuită substanțial în jos, cu 7,4 puncte procentuale, în contextul recoltei favorabile de legume și fructe, pe plan local și la nivel european, cu impact asupra prețurilor acestei categorii de produse. Pentru 2021 este menținută ipoteza înregistrării unei producții agricole normale<sup>68</sup>, astfel încât nivelul previzionat pentru sfârșitul anului este relativ similar celui din *Raportul* anterior (reevaluare descendentă cu 0,1 puncte procentuale).

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate



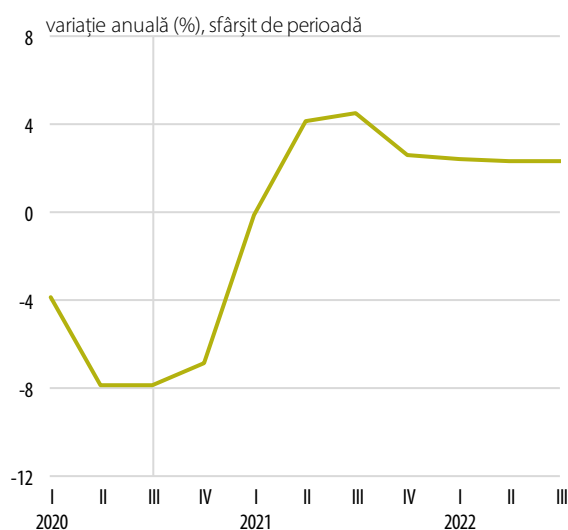
Sursa: INS, proiecție BNR

Traectoria prețurilor administrate prevede creșteri de 0,6 la sută și 2,4 la sută la sfârșitul anului curent și, respectiv, al celui viitor (Grafic 4.5), revizuirile față de valorile prognozate în runda precedentă fiind reduse ca magnitudine (0,4 puncte procentuale în decembrie 2020, pe fondul unei scăderi de 1,2 puncte procentuale a tarifului la serviciul de furnizare a gazelor naturale în luna iulie, în contextul liberalizării acestei piețe, și de 0,1 puncte procentuale în decembrie 2021).

Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este prognozată a atinge nivelul de -6,8 la sută la sfârșitul anului 2020 și de 2,6 la sută la finele anului 2021 (Grafic 4.6). Valoarea pentru decembrie 2020 este afectată în mod semnificativ de eliminarea supraaccizei la carburanți începând cu data de 1 ianuarie, precum și de scăderile istorice ale cotațiilor petrolului Brent și deprecierea de mare amploare a monedei americane față de cea europeană – cu impact asupra cotației leului în raport cu dolarul SUA și implicit asupra prețurilor în lei ale combustibililor – înregistrate pe

<sup>68</sup> Raportat la mediile multianuale calculate ale variabilei.

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor combustibililor



Sursa: INS, proiecție BNR

parcursul anului. Ulterior, ritmul anual de creștere este prevăzut a reveni la valori pozitive, pe fondul manifestării unui efect de bază substanțial în cursul anului 2021, și a se stabiliza pe termen mediu la valori plasate ușor peste nivelul de 2 la sută, în contextul unei traiectorii relativ stabile a prețului petrolului Brent pe intervalul proiecției. Revizuirile față de valorile prognozate în runda anterioară sunt reduse ca magnitudine (0,2 puncte procentuale la finele anului curent și 0,4 puncte procentuale la sfârșitul celui viitor).

Dinamica anuală a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este proiectată la 6,2 la sută la finele anului curent și 4,9 la sută la sfârșitul anului viitor, niveluri relativ similare celor din prognoza anterioară (revizuire în sens descendent cu 0,2 puncte procentuale în decembrie 2020 și ușor ascendent cu 0,1 puncte procentuale în decembrie

2021). Pentru anul curent traiectoria indicatorului este influențată de majorarea cuantumului accizei totale la 1 000 de țigarete în luna aprilie. Ulterior, dinamica acestei categorii de prețuri este configurată pe baza legislației în vigoare privind stabilirea nivelului accizelor aplicabile acestor produse, luând în considerare și comportamentul operatorilor din acest domeniu privind rotunjirea în sus a prețului final în urma aplicării accizei.

### 4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție<sup>69</sup>

#### Deviația PIB

Propagarea pandemiei COVID-19, alături de măsurile pentru combaterea efectelor medicale ale acesteia și de escaladarea incertitudinii s-au reflectat într-o deteriorare fără precedent a activității economice în prima parte a anului curent, pe fondul afectării în special a sectoarelor vulnerabile la distanțarea socială. Astfel, după cvasistagnarea înregistrată în primul trimestru al anului<sup>70</sup>, în trimestrul II PIB real a suferit o contracție puternică, atât în termeni trimestriali (-11,9 la sută), cât și anuali (-10,3 la sută). Valorile menționate s-au plasat în apropierea prognozelor pe termen scurt anticipate în *Raportul asupra inflației* anterior. Scăderea economică s-a reflectat și la nivelul componentelor PIB, mai puțin în cazul formării brute de capital fix<sup>71</sup>, cele

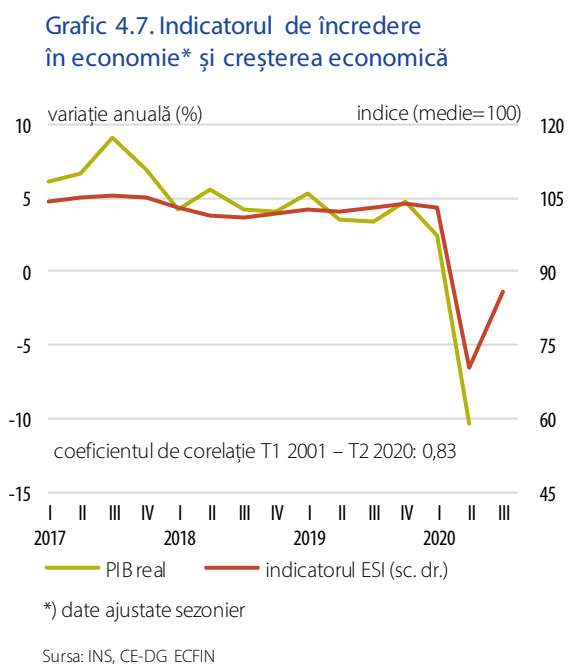
<sup>69</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale trimestriale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MFP, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Reuters.

<sup>70</sup> Seria istorică aferentă PIB real în varianta provizorie 2 a fost publicată de către INS în cadrul Comunicatului Nr. 264/9 octombrie 2020. În contextul actual, este totuși de subliniat afectarea calității datelor statistice de dificultățile create de criza pandemică și de instituirea stării de urgență și a celei de alertă. A se vedea, de exemplu, Nota metodologică a INS referitoare la *Orientări privind estimarea conturilor naționale trimestriale (inclusiv estimări „semnal”) în contextul crizei COVID-19*.

<sup>71</sup> Aceasta poate fi atribuită în principal investițiilor în produse de tip IT&C pentru extinderea sistemului de „telemuncă”, achizițiilor de mijloace și echipamente de transport, la care se adaugă creșterile trimestriale ușoare în cazul reparațiilor capitale și, respectiv, al construcțiilor clădirilor nerezidențiale.

mai afectate fiind exporturile și importurile (ce au înglobat disfuncționalități majore ale lanțurilor de producție și aprovizionare transfrontaliere).

Proгноza macroeconomică rămâne marcată de un grad ridicat de incertitudine, având în vedere atât multitudinea posibilităților cu privire la evoluția situației epidemice, ce condiționează măsurile administrative adoptate de autorități, cât și evidențele empirice relativ limitate privind impactul economic al unei pandemii.



Pentru trimestrul III 2020, similar *Raportului* precedent, se estimează o recuperare amplă a activității economice, însă raportat la magnitudinea scăderii din trimestrul anterior aceasta va fi doar una parțială. Evaluarea ia în calcul relaxarea celor mai severe măsuri administrative de distanțare socială implementate în intervalul martie-mai. Redresarea activității economice pe parcursul trimestrului III este susținută de îmbunătățirea indicatorilor cu frecvență lunară privind evoluția mediului de afaceri (precum producția industrială și volumele cifrelor de afaceri în domeniul serviciilor de piață prestate populației și al comerțului cu amănuntul) și a încrederii (Grafic 4.7). În cazul componentelor PIB, consumul individual efectiv al gospodăriilor populației este apreciat a beneficia de pe urma evoluțiilor pozitive ale salariilor nete, înglobând într-o anumită măsură și efecte de cerere amânată care nu a putut fi satisfăcută în trimestrul anterior. În același timp, formarea brută de

capital fix este proiectată în creștere, în paralel cu normalizarea graduală a activității economice. Exporturile și importurile, ale căror dinamici sunt corelate cu diminuarea restricțiilor de mobilitate, sunt evaluate a beneficia de pe seama redresării cererii externe, respectiv a celei interne.

Pentru ultimul trimestru al anului 2020, în contextul creșterii semnificative recente a cazurilor noi de infectare cu SARS-CoV-2, scenariul de bază ia în calcul adoptarea unor noi măsuri menite să țină sub control criza de sănătate publică, cu impact în special asupra sectoarelor de activitate care implică interacțiune umană directă<sup>72</sup>. Astfel, se prefigurează că volumul activității economice va fi marginal sub cel înregistrat în trimestrul anterior. Această prognoză este sugerată și de deteriorarea încrederii operatorilor economici la începutul trimestrului, pe plan intern<sup>73</sup> și extern, așa cum relevă rezultatele sondajelor DG ECFIN și Sentix. Evoluția reflectă amplificarea măsurilor de combatere a pandemiei, atât în România, cât și în rândul principalilor parteneri comerciali (cu impact indirect asupra economiei românești, prin intermediul

<sup>72</sup> De subliniat este prezența unor incertitudini ample privind evoluția situației pandemice. În acest context, autoritățile statelor încearcă să optimizeze gradul de severitate a restricțiilor în vederea reducerii atât a numărului de cazuri noi de infectare, cât și a impactului advers asupra economiei. În cazul României, de menționat este adoptarea de către Comitetul Național pentru Situații de Urgență a Hotărârii nr. 52 din 5 noiembrie 2020 privind stabilirea unor măsuri suplimentare necesare a fi aplicate pentru prevenirea și combaterea efectelor pandemiei de COVID-19.

<sup>73</sup> În luna octombrie, indicatorul de încredere ESI pentru România a scăzut cu 1,9 puncte față de luna septembrie, pe seama componentelor industrie și servicii, parțial contrabalansate de componentele comerț și construcții.

cererii externe), fiind afectate în principal sectoare sensibile la restricții de distanțare socială (precum comerț-transport-HoReCa sau activitățile de spectacole, culturale, recreative).

Prognozele pe termen scurt au fost elaborate pe baza abordărilor cantitative complementare descrise în cadrul *Rapoartelor* recente, suplimentate de monitorizarea unei suite de indicatori cu frecvență ridicată, care sugerează gradul de severitate a restricțiilor și sunt corelați cu dinamica activității economice<sup>74</sup>.

Declinul economiei din prima jumătate a anului curent este prefigurat să imprime dinamicii PIB real o valoare negativă de amploare notabilă pe ansamblul întregului an. Pe termen mediu, pe lângă incertitudinea ridicată, activitatea economică va fi influențată de factori precum: (i) configurațiile conduitei politicii fiscale și a celei de venituri și, respectiv, ale celei monetare ori (ii) gradualitatea redresării economiei zonei euro și a celei globale. În structură, pentru anul curent, dinamica medie anuală a PIB reflectă contribuția negativă semnificativă a cererii interne (indusă de contracția consumului final, în timp ce formarea brută de capital fix este anticipată a avea o evoluție pozitivă), la care se adaugă aportul de același semn al exporturilor nete, pe fondul comprimării mai accentuate a exporturilor relativ la cea a importurilor. În anul 2021, redresarea PIB este proiectată a fi imprimată de cererea internă (cu precădere pe seama aportului din partea consumului populației, la care se adaugă cel aferent formării brute de capital fix), în timp ce exporturile nete sunt prognozate a avea o contribuție negativă, însă aceasta va cunoaște o atenuare.

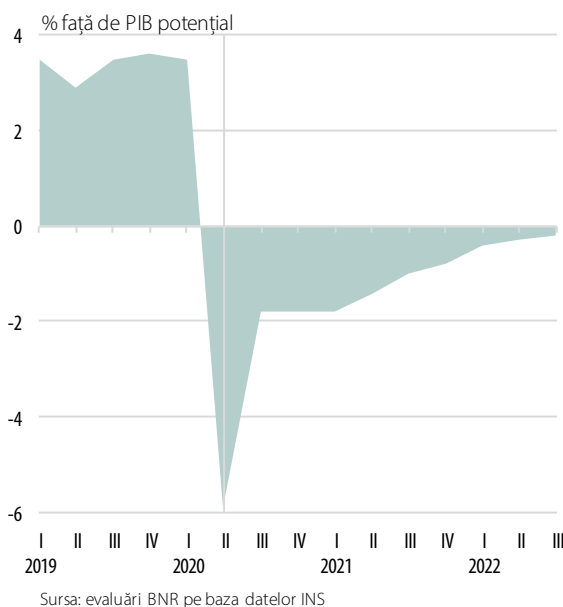
Evaluarea PIB potențial relevă o decelerare notabilă a dinamicii acestuia pe parcursul anului curent, efectele șocului pandemic fiind apreciate în special sub forma unor pierderi abrupte de eficiență în utilizarea factorilor de producție. Ulterior, pe intervalul de prognoză, redresarea creșterii potențiale este graduală, reflectând profilul general al activității economice și contribuțiile determinantilor analitici (forța de muncă, capital și productivitate). Astfel, acumularea de capital (ușor mai consistentă comparativ cu *Raportul* anterior) beneficiază de avansul proiectat al formării brute de capital fix. Aportul negativ al factorului muncă este imprimat atât de majorarea anticipată a ratei șomajului, cât și de reducerea numărului orelor lucrate per angajat (ale căror evoluții sunt însă atenuate de măsurile autorităților de sprijinire a pieței muncii). Pe termen mai lung, contribuția factorului rămâne grevată de tendințele demografice adverse. Contribuția nefavorabilă a trendului productivității totale a factorilor pe parcursul anului curent reflectă deteriorarea bruscă a activității economice, în condițiile restricțiilor impuse pentru limitarea și prevenirea infectărilor cu noul coronavirus. Pe termen mediu, câștiguri de eficiență pot fi induse de eforturile companiilor de a se adapta (inclusiv printr-un grad mai ridicat de digitalizare și inovație) la noul context economic. Suplimentar, ar putea fi fructificate avantaje din partea proiectelor finanțate prin intermediul fondurilor europene pentru investiții, condiționate însă de creșterea capacității de a elabora proiecte viabile<sup>75</sup>.

<sup>74</sup> Revenirea activității economice pe parcursul trimestrului III este susținută, de exemplu, de îmbunătățirea numărului de înmatriculări al societăților și persoanelor fizice autorizate și a barometrului SMARTBILL. Pentru trimestrul IV 2020, semnale deteriorate provin în principal din partea indicatorilor: randamentul indicelui bursier BET, randamentele titlurilor de stat, indicii de volatilitate VIX, căutățile Google pentru cuvintele „criză” și „restricții”, respectiv traficul rutier din București.

<sup>75</sup> De exemplu, asociate planului de redresare „Next Generation EU”.



Grafic 4.8. Deviația PIB



Pe parcursul anului curent, contracția economiei este evaluată a se reflecta în cea mai mare parte la nivelul componentei ciclice. Astfel, deviația PIB (Grafic 4.8) este estimată în trimestrul II la -5,9 la sută (în comprimare cu 9,3 puncte procentuale față de trimestrul anterior, pe seama șocului negativ de cerere internă și a accentuării *gap*-ului negativ al PIB corespunzător partenerilor comerciali externi). Pornind de la valoarea minimă menționată, economia este de așteptat a funcționa pe întregul interval de prognoză cu un deficit de cerere, în diminuare rapidă în trimestrul III și ulterior graduală<sup>76</sup>. Resorbirea deviației PIB este însă proiectată a avea un caracter discontinuu, întreruperea temporară de pe parcursul trimestrelor IV 2020 și I 2021 reflectând în special efecte nefavorabile la nivelul unor sectoare ale economiei, induse de reintroducerea unor restricții de distanțare socială, menite să țină sub control criza de sănătate publică. În manieră contraciclică (cu rol

de atenuare a *gap*-ului), pe fondul amplelor decizii adoptate de autorități, acționează conduita politicii monetare (cu efecte persistente pe tot intervalul de prognoză) și măsurile de politică fiscală și cele privind veniturile (cu un impact favorabil resimțit pe parcursul anului curent<sup>77</sup>).

Față de *Raportul asupra inflației* publicat în luna august, *gap*-ul PIB se plasează la valori superioare în trimestrul III 2020 (ca urmare a unei redresări mai pronunțate a economiei, cu efecte persistente asupra profilului indicatorului) și, respectiv, apropiate în trimestrul IV 2020. Pe parcursul anilor următori se proiectează o traiectorie mai persistentă față de runda precedentă, reflectând inclusiv reevaluările tracțiunii din partea cererii externe efective (mai nefavorabile cu precădere în cea de-a doua jumătate a intervalului de prognoză) și, respectiv, ale impactului asociat măsurilor de politică fiscală și celor privind veniturile. În sens favorabil acționează caracterul ușor mai stimulat al conduitei politicii monetare, în principal pe seama includerii în proiecție a deciziei de reducere la începutul lunii august a ratei dobânzii de politică monetară cu 25 puncte de bază.

### Componentele cererii agregate

Consumul final este anticipat a înregistra o dinamică negativă în 2020, pe fondul contribuției nefavorabile a consumului individual al gospodăriilor, doar parțial compensată de cea a consumului colectiv al administrației publice. Componenta privată va reflecta pe parcursul anului curent decelerarea substanțială a dinamicii venitului disponibil al gospodăriilor, precum și majorarea, atât pe fondul restricțiilor

<sup>76</sup> Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este imprimată de cea negativă a consumului individual efectiv al gospodăriilor populației. Deviațiile celorlalte componente sunt, de asemenea, evaluate a fi negative (cu excepția celei a FBCF), în atenuare graduală, pe totalitatea intervalului de prognoză.

<sup>77</sup> Impactul asupra economiei asociat conduitei fiscale este proiectat a reflecta în anii următori disiparea efectelor măsurilor temporare adoptate în contextul crizei pandemice (precum plata indemnizațiilor de șomaj temporar, subvenționarea costurilor salariale aferente reîncadrării în muncă a șomerilor tehnici, amânarea plății impozitelor și a taxelor, plata zilelor libere acordate părinților pe durata închiderii unităților de învățământ).



administrative, cât și al unui caracter prudentțial, a economisirii. Pe de o parte, venitul disponibil este influențat nefavorabil atât de evoluțiile pieței muncii interne (unde se remarcă scăderea numărului de angajați și diminuarea dinamicii salariului mediu), cât și de cele ale transferurilor lucrătorilor din străinătate (în condițiile manifestării unui șoc simultan asupra veniturilor în țările de rezidență ale diasporei și în România). Pe de altă parte, o contribuție pozitivă la dinamica veniturii disponibil vine din partea transferurilor sociale, marcată de majorarea cu 14 la sută a punctului de pensie începând cu 1 septembrie. Consumul colectiv al administrației publice este prevăzut a înregistra un avans considerabil pe parcursul anului curent, iar ulterior a decelera (evoluție corelată însă cu cea a crizei de sănătate publică). Pe termen mediu, se anticipează o revenire treptată a consumului final, sub ipoteza unei refaceri graduale a încrederii consumatorilor și pe fondul unei resorbiri graduale a șocurilor care au comprimat venitul disponibil al acestora.

Formarea brută de capital fix este singura componentă a PIB proiectată să înregistreze o evoluție medie anuală ușor pozitivă în 2020. Dinamica reflectă reziliența acesteia pe parcursul trimestrului II 2020, neanticipată în *Raportul* anterior<sup>78</sup>. De altfel, în majoritatea statelor europene variația trimestrială a FBCF a înregistrat valori semnificativ negative (media la nivelul UE fiind de -15,4 la sută). În acest context, trebuie subliniată incertitudinea sporită în contextul pandemic a datelor INS privind Conturile Naționale, ceea ce ar putea determina revizuire ulterioare semnificative ale seriilor istorice. Traectoria prognozată a FBCF reflectă totuși impactul crizei pandemice, în general, și al restricțiilor impuse de autorități, în special, asupra activității în economia reală, sub forma unor reeșalonări sau amânări ale planurilor de investiții, în condițiile înăsprii condițiilor de creditare din surse private. Pe termen mediu, evoluția FBCF depinde de refacerea încrederii investitorilor și de conduita autorităților în privința cheltuielilor publice destinate investițiilor, cu precădere a celor ce implică utilizarea de fonduri europene, disponibile în contextul combaterii efectelor crizei pandemice și al tranziției spre un nou Cadru Financiar Multianual (2021-2027). Un efect pozitiv asupra FBCF este așteptat să vină și din partea investițiilor private stimulate prin programele guvernamentale de sprijin în contextul crizei pandemice<sup>79</sup>, luând în considerare în evaluarea acestui impact decalajul temporal specific valorificării acestor facilități de finanțare în programe investiționale concrete. În același timp, după comprimarea drastică a fluxurilor de investiții străine directe pe parcursul anului curent (evoluție evidențiată de datele din balanța de plăți în primele opt luni), se așteaptă recuperarea treptată a acestora pe termen mediu, strict condiționată însă de normalizarea activității economice a partenerilor externi și de redresarea economiei interne.

Măsurile de protecție adoptate în manieră sincronizată de către majoritatea economiilor în vederea combaterii efectelor crizei pandemice au perturbat funcționarea rețelelor internaționale de distribuție, cu impact de comprimare drastică a comerțului internațional. În acest context, fluxurile de import și export au fost puternic afectate,

<sup>78</sup> Prognoza pe termen scurt formulată în cadrul runde anterioare indica o contracție majoră a componentei, pe fondul escaladării incertitudinii.

<sup>79</sup> De exemplu, programele „IMM Invest” și „IMM Leasing” au vizat sprijinirea investițiilor pentru companiile mici și mijlocii, prin acordarea de credite și, respectiv, contracte de leasing garantate de stat și cu subvenții ale dobânzii.

cunoscând o reducere semnificativă raportat la perioada precriză, cu impact și asupra echilibrului extern.

Exporturile de bunuri și servicii sunt proiectate a manifesta o contracție de amploare în decursul anului curent, urmând să își reia traiectoria ascendentă începând cu anul următor, însă în condițiile unor dinamici estompate. Evoluția anticipată a componentei are în vedere factori precum contracția extrem de amplă a cererii externe efective pe parcursul anului curent, urmată de redresarea doar graduală a acesteia, respectiv efectul restrictiv, în diminuare treptată pe parcursul intervalului de prognoză, al cursului de schimb real efectiv prin canalul exporturilor nete.

Dinamica anuală a importurilor de bunuri și servicii este, de asemenea, anticipată a fi negativă pe parcursul anului curent, reflectând comprimarea atât a cererii interne, cât și efectul de antrenare din partea exporturilor puternic atenuat, în condițiile în care numeroase sectoare exportatoare din economie utilizează pe scară largă bunuri intermediare din import. Per ansamblu, exportul net nominal de bunuri și servicii este estimat a exercita o nouă contribuție negativă, în accentuare relativ la anul anterior, la soldul contului curent al balanței de plăți în anul 2020.

În trimestrul II 2020, deficitul contului curent s-a menținut la valori apropiate de cele din trimestrul anterior (4,5 la sută din PIB nominal, valori cumulate pe patru trimestre), reflectând o deteriorare a deficitului balanței bunurilor și serviciilor, o ameliorare a deficitului veniturilor primare, respectiv un impact pozitiv în creștere al veniturilor secundare. Deficitul contului curent este preconizat să depășească în anul curent valoarea de tip „reper” de 4 la sută din PIB în perspectivă multianuală, stipulată de Comisia Europeană ca indicator de performanță pentru țările membre ale Uniunii Europene<sup>80</sup>. În pofida deteriorării anticipate a balanței bunurilor și serviciilor, evoluțiile favorabile de la nivelul balanței veniturilor (cu precădere a celor primare) sunt evaluate a conduce la o ușoară temperare a ponderii deficitului de cont curent în PIB în anul curent și în cel viitor față de 2019. Finanțarea deficitului de cont curent se prefigurează a rămâne doar parțial asigurată prin fluxuri stabile, non-generatoare de datorie externă, pe întregul interval al proiecției, gradul de finanțare din astfel de surse fiind evaluat în diminuare notabilă față de 2019, pe fondul anticipării unor investiții directe afectate semnificativ în contextul crizei actuale. Influențe care contrabalansează parțial contracția investițiilor sunt asociate ipotezei îmbunătățirii absorbției de fonduri europene. În plus, mai ales pe termen mediu, nu sunt excluse intrări suplimentare celor presupuse în scenariul de bază, în eventualitatea unor rambursări accelerate în cadrul noilor facilități de finanțare.

### Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul cumulat asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor în lei și în valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebancari și al evoluției cursului de schimb real efectiv<sup>81</sup> al

<sup>80</sup> Indicatorul este calculat ca medie a valorilor pentru ultimii trei ani. Detalii pot fi regăsite pe *website*-ul Comisiei Europene, secțiunea „Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard”. Pentru anul 2019 indicatorul a înregistrat o valoare de 3,9 la sută din PIB.

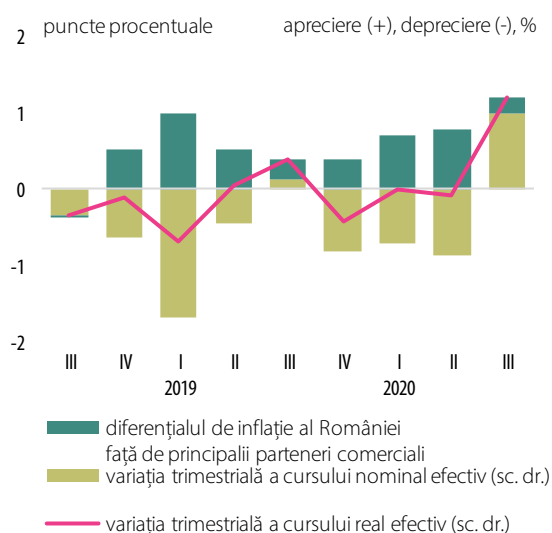
<sup>81</sup> Cursul de schimb relevant pentru modelul de analiză și prognoză macroeconomică al BNR este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete<sup>82</sup>, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici<sup>83</sup>.

Scenariul de bază al proiecției prevede o creștere treptată, pe întregul interval de proiecție, a efectului favorabil asupra activității economice al condițiilor monetare reale în sens larg, de la valorile ușor stimulative înregistrate în a doua jumătate a anului curent.

În structura condițiilor monetare reale în sens larg, ratele reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și la depozitele noi la termen sunt anticipate a exercita un impact stimulat, în creștere pe parcursul intervalului de proiecție, pe seama influenței evoluțiilor în termeni nominali ale acestora, susținute pe parcursul anului următor și de efectul creșterii treptate a anticipațiilor de inflație<sup>84</sup>. Dinamica proiectată în termeni nominali înglobează impactul favorabil al deciziilor recente ale Consiliului de administrație al BNR privind reducerile succesive ale ratei dobânzii de politică monetară și îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară<sup>85</sup>.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

Componenta aferentă efectului cursului de schimb real efectiv (Grafic 4.9), prin intermediul canalului exporturilor nete, este estimată a exercita o contribuție restrictivă asupra condițiilor monetare reale în sens larg pe parcursul intervalului de prognoză, însă în atenuare până la valori cvasineutre la orizontul acesteia.

Efectul de avuție și de bilanț este estimat a exercita un impact restrictiv asupra condițiilor monetare reale în sens larg în trimestrul III al anului curent și unul cvasineutru ulterior. Printre componentele efectului de avuție și de bilanț se remarcă, pe de o parte, poziționarea favorabilă a ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni). Pe de altă parte, însă, acționează efectul nefavorabil al creșterii anticipate a primei de risc suveran începând cu trimestrul IV 2020. Această evoluție are loc în contextul fluctuațiilor aversiunii la risc a investitorilor față de piețele

emergente, fiind discriminate negativ îndeosebi cele caracterizate de dezechilibre macroeconomice acumulate anterior declanșării actualei crize, acestea fiind

<sup>82</sup> Adâncimea acestui canal pare a fi cunoscut o diminuare relativă, în condițiile afectării, în context pandemic, a lanțurilor de valoare adăugată de la nivel internațional, inclusiv ca urmare a măsurilor administrative impuse de majoritatea țărilor, având ca efect diminuarea fluxurilor comerciale multilaterale. Deși asistăm la o reluare parțială a acestor fluxuri, adâncimea acestui canal rămâne incertă, în contextul reimpunerii unor măsuri de combatere a pandemiei.

<sup>83</sup> Relevanța acestui canal a cunoscut o diminuare treptată în perioadele recente, dată fiind reducerea ponderii creditelor denominate în valută în totalul stocului de credite acordate sectorului privat, în condițiile creșterii superioare a fluxurilor denominate în lei față de cele în valută.

<sup>84</sup> Deși pentru ultima parte a anului curent evoluțiile nominale sunt preconizate a contrabalansa doar parțial pe cele ale diminuării așteptărilor inflaționiste, ulterior este anticipat că o revenire a creșterii anticipațiilor de inflație să domine dinamica în termeni nominali a ratelor dobânzilor la creditele și depozitele noi.

<sup>85</sup> Acest impact acționează, conform mecanismului de transmisie a politicii monetare, cu un decalaj temporal.

amplificate de contextul pandemic<sup>86</sup>. Ulterior, impactul poziționării ratei reale a dobânzii externe și cel al primei de risc tind să se compenseze reciproc. În mod suplimentar, variația deviației cursului de schimb real efectiv al leului este anticipată a avea un impact cvasineutru prin intermediul acestui canal pe parcursul întregului interval de prognoză.

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

#### 4.4. Riscuri asociate proiecției

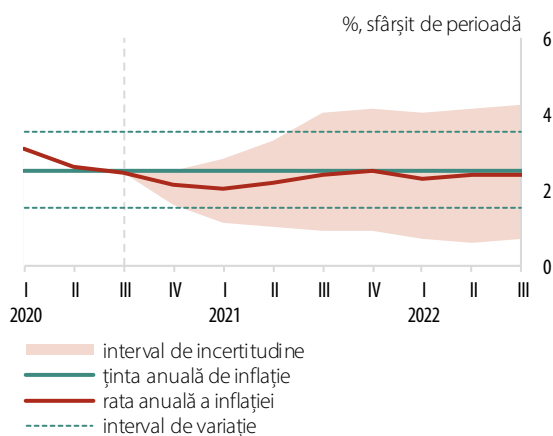
De la publicarea *Raportului* precedent, o parte a riscurilor enunțate s-au materializat. Astfel, rata de pozitivare cu virusul SARS-CoV-2 a escaladat pe măsura apropierii sezonului rece atât pe plan local, cât și european, ceea ce a condus la reintroducerea unor măsuri administrative de distanțare socială, cu grade variabile de severitate. Dată fiind însă virulența deosebită a crizei pandemice, soluțiile autorităților în vederea atenuării efectelor pandemiei sunt dificil de anticipat și evaluat, imprimând astfel un grad ridicat de incertitudine și evoluției viitoare a activității economice.

Răspândirea mult mai puternică a coronavirusului în perioada recentă cu impact în sensul deteriorării situației medicale din România are potențialul de a genera sincope ample la nivelul procesului de redresare a economiei. În vederea atenuării crizei medicale, măsurile de distanțare socială ar putea fi extinse, mai ales în ipoteza menținerii ratei de pozitivare la cote ridicate pe o perioadă mai lungă de timp. Similar comportamentului observat în prima fază a crizei pandemice actuale, cererea de bunuri de strictă necesitate s-ar putea majora, inclusiv pe seama unei posibile exacerbări a comportamentului de stocare din partea consumatorilor. Pe termen mediu, în cazul unor dificultăți care ar putea conduce la întârzierea asigurării accesului la un vaccin în vederea imunizării pe scară largă a populației, nu sunt excluse modificări permanente în comportamentul populației în corelație directă cu durata și intensitatea procesului de distanțare socială – atât cea impusă de autorități, cât și cea de natură voluntară –, acesta putând contribui, astfel, la comprimarea accentuată a cererii pentru anumite categorii de bunuri și servicii.

Revenirea activității ar putea fi însă impulsionată de pachetele de stimulare a economiilor anunțate la nivelul Uniunii Europene, însă acestea nu ar fi de natură să substituie adoptarea măsurilor necesare pentru controlul pandemiei. Pornind de la un Plan Național de Relansare și Reziliență solid și de la depunerea unor proiecte eligibile, statele membre ale UE, inclusiv România, ar putea beneficia de fonduri europene nerambursabile pentru finanțarea unor proiecte de investiții și a unor reforme structurale care ar facilita relansarea economică și ar crește capacitatea de acomodare a șocurilor adverse.

<sup>86</sup> O atenție sporită este acordată de către investitori adâncirii deficitului bugetar și, în consecință, măririi datoriei publice ca procent din produsul intern brut.

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



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

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este apreciată a fi înclinată, cu precădere pe termen mediu, în sensul unor abateri în sus de la valorile proiectate în scenariul de bază (Grafic 4.10). Aflate în continuare sub spectrul efectelor adverse asociate crizei pandemice, își mențin relevanța riscurile asociate politicii fiscale și a celei a veniturilor, precum și cele asociate condițiilor de pe piața muncii. Totodată, surse de risc provin și din mediul extern, iar acestea s-ar putea amplifica în strictă corelație cu evoluția situației medicale.

Configurația viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri continuă să reprezinte surse apreciable de incertitudine asupra traiectoriei viitoare a ratei inflației. În legătură directă cu evoluția crizei pandemice, în eventualitatea prelungirii sau accentuării acesteia, este previzibilă sporirea volumului de cheltuieli alocate de autorități pentru

gestionarea situației medicale. În același timp, este posibilă prelungirea aplicării unor măsuri de susținere a economiei, cu precădere a celor care vizează piața muncii (de exemplu, cele asociate schemelor de tip Kurzarbeit de încurajare a timpului parțial de lucru), mai ales ținând cont de finanțările disponibile în cadrul instrumentului SURE. Deși riscurile asociate cheltuielilor permanente, în special celor de natura transferurilor sociale, s-au diminuat considerabil, configurația viitoare pe termen mediu a acestora rămâne marcată de incertitudini ridicate. Depinzând de natura de finanțare, o parte a măsurilor de sprijin economic, în pofida beneficiilor sociale evidente, ar putea conduce la majorări suplimentare ale deficitului bugetar, în discordanță cu necesitatea corecției derapajului fiscal, așa cum este presupusă și de etapele specifice Procedurii de deficit excesiv, inițiate în cazul României la începutul anului curent. Din această perspectivă, se impune demararea într-un orizont relativ scurt de timp a unei consolidări bugetare. Debutul acesteia, precum și măsurile de corecție sunt grevate însă de un grad ridicat de incertitudine, inclusiv din perspectiva gradului de neutralitate a setului specific de măsuri adoptate asupra activității economice. În absența unei corecții, o persistență a derapajului fiscal s-ar repercuta negativ asupra percepției investitorilor, cu consecințe adverse asupra volumului plasamentelor realizate în economia domestică.

Similar runde precedente, evoluțiile de pe piața muncii continuă să reprezinte factori de risc relevanți. Impactul pandemiei a fost până în prezent limitat de măsurile de sprijin ce au vizat piața muncii, focalizate însă cu precădere pe menținerea locurilor de muncă. Dificultățile induse de gestionarea crizei pandemice (de exemplu, costuri suplimentare asociate achiziționării materialelor sanitare sau reducerea productivității și, implicit, majorarea costurilor unitare cu forța de muncă) ar putea conduce însă la o restructurare a costurilor de producție materializate sub forma unor potențiale comprimări ale celor cu forța de muncă. În același timp, este posibil ca firmele să opereze ajustări ale cererii de forță de muncă, cu precădere în sectoarele cele mai afectate de criza pandemică (HoReCa, activități recreative), dar și în eventualitatea

limitării producției în cazul apariției unor focare de infecție în unități industriale, cu consecințe directe asupra capacităților de producție. Toate acestea ar putea implica presiuni dezinflaționiste mai accentuate din partea comprimării venitului disponibil și implicit a cererii agregate.

Criza pandemică induce inclusiv influențe directe asupra ratei anuale a inflației. Suprapunerea șocurilor de ofertă cu cele de cerere face dificilă identificarea pe termen mediu a impactului net, cu precădere asupra inflației de bază. Pe de o parte, există riscul unor amplificări ale șocurilor adverse asociate ofertei de bunuri. Pe măsura escaladării crizei pandemice, în eventualitatea unor perturbări de mai mare amploare ale lanțurilor de producție și aprovizionare, sunt posibile majorări strategice ale stocurilor de alimente și materii prime, în special ale celor cerealiere. Totodată, în eventualitatea unor relocări pe plan intern ale unor unități de producție, ar fi favorizate produsele obținute pe plan local, în defavoarea celor din import (mai ieftine), ceea ce s-ar concretiza într-o creștere a prețurilor producției industriale și, pe această cale, și a celor de consum. Pe de altă parte, influențe dezinflaționiste a căror importanță a crescut în contextul actual provin din partea șocurilor de cerere, pe fondul unei contracții a activității economice ce ar excede ipotezele din scenariul de bază.

Independent de evoluția situației medicale, presiuni inflaționiste suplimentare ar putea fi exercitate și de posibila răspândire a focarelor de pestă porcină africană, cu impact advers asupra prețului cărnii de porc. În plus, incertitudini inerente sunt asociate condițiilor meteorologice, cu impact asupra ofertei de produse agricole atât pe plan local, cât și regional sau chiar global.

Tot pe latura factorilor cu impact direct asupra traiectoriei ratei anuale a inflației, surse de risc sunt localizate la nivelul dinamicii viitoare a prețurilor componentelor energetice în contextul derulării procesului de liberalizare a pieței energiei electrice. Presiuni inflaționiste ar putea fi induse de tarifele de pe piața liberă care ar putea crește suplimentar pe fondul modificărilor structurale în contextul liberalizării pieței. La acestea se adaugă și cele induse de cele mai recente decizii ale autorităților de profil. Evoluții de sens contrar sunt asociate pieței gazelor naturale, complet liberalizată începând cu 1 iulie 2020, în condițiile furnizării gazelor în regim concurențial.

Pe plan extern, sosirea sezonului rece a adus creșteri alarmante ale numărului de cazuri noi de infectări cu SARS-CoV-2. Evoluția viitoare a crizei pandemice și, mai ales, modalitatea de gestionare a acesteia rămân însă grevate de incertitudini ridicate, efectele asupra diverselor economii putând fi marcate de o asimetrie pronunțată, depinzând de o multitudine de factori specifici. Măsurile de distanțare socială, mai ales în eventualitatea aplicării acestora pe scară largă, ar putea genera efecte adverse asupra continuității producției din industrie, translatate în reluarea sincopelor la nivelul lanțurilor globale de valoare adăugată. Barierele comerciale s-ar putea amplifica, fiind potențate de posibile escaladări ale tensiunilor comerciale, de disponibilitatea diminuată a lucrătorilor străini și de eventuale tentative de „scurtare” a lanțurilor de producție. Acestea li se adaugă volatilitatea ridicată pe piețele financiare internaționale și incertitudini aferente desfășurării procesului *Brexit*.

Suprapunerea, chiar și parțială, a unora dintre factorii menționați ar putea conduce la efecte de contagiune care s-ar putea răsfrânge și asupra economiei României.

Surse de incertitudine cu potențial mai degrabă dezinflaționist sunt localizate și la nivelul cotațiilor internaționale ale petrolului Brent. După scăderi ample la debutul pandemiei, urmate de episoade de volatilitate ridicată, noi reduceri ale prețului petrolului ar putea fi generate de factori de cerere, pe fondul frânării relansării economice de recrudescența crizei pandemice. Totodată, posibila exacerbare a îngrijorărilor privind menținerea infectărilor cu SARS-CoV-2 la cote ridicate și creșterea stocurilor ar putea induce presiuni dezinflaționiste suplimentare. Pe latura ofertei, factori de risc sunt asociați posibilei nerespectări a cotelor de producție de către unele țări membre OPEC+ (de exemplu, reluarea producției mai rapid decât se anticipa anterior în Libia), dar și incertitudinilor cu privire la adoptarea amânării programului de reluare a producției în cadrul forului internațional.

# Abrevieri

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



## Lista tabelelor din text

---

Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	41
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	43
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	48
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației în scenariul de bază	49
Tabel 4.3	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază	50
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	50

## Lista graficelor din text

---

	Prognoza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	14
Grafic 1.2	Prețurile legumelor și fructelor	15
Grafic 1.3	Componentele inflației de bază	15
Grafic 1.4	Anticipații privind evoluția prețurilor	16
Grafic 1.5	IAPC mediu anual	16
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	17
Grafic 2.2	Sectoare economice	18
<b>Caseta</b>		
Grafic A	Evoluția indicatorilor utilizați în estimarea PIB lunar	19
Grafic B	Descompunerea lunară a PIB: efectiv vs. contrafactual	20
Grafic 2.3	Activitatea comercială	21
Grafic 2.4	Veniturile, creditarea și consumul populației	21
Grafic 2.5	Investiții	23
Grafic 2.6	Investiții directe și absorbția de fonduri europene pentru investiții	23
Grafic 2.7	Indicii privind investițiile în echipamente și construcții	24
Grafic 2.8	Exporturi	25
Grafic 2.9	Contul curent și principalele modificări în structură (8 luni 2020)	26
Grafic 2.10	Productivitatea muncii în economie	26
Grafic 2.11	Rata șomajului după nivelul de educație	27
Grafic 2.12	Evaluarea portofoliului de comenzi în industria prelucrătoare	27
Grafic 2.13	Efectivul salariaților din economie	28
Grafic 2.14	Câștigul salarial nominal brut	29
Grafic 2.15	Curba Beveridge	29
Grafic 2.16	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	30
Grafic 2.17	Prețurile producției industriale pentru piața internă	32
Grafic 2.18	Prețurile producției agricole	32

Grafic 2.19	Costurile unitare cu forța de muncă	33
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	34
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	38
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	39
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	40
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	41
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	42
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	43
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	45
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	45
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	48
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației	49
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat	50
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	51
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate	51
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor combustibililor	52
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	53
Grafic 4.8	Deviația PIB	55
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	58
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	60

