



BANCA  
NAȚIONALĂ  
A ROMÂNIEI

# Raport asupra inflației mai 2020

Anul XVI, nr. 60

# Raport asupra inflației

## Mai 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 29 mai 2020, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 25 mai 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	15
Caseta 1. Calcularea indicelui prețurilor de consum în contextul pandemiei COVID-19	19
2. Evoluții ale activității economice	21
1. Cererea și oferta	21
Caseta 2. O perspectivă (la cald) asupra evoluțiilor sectoriale în context pandemic	23
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	38
2.1. Prețurile de import	38
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	39
3. Politica monetară și evoluții financiare	42
1. Politica monetară	42
2. Piețe financiare și evoluții monetare	46
2.1. Ratele dobânzilor	46
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	50
2.3. Moneda și creditul	51
4. Perspectivele inflației	55
4.1. Ipoteze externe	55
4.2. Perspectivele inflației	57
4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	61
4.4. Riscuri asociate proiecției	69
Abrevieri	71
Lista tabelor din text	72
Lista graficelor din text	72



# Sinteză

## Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC a revenit în luna februarie 2020 în intervalul de variație asociat țintei staționare de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, încheind trimestrul I la valoarea de 3,05 la sută (cu 0,99 puncte procentuale sub nivelul consemnat la finele anului 2019) și coborând în luna aprilie în continuare până la 2,68 la sută. Traectoria dezinflaționistă a fost imprimată de ieftinirea amplă a combustibililor, pe fondul unui cumul de factori interni (reducerea accizei) și externi (decompresia semnificativă a pieței petrolului), precum și de slăbirea tracțiunii anuale a prețurilor volatile ale alimentelor exclusiv ca urmare a unui efect de bază. În același timp, însă, extinderea pandemiei generate de noul coronavirus a ocazionat unele perturbații la nivelul lanțurilor de aprovizionare și distribuție, precum și o majorare temporară a consumului de bunuri de strictă necesitate. Pe acest fond, cele mai importante grupe de alimente procesate ale coșului de consum și-au majorat contribuția la rata anuală a inflației. Coroborat persistenței, în cea mai mare parte a trimestrului, a presiunilor inflaționiste asociate factorilor fundamentali, precum și episodului de depreciere a monedei naționale din luna martie, rata anuală a inflației IPC a depășit cu 0,3 puncte procentuale nivelul din cea mai recentă proiecție macroeconomică aferent finalului trimestrului I (*Raportul asupra inflației*, ediția din februarie 2020). În același timp, deși a înregistrat o ușoară atenuare de ritm pe parcursul primelor patru luni ale anului 2020, rata medie anuală a inflației IAPC a continuat să înregistreze cel mai ridicat nivel din rândul statelor membre ale UE, ecartul față de media europeană contabilizând în luna aprilie 2,3 puncte procentuale.

Contrar previziunilor, rata anuală a inflației CORE2 ajustat nu a urmat o traiectorie descendentă în primele luni ale anului 2020, ci a oscilat în jurul valorii consemnate la finele anului precedent (3,7 la sută în luna aprilie). Evoluția a fost rezultanta unui cumul de factori cu influențe de sens contrar. Pe de o parte, a avut loc o amplificare ușoară a presiunilor inflaționiste din partea cererii agregate în cea mai mare parte a trimestrului I, în tandem cu înregistrarea unor noi minime istorice de către rata șomajului și, implicit, a unor dinamici salariale robuste, în timp ce perspectiva restrângerii mobilității și perceperea unei posibilități de apariție a problemelor pe lanțurile de aprovizionare au determinat un vârf de consum în luna martie pentru bunurile de uz curent (mai ales din categoria celor alimentare), reflectat de creșteri ale prețurilor finale ale acestora și ale dinamicii anuale a componentei alimentare a inflației de bază. Pe de altă parte, componenta nealimentară și cea a serviciilor de piață, confruntate cu o reducere a cererii și cu suspendări temporare ale activității, și-au diminuat contribuția inflaționistă în primele patru luni ale anului 2020.



Rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei a accelerat în trimestrul IV 2019 până la 5,8 la sută (+2,3 puncte procentuale comparativ cu intervalul precedent), atât ca urmare a intensificării dinamicii remunerării salariale, cât și ca rezultat al înregistrării unor rate de creștere ale productivității în decelerare. În perioada octombrie 2019 – februarie 2020, activitatea sectorului prelucrător a continuat să fie afectată de cadrul comercial internațional tensionat, ceea ce a întreținut manifestarea unei decuplări notabile între variația productivității muncii și cea a câștigurilor salariale, cu repercusiuni atât asupra evoluției ratei inflației, cât și a competitivității. Luna martie a marcat o lărgire a acestui decalaj, în contextul unor contracții aproape generalizate ale producției în plan sectorial induse de șocul asociat izbucnirii pandemiei COVID-19, precum și al tendinței de menținere a schemelor de personal, comportament prevalent în recesiunea anterioară și care probabil va caracteriza și actuala criză dată fiind susținerea amplă din partea statului pentru menținerea relațiilor de muncă cu ajutorul șomajului tehnic.

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

În ședința din 7 februarie 2020, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,5 la sută pe an, a ratelor dobânzii la facilitățile de depozit și de credit la 1,5 la sută și, respectiv, 3,5 la sută pe an, precum și reducerea ratei rezervei minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută ale instituțiilor de credit la nivelul de 6 la sută, de la 8 la sută începând cu perioada de aplicare 24 februarie – 23 martie 2020. Rata anuală a inflației IPC a crescut în luna decembrie 2019 la 4,04 la sută, de la 3,77 la sută în noiembrie, nivel situat deasupra intervalului țintei staționare și ușor peste cel prognozat. Evoluția s-a datorat în principal majorării dinamicii prețurilor combustibililor, dar și scumpirii considerabile a fructelor. Totodată, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să se majoreze în luna decembrie până la 3,66 la sută, peste nivelul prognozat. Avansul a reflectat aproape integral dinamica prețurilor alimentelor atât pe plan intern, cât și internațional, în paralel menținerii la niveluri semnificative a presiunilor inflaționiste pe partea cererii, inclusiv pe fondul dinamicii în continuare accentuate a costurilor unitare cu forța de muncă. Cea mai recentă prognoză reconfirmă perspectiva reducerii semnificative a ratei anuale a inflației IPC în primele luni ale anului curent și, ulterior, plasarea în jumătatea superioară a intervalului țintei până la finele orizontului proiecției, pe o traiectorie cu tendință ușor crescătoare începând din a doua parte a acestui an.

Principalele incertitudini și riscuri asociate perspectivei inflației decurgeau din conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, mai ales în contextul calendarului electoral 2020, iar nivelul și tendința deficitului de cont curent și a celui bugetar rămăneau deosebit de preocupante. Incertitudini sporite continuau să fie asociate încetirii activității economice din zona euro și a celei de la nivel global, precum și creșterii riscurilor la adresa perspectivei acestora, inclusiv pe fondul epidemiei cu noul coronavirus. Deosebit de relevante au fost apreciate și deciziile de politică monetară ale BCE și Fed, precum și atitudinea băncilor centrale din regiune.

Ulterior, datele statistice au indicat scăderea alertă a ratei anuale a inflației în primele două luni ale anului curent, în linie cu previziunile, coborând în ianuarie la 3,60 la sută,

de la 4,04 la sută în decembrie 2019, iar în februarie 2020 la 3,05 la sută. Reintrarea ratei anuale a inflației IPC în jumătatea superioară a intervalului țintei s-a datorat aproape integral scăderilor de dinamică pe segmentele combustibili și LFO, evoluții atribuibile în principal unor efecte de bază și influențelor eliminării supraaccizei la carburanți și ale declinului neanticipat al cotației petrolului. O contribuție minoră, și inferioară așteptărilor, a avut și inflația de bază. Aceasta și-a prelungit ascensiunea în ianuarie, contrar previziunilor – urcând la 3,74 la sută, de la 3,66 la sută în decembrie 2019 –, și a scăzut în februarie la 3,60 la sută, continuând, prin urmare, să indice presiuni inflaționiste semnificative pe partea cererii și a costurilor salariale.

Datele statistice au indicat reaccelerarea mult peste așteptări în trimestrul IV 2019 a creșterii economice – la 4,3 la sută, de la 3,0 la sută în trimestrul III –, inclusiv în termeni trimestriali. Astfel, pe ansamblul anului 2019, avansul economic a rămas deosebit de solid, încetinind doar ușor față de anul precedent – la 4,1 la sută, de la 4,4 la sută –, în contextul temperării ritmului consumului privat și al majorării contribuției negative a exportului net, dar și al redinamizării puternice a formării brute de capital fix și al accelerării semnificative a creșterii consumului administrației publice. În aceste condiții, ponderea deficitului de cont curent în PIB s-a majorat în 2019 la 4,6 la sută, de la 4,4 la sută în anul anterior, iar gradul de acoperire a acestuia cu ISD și transferuri de capital s-a redus ușor, la circa 78 la sută, de la 83 la sută în 2018.

Tabloul economic global a început însă să se degradeze accelerat la mijlocul trimestrului I, iar incertitudinile asociate au sporit substanțial, în condițiile creșterii rapide a impactului advers exercitat asupra producției și a lanțurilor globale de aprovizionare, dar și asupra cererii, de pandemia de COVID-19. Împreună cu măsurile aplicate în numeroase țări în scopul limitării extinderii acesteia, incertitudinile sunt de natură să facă probabilă, potrivit evoluțiilor recente, intrarea în recesiune a economiei zonei euro și a celei globale în perspectivă apropiată. Efecte suplimentare au provenit din antrenarea unei deteriorări bruște a sentimentului pe piața financiară internațională, creșterea la cote extreme a volatilității prețurilor majorității claselor de active, în timp ce cotațiile internaționale ale petrolului și prețurile altor materii prime au consemnat scăderi ample.

În contextul impactului epidemiei de coronavirus, evaluată a avea un grad sporit de adversitate asupra populației și companiilor românești, Consiliul de administrație al Băncii Naționale a României s-a întrunit într-o ședință de urgență în data de 20 martie 2020 și a adoptat un pachet de măsuri menit să atenueze impactul economic asociat acestor evoluții. În această ședință, Consiliul de administrație al BNR a decis în unanimitate reducerea ratei dobânzii de politică monetară de la 2,50 la sută la 2,00 la sută, precum și îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la  $\pm 0,5$  puncte procentuale, de la  $\pm 1$  punct procentual, implicând menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit la 1,50 la sută și scăderea ratei dobânzii aferente facilității de creditare (*Lombard*) la 2,50 la sută, de la 3,50 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât în unanimitate efectuarea de operațiuni *repo* în vederea furnizării de lichiditate instituțiilor de credit, precum și cumpărarea de titluri de stat în lei de pe piața secundară. În același timp, Consiliul de administrație al BNR a convenit

ca în caz de nevoie și în funcție de evoluțiile specifice să recurgă și la reducerea ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei, respectiv pentru cele în valută ale instituțiilor de credit.

Totodată, având în vedere gradul ridicat de incertitudine ce caracterizează evoluțiile economice și financiare, Consiliul de administrație al BNR a hotărât suspendarea calendarului ședințelor de politică monetară anunțat anterior, urmând ca acestea să aibă loc, pe o perioadă nedeterminată, ori de câte ori este nevoie. De asemenea, Consiliul de administrație a subliniat că mixul echilibrat de politici macroeconomice și implementarea de reforme structurale care să stimuleze potențialul de creștere pe termen lung sunt esențiale pentru menținerea stabilității macroeconomice și întărirea capacității economiei românești de a face față unor eventuale evoluții adverse.

## Perspectivile inflației

Propagarea crizei de sănătate publică ocazionate de noul coronavirus a condus la blocaje ample ale lanțurilor de valoare adăugată, afectând osatura de producție de la nivel global, la creșteri semnificative ale volatilității de pe piețele financiare, ce grevează asupra disponibilității la timp și în volumele optime a surselor de finanțare,

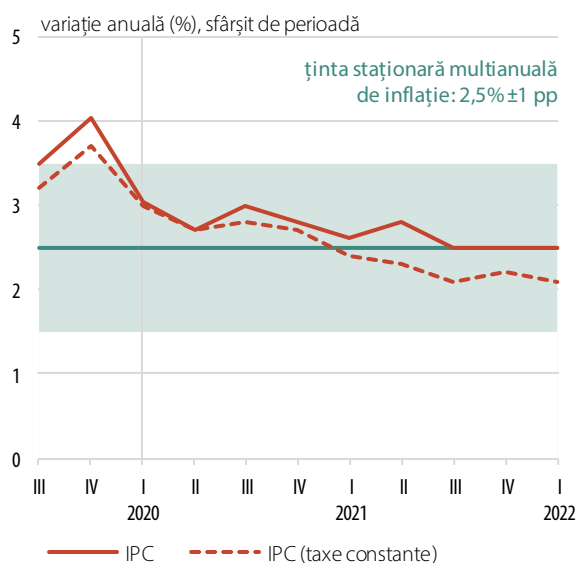
și la sporirea fără precedent a incertitudinii agenților economici, având ca efect perturbarea în mod sever a deciziilor economice ale acestora. Coroborate măsurilor administrative impuse de autorități în vederea limitării extinderii contaminării cu noul virus, acestea s-au transpus și într-o contracție de proporții a cererii agregate din economie. În aceste condiții, configurația actualului scenariu de bază este grevată de o multitudine de surse interconectate de riscuri și, mai ales, de incertitudini. De aceea, reconfigurări viitoare semnificative ale coordonatelor acestuia sunt probabile, pe măsura clarificării treptate a surselor actuale de incertitudine.

Conform ipotezelor adoptate în scenariul de bază, s-a presupus relaxarea graduală a măsurilor de distanțare socială începând cu a doua parte a trimestrului II, atât în România, cât și în celelalte țări europene. În aceste condiții, se prezumă că cele mai ample

efecte economice ale crizei vor fi localizate în prima jumătate a anului curent, cu precădere pe parcursul trimestrului II. În pofida unei reveniri a activității economice începând din al doilea semestru, gradualitatea preconizată a acesteia va face ca pe ansamblul anului dinamica medie a PIB real să înregistreze o valoare negativă semnificativă, apropiată de cele înregistrate la apogeul crizei economice din 2008-2009.

Nivelul incertitudinii, care a atins cote record în perioada recentă, este de așteptat să greveze cu precădere asupra dinamicii investiționale, având ca efect probabil înghețarea pe termen scurt a finanțării proiectelor, în timp ce pe termen mediu,

### Proгноza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

În lipsa unor indicii clare privind deznodământul crizei, nefiind exclusă posibilitatea unor amânări în mod repetat ale termenelor de implementare a acestora. Aceeași incertitudine ridicată, suprapusă unei deteriorări vizibile deja în evoluțiile curente ale pieței muncii, cu efect de comprimare a venitului disponibil real al gospodăriilor populației, va contribui la întreruperea relativ brutală a trendului favorabil de evoluție a consumului din ultimii ani. Totuși, în cazul acestei componente, scăderea este de așteptat a fi doar cvasigeneralizată, în condițiile în care anumite subcomponente (de exemplu, bunurile de strictă necesitate) au dovedit o reziliență sporită, având chiar potențial de a înregistra dinamici pozitive.

Restricțiile generalizate în ceea ce privește relațiile dintre state (de așteptat să afecteze funcționarea rețelelor transfrontaliere de producție și distribuție), precum și perspectiva unei contracții ample a cererii interne și a celei externe sunt de așteptat a rezulta într-o compresie drastică a fluxurilor internaționale de bunuri și servicii. Astfel, se prefigurează că deficitul de cont curent va cunoaște o ușoară deteriorare pe ansamblul anului curent, conturându-se tot mai clar perspectiva unei depășiri în acest an a valorii de 4 la sută din PIB stabilită ca reper multianual de Comisia Europeană în cadrul tabloului de riscuri economice. Evoluția deficitului de cont curent din 2020 este anticipată și pe fondul înrăutățirii deficitului bugetar, în condițiile unei majorări a cheltuielilor publice destinate atenuării efectelor crizei de sănătate publică, în paralel unui declin important al veniturilor bugetare, pe fondul deteriorării rapide și extrem de ample a activității economice. Prin efectele de runda a doua, contracția economiei este de așteptat să agraveze suplimentar balanța fiscală, printr-o nouă majorare a cheltuielilor bugetare, sub impactul acțiunii stabilizatorilor automați.

Data fiind natura presupus temporară a șocului pandemic, contracția activității economice din anul curent se va reflecta preponderent în evoluția componentei ciclice (deviația PIB), afectând în mai mică măsură dinamica PIB potențial. Opus evoluției prognozate în ediția precedentă a *Raportului*, economia va funcționa, începând cu trimestrul II, cu un deficit de cerere pe tot intervalul de proiecție, a cărui magnitudine este însă dificil de estimat cu precizie în acest moment. Ulterior maximumul atins în trimestrul curent, presiunile dezinflaționiste induse de deficitul de cerere se vor diminua treptat. Variația semnificativă a *gap*-ului PIB de pe parcursul trimestrului curent a fost cauzată de șocul amplu care a afectat cererea internă, suprapus deteriorării cererii externe<sup>1</sup>. În schimb, pe fondul amplelor seturi de măsuri stimulativă adoptate recent de autorități, conduita politicii monetare și a celei fiscale exercită efecte favorabile, de natură contraciclică, la adresa activității economice.

Situația actuală, fără precedent, face ca perspectivele de evoluție a economiei să fie marcate de ample incertitudini. În aceste condiții, pe fondul probabilei mențineri pe perioade mai lungi de timp a măsurilor voluntare de distanțare socială din partea populației, precum și a unui grad de precauție mai sporit și probabil persistent cu impact asupra deciziilor de consum și investiții atât ale gospodăriilor, cât și ale companiilor, se anticipează înregistrarea unui ritm lent de revenire a activității economice la nivelurile observate anterior declanșării crizei pandemice.

<sup>1</sup> Din rândul partenerilor comerciali ai României, Spania și Italia au fost afectate semnificativ de propagarea noului coronavirus, în timp ce în cazul Germaniei, decisivă pentru înrăutățirea perspectivelor de creștere a fost deteriorarea fără precedent și în manieră simultană a cererii externe pentru produsele acesteia.

Conform scenariului de bază, după ce a atins 4,04 la sută la finele anului 2019 și ulterior a decelerat până la 2,68 la sută în aprilie 2020, rata anuală a inflației IPC este proiectată a se menține în intervalul din jurul țintei centrale pe întregul orizont al prognozei, plasându-se la nivelul de 2,8 la sută la finele anului curent și la 2,5 la sută la sfârșitul anului viitor. Față de *Raportul* precedent, indicatorul este proiectat la valori mai reduse cu 0,2 puncte procentuale la finalul anului curent și cu 0,7 puncte procentuale pentru decembrie 2021.

Pe termen scurt, revizuirea ascendentă a presiunilor inflaționiste vizibile pe segmentul alimentar – atât pe fondul perturbării lanțurilor de distribuție globale, cât și al majorării sensibile în context pandemic a cererii de bunuri de uz curent – este de așteptat să le domine pe cele dezinflaționiste de la nivelul prețurilor produselor energetice (combustibili și gazele naturale). Pe termen mediu, însă, deși persistă incertitudini cu privire la magnitudinea relativă a șocurilor de ofertă, respectiv a celor de cerere în context pandemic, și, implicit, la impactul inflaționist net al acestora, scenariul de bază prevede o corecție descendentă a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, preconizată să se plaseze la finele anului viitor sub ținta centrală de inflație (2,2 la sută). Această evoluție se datorează impactului semnificativ și așteptat a fi persistent exercitat de deficitul de cerere agregată format în economie în prima parte a anului curent. Astfel, la orizontul proiecției, contribuția descendentă a inflației CORE2 ajustat explică aproape integral revizuirile în același sens ale valorilor proiectate ale inflației *headline*; totodată, contribuția cumulată a componentelor exogene ale coșului de consum este preconizată să rămână relativ similară valorilor proiectate în *Raportul* precedent.

În aceste condiții, conduita politicii monetare este configurată în vederea asigurării și menținerii stabilității prețurilor pe termen mediu într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile și conservarea unui cadru macroeconomic stabil.

Runda curentă de proiecție este marcată de numeroase riscuri și, mai ales, incertitudini asociate evoluției activității economice atât pe plan intern, cât și extern. În contextul crizei de sănătate pe care o traversăm, incertitudinile cele mai ample se referă la durata și intensitatea acesteia, parametri critici pentru configurarea coordonatelor atât ale scenariului de bază, cât și ale celor alternative. În plus, propagarea generalizată a crizei la nivel mondial, într-o manieră aproape fără precedent, face ca atât mediul intern, cât și cel extern, să constituie surse extrem de apreciable de riscuri.

În scenariul de bază, actuala criză de sănătate publică este presupusă a exercita doar efecte temporare asupra activității economice, chiar dacă de o severitate ridicată. În aceste condiții, unul dintre cele mai relevante riscuri ar putea fi acela al transformării acesteia într-o criză persistentă, fie prin prelungirea situației medicale pe o perioadă mai lungă de timp, fie prin o posibilă reinflamare a cazurilor de contaminare în viitor. Astfel de evoluții ar fi de natură să pericliteze refacerea potențialului productiv al economiei. În aceste condiții, adoptarea unor programe și mai consistente de susținere a economiei față de cele presupuse în scenariul de bază, coroborată unei diminuări și mai ample a încasărilor bugetare, pe fondul trenării revenirii economiei, ar fi de natură să vulnabilizeze atât echilibrul intern, cât și pe cel

extern al țării, cu toate implicațiile ce ar decurge din această evoluție, inclusiv cea de persistență a deficitelor gemene (bugetar și de cont curent) și, implicit, de asigurare a finanțării ordonate a acestora.

În plus, incertitudini sporite cu privire la orizontul de soluționare a crizei ar afecta volumul investițional derulat de agenții interni sau, după caz, atras din străinătate, grevând asupra rapidității ritmului de revenire ciclică a activității economice, cât și al celui de refacere a potențialului productiv al economiei. În plus, o prudență sporită din partea consumatorilor și alterarea mai semnificativă a obiceiurilor de consum ale acestora, pe fondul menținerii problemelor structurale din piața muncii – a cărei dinamică ar urma să fie strict dependentă de cea a activității economice –, ar putea constrânge o revenire a economiei susținută de consum atât pe termen imediat, cât și într-o perspectivă mai lungă de timp. Cumulate, aceste evoluții s-ar răsfrânge asupra dinamicii productivității economiei românești, una din consecințe putând fi diminuarea avantajului competitiv în raport cu partenerii noștri comerciali externi.

Caracterul de noutate al crizei pe care o traversăm și, implicit, numeroasele sale necunoscute fac dificilă evaluarea, la momentul actual, a impactului net asupra prețurilor al șocurilor de cerere – pe fondul contracției economice – și, respectiv, de ofertă – sub incidența perturbărilor lanțurilor globale de valoare adăugată. Dacă pe termen scurt o parte a producătorilor ar putea crește prețurile bunurilor și ale serviciilor oferite ca urmare a majorării temporare a cererii pentru anumite produse (de exemplu alimente), o trenare pe perioade mai lungi de timp a revenirii economiei la niveluri similare celor anterioare crizei ar putea ocaziona persistența unor presiuni dezinflaționiste din partea cererii agregate, implicit posibile riscuri de abatere în jos a inflației de la coordonatele scenariului de bază.

Totodată, reziliența pe perioade mai îndelungate de timp a crizei epidemice, prin efectul de perturbare a lanțurilor globale de producție și distribuție, dată fiind dificultatea suplinirii într-un timp rezonabil a acestora pe baza unei integrări pe orizontală și verticală a producătorilor locali, dar și costurile probabil ridicate ale unui asemenea demers, ar putea avea ca efect o reducere de durată a ofertei de produse, cu impact advers asupra presiunilor inflaționiste resimțite pe termen mediu.

În plan extern, un set de considerente similare celor expuse anterior fac ca riscurile unei decelerări accentuate a activității economice din zona euro și de la nivel global să fie apreciable. Volatilitățile ample înregistrate ulterior declanșării crizei de numeroase grupe de materii prime fac extrem de dificilă anticiparea evoluției acestora pe termen mediu și lung, ceea ce induce posibile riscuri raportat la traiectoriile presupuse ale acestora în scenariul de bază.

Pe fondul numeroaselor riscuri și incertitudini care planează asupra evoluției economiei, devine extrem de relevantă calibrarea conduitei politicilor economice de la nivel local și global. Evitarea acutizării și permanentizării crizei actuale depinde în mod direct de setul de măsuri adoptate de autorități; în plus, în contextul unei persistențe a efectelor pandemiei, devine critică evaluarea în manieră cât mai

riguroasă a eficienței instrumentarului utilizat de acestea – din domeniul fiscal, din cel al politicii monetare, de natură macroprudențială etc. –, în vederea implementării în perioadele viitoare a celor care se dovedesc a fi cel mai bine adaptate particularităților actualei crize.

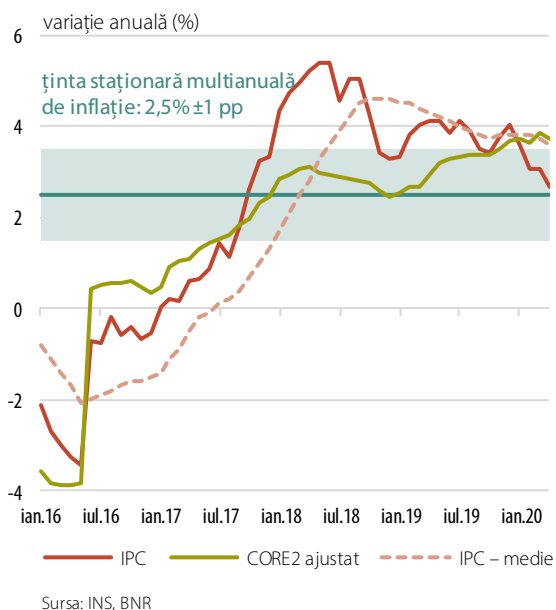
## Decizia de politică monetară

Având în vedere caracteristicile perspectivei inflației și gradul extrem de înalt de incertitudine ce o caracterizează, precum și relevanța conduitei politicilor monetare ale BCE și băncilor centrale din regiune, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 29 mai 2020 reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 1,75 la sută. În același timp, s-a decis reducerea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit, până la 1,25 la sută și scăderea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*), până la 2,25 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit. În condițiile unui deficit de lichiditate pe piața monetară, Consiliul de administrație al BNR a hotărât continuarea efectuării de operațiuni *repo* și a cumpărării de titluri de stat în lei de pe piața secundară, cu păstrarea stabilității pe piața financiară.

# 1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC a revenit în luna februarie 2020 în intervalul de variație asociat țintei staționare de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, încheind trimestrul I la valoarea de 3,05 la sută (cu 0,99 puncte procentuale sub nivelul consemnat la finele anului 2019) și coborând în luna aprilie în continuare până la 2,68 la sută. Traiectoria dezinflaționistă a fost imprimată de ieftinirea amplă a combustibililor, asociată reducerii accizelor începând cu prima zi a anului, dar mai ales scăderii abrupte a prețului barilului de petrol, simptom al unei economii globale serios prejudiciate de răspândirea rapidă a pandemiei COVID-19. În schimb, inflația de bază CORE2 ajustat a fost relativ stabilă în primele 4 luni ale anului 2020, rata anuală oscilând în jurul valorii de 3,7 la sută, nivel înregistrat și la finele anului precedent. Evoluția a fost rezultanta unui cumul de factori pre și post-pandemici, cu influențe de sens contrar (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației



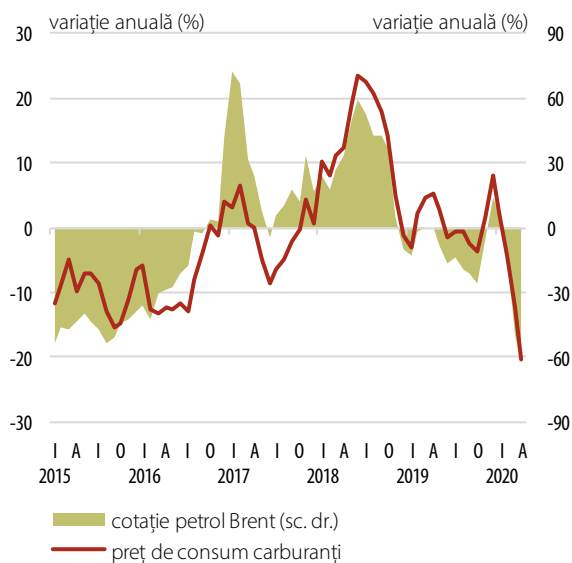
Extinderea rapidă a pandemiei COVID-19 la începutul anului 2020, cu mutarea epicentrului crizei în Europa în martie, a generat măsuri fără precedent în statele afectate, în încercarea de a încetini extinderea bolii și de a minimiza costurile umane. În plan economic, aceste măsuri s-au tradus în restrângerea sau chiar suspendarea activității unor sectoare, șocul pe partea ofertei astfel indus fiind însoțit de o reducere masivă a cererii agregate, sub spectrul diminuării prezente și al insecurității viitoare a veniturilor, al incertitudinii referitoare la ritmul redresării ulterioare și la orizontul de normalizare. Succedarea rapidă a evenimentelor și multiplele necunoscute legate de evoluția epidemiei și de parcursul activității economice viitoare au generat mișcări ample ale prețurilor, de la scăderi fără precedent pentru produsele confruntate cu o prăbușire a cererii (bunurile energetice, cu precădere țițeiul, sunt poate cel mai relevant exemplu) la creșteri pentru anumite produse de

strictă necesitate (mai ales alimente), cărora le-a fost adresată brusc o cerere în creștere din partea populației, pe măsură ce perspectiva restrângerii mobilității se contura din ce în ce mai clar.

Mișcări descendente ale cotației petrolului pe piețele internaționale s-au produs încă de la începutul anului, pe fondul restrângerii subite a cererii din partea Chinei; fenomenul s-a agravat pe parcursul primului trimestru al anului, pe măsură ce tot mai multe economii au intrat în repaus, iar spațiile de stocare s-au epuizat. Cotația Brent a coborât astfel până la niveluri situate în vecinătatea valorii de 20 dolari SUA/baril,

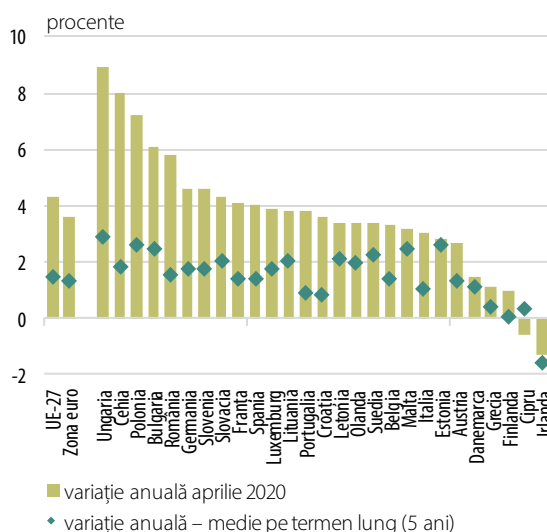


Grafic 1.2. Cotația țițeiului și prețul carburanților



Sursa: INS, Bloomberg

Grafic 1.3. IAPC pentru produse alimentare și băuturi non-alcoolice în UE, aprilie 2020



Sursa: Eurostat

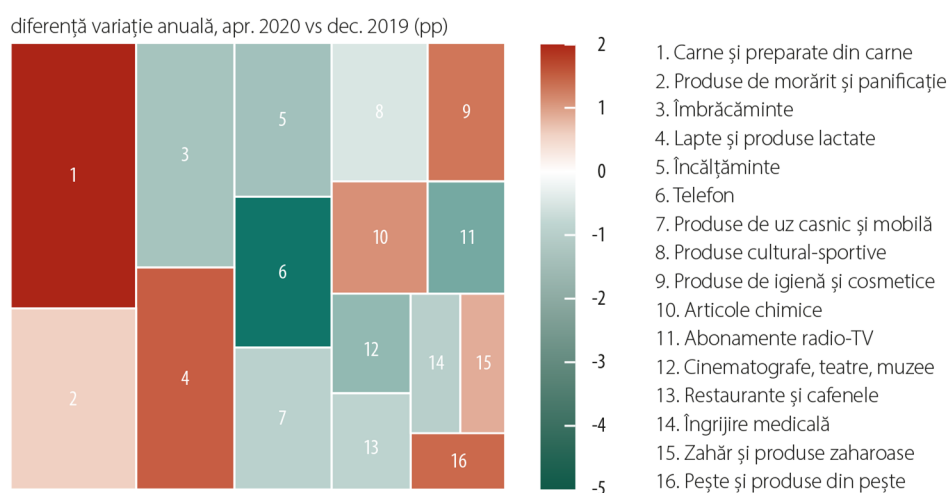
înregistrate ultima oară la începutul deceniului trecut, în timpul crizei *dot-com*. În România, efectul reducerii cu circa două treimi a cotației petrolului asupra prețurilor interne ale carburanților a fost dublat de diminuarea substanțială a accizei la începutul anului 2020, dinamica anuală a prețurilor combustibililor coborând în teritoriul negativ în intervalul februarie-aprilie (-3,8 la sută rată anuală în martie 2020 și -7,9 la sută în aprilie, față de 6,0 la sută în decembrie 2019). Aceasta a fost, de altfel, cea mai importantă influență dezinflaționistă din primele patru luni ale anului și este de așteptat ca ea să persiste și în restul trimestrului II, instalarea unei recesiuni profunde la nivel global și tergiversarea parafării unui nou acord OPEC+ perpetuând dezechilibrul acut dintre oferta și cererea de petrol (Grafic 1.2).

Alte segmente ale coșului de consum au înregistrat însă mișcări ale prețurilor în sens contrar. Perspectiva restrângerii mobilității și perceperea unei posibilități de apariție a problemelor pe lanțurile de aprovizionare au dat naștere în rândul populației unei tendințe de realizare a unor stocuri de alimente pentru o perioadă mai îndelungată decât în mod normal; aceasta a creat un vârf de consum, cu repercusiuni asupra prețurilor practice de comercianți. Astfel, prețurile alimentelor au cunoscut în martie cea mai ridicată dinamică lunară de după 2012 – an cu deficiențe majore în planul recoltei agricole. Tendința a fost mai vizibilă în cazul alimentelor procesate incluse în inflația de bază CORE2 ajustat, larga majoritate a acestora consemnând în intervalul martie-aprilie scumpiri superioare ale celor cu caracter sezonier observate în trecut și peste cele justificate de parcursul cotațiilor materiilor prime agricole. În ciuda unor evoluții benigne ale acestora din urmă (cu excepția notabilă a cărnii de porc, a cărei producție

continuă să fie afectată de perpetuarea efectelor virusului pestei porcine africane), toate grupele importante de alimente incluse în coșul de bază și-au majorat semnificativ contribuția la rata anuală a inflației în primele patru luni ale anului. Notă discordantă a făcut doar subcomponenta alimentară cu prețuri volatile (legume, fructe, ouă), care și-a redus contribuția la inflația anuală a IPC exclusiv pe seama unui efect de bază asociat scumpirii mai accentuate a legumelor în intervalul ianuarie-februarie 2019. De remarcat faptul că saltul consemnat de prețurile de consum ale produselor alimentare nu a fost singular în rândul statelor est-europene, Cehia, Bulgaria, Ungaria și Polonia afișând la finele trimestrului dinamici anuale chiar mai ample pentru mărfurile din această categorie (Grafic 1.3).

În contrast, bunurile nealimentare (cu câteva excepții, de tipul produselor de igienă și de curățenie) și serviciile incluse în inflația de bază au înregistrat ritmuri anuale de creștere a prețurilor în decelerare comparativ cu sfârșitul anului precedent. Dincolo de un puternic efect de bază favorabil manifestat în cazul serviciilor de telecomunicații, evoluția reflectă închiderea, cel puțin pe perioada stării de urgență, a celor mai multe magazine care comercializează bunuri semidurabile și durabile sau sistarea activității în domeniul serviciilor care presupun interacțiune umană directă (hoteluri, restaurante, teatre, servicii de îngrijire și cosmetică etc.) – tratamentul statistic utilizat pentru înlocuirea prețurilor lipsă fiind, în unele cazuri, menținerea neschimbată a ultimului preț observat (Caseta 1) –, precum și importanța tot mai redusă acordată de către consumatori acestui tip de produse în contextul incertitudinii sporite privind situația financiară viitoare și siguranța medicală (Grafic 1.4).

Grafic 1.4. Evoluția prețurilor principalelor componente ale inflației de bază CORE2 ajustat

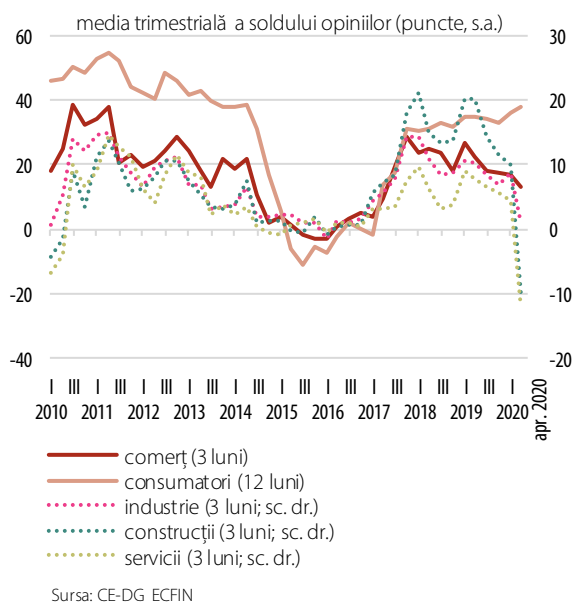


Notă: Produsele reprezentate în grafic acoperă aproximativ 82 la sută din coșul de consum aferent inflației de bază în 2020. Aria unui dreptunghi este proporțională cu ponderea produsului reprezentat în CORE2 ajustat, iar intensitatea culorii cu amplitudinea diferenței dintre variația anuală a prețului în aprilie 2020 vs cea din decembrie 2019.

Sursa: INS, calcule BNR

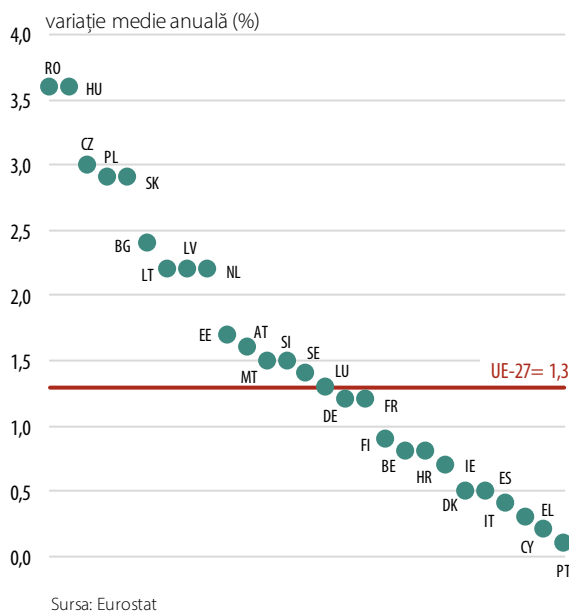
În cea mai mare parte a trimestrului I, economia a continuat să resimtă presiuni inflaționiste din partea factorilor fundamentali: o rată a șomajului care a atins noi minime ale ultimilor 15 ani, alimentând dinamici salariale robuste (în jurul a 10 la sută în termeni anuali), și o deviație a PIB plasată confortabil în teritoriul pozitiv pentru al paisprezecelea trimestru consecutiv. În plus, în a doua jumătate a intervalului, leul a traversat un episod de depreciere în raport cu moneda europeană, evoluție regăsită, de altfel, pretutindeni în regiune, acutizarea crizei epidemice antrenând ieșiri de capitaluri din economiile emergente. Pe fondul acestui peisaj complex, caracterizat de influențe contradictorii, rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat a avut o evoluție relativ stabilă în primele patru luni ale anului 2020, situându-se în luna aprilie la nivelul de 3,7 la sută, similar celui înregistrat la finele anului anterior.

Grafic 1.5. Anticipații privind evoluția prețurilor



Anticipațiile inflaționiste ale celor mai mulți operatori economici pe orizontul de trei luni s-au menținut pe o traiectorie descendentă în trimestrul I 2020, în acord cu prognozele pesimiste referitoare la evoluția activității economice în contextul creat de pandemia COVID-19. În luna aprilie, tendința s-a generalizat, corecții puternice ale soldurilor conjuncturale fiind înregistrate în sectorul serviciilor și al construcțiilor. Totuși, anticipațiile consumatorilor privind dinamica prețurilor (orizont de 12 luni) au înregistrat evoluții ușor ascendente, sugerând faptul că această categorie privește situația curentă dintr-o perspectivă diferită, în contextul scumpirilor, uneori speculative, cu care s-au confruntat în ultima perioadă pentru bunurile de strictă necesitate (Grafic 1.5). Analizii bancari și-au revizuit descendent așteptările privind rata inflației peste un an la un nivel marginal inferior atât dinamicii anuale efective a prețurilor de consum la finele trimestrului I 2020, cât și valorii anticipate în urmă cu trei luni. Nivelul se menține și pentru orizontul de doi ani, rămânând neschimbat față de rezultatele sondajului precedent.

Grafic 1.6. IAPC mediu anual în UE, aprilie 2020



Valoarea medie a ratei anuale a inflației IPC a urmat o traiectorie descendentă în primele patru luni ale anului 2020, atât pe fondul unei dinamici anuale mai reduse a prețurilor de consum în această perioadă, cât și datorită unui efect de bază favorabil. Astfel, nivelul calculat pe baza metodologiei naționale, care coincide de această dată cu cel determinat în funcție de structura armonizată, s-a redus până la 3,6 la sută în luna aprilie. Cu toate acestea, România continua să înregistreze în luna martie cel mai ridicat nivel al ratei medii anuale a IAPC dintre statele membre ale UE, ecartul față de media europeană diminuându-se însă marginal, până la 2,3 puncte procentuale (Grafic 1.6).

Comparativ cu proiecția elaborată în ediția anterioară a *Raportului asupra inflației*, dinamica anuală a prețurilor de consum a atins, la finele trimestrului I 2020, un nivel superior cu 0,3 puncte procentuale (3,1 la sută, comparativ cu o proiecție de 2,8 la sută). Decisivă pentru această diferență a fost creșterea inflației CORE2 ajustat, asociată în esență unei expansiuni pronunțate a cererii de consum pentru produse de bază în luna martie și deprecierei monedei naționale.

### Caseta 1. Calcularea indicelui prețurilor de consum în contextul pandemiei COVID-19

Măsurile introduse de guvernele europene în scopul limitării extinderii epidemiei COVID-19 (distanțare socială, închiderea celor mai multe spații comerciale) au afectat direct sau indirect consumul populației și, prin urmare, indicii prețurilor de consum. Concret, situația astfel creată a afectat procesul de colectare a prețurilor necesare pentru producerea statisticilor respective. În acest context, Eurostat, în colaborare cu institutele naționale de statistică, a elaborat o serie de recomandări care să permită, în pofida dificultăților inerente, continuarea publicării indicilor prețurilor de consum.

În acest scop, statele membre au fost încurajate să înlocuiască operațiunile de colectare directă a prețurilor, cu utilizarea de date *online* sau cu alte surse de informații (cum ar fi *scanner data*, acolo unde este posibil, solicitarea prețurilor prin telefon sau poștă electronică). Calcularea indicilor prețurilor de consum în această perioadă va fi guvernată de următoarele principii generale:

1. Stabilitatea coeficienților de ponderare, ceea ce înseamnă că structura coșului de consum stabilită la începutul anului nu va fi afectată de modificarea introdusă în comportamentul de consum al populației de contextul creat de pandemia COVID-19.
2. Calcularea tuturor subindicilor, chiar dacă unele produse/servicii nu mai sunt oferite consumatorilor.
3. Minimizarea numărului de prețuri sau subindici care nu au la bază informație obținută din piață, ci fac obiectul unei estimări statistice.

Opțiunile de tratare statistică a cazurilor în care prețul nu mai poate fi colectat sunt următoarele:

- a) Pentru produsele care sunt în continuare disponibile (în alte magazine, în altă zonă geografică) se recomandă estimarea prețurilor prin utilizarea ultimului preț observat și a variației de preț corespunzătoare unor produse similare sau celui mai apropiat nivel de agregare, pentru care s-au putut obține prețuri prin observare directă.
- b) Pentru produsele care nu mai sunt disponibile pe piață, se poate recurge fie la păstrarea ultimului preț colectat, fie la imputare cu media celorlalți subindici de preț, bazați pe informație obținută direct din piață. În practică, alegerea metodei de imputare pentru prețurile lipsă depinde și de caracteristicile produselor în cauză: poziția în structura coșului de consum, volatilitatea prețurilor sau sezonabilitatea produselor.

În cazul economiei naționale, principalele categorii de bunuri și servicii din structura indicelui prețurilor de consum pentru care s-a recurs la o opțiune de imputare în luna aprilie 2020 au fost: produsele de îmbrăcăminte-încălțăminte, respectiv produsele de uz casnic și mobilier (prin aplicarea inflației lunare din centrele unde colectarea a fost posibilă), lucrările stomatologice și consultațiile sau procedurile medicale, activitățile culturale și de divertisment, restaurantele și

cafenelele, respectiv plata cazării în unități hoteliere (unde s-a optat pentru menținerea prețurilor observate în luna anterioară, dată fiind stabilitatea prețurilor observată în perioadele recente) și transportul aerian (caz în care a fost preluată modificarea sezonieră observată în urmă cu un an)<sup>2</sup>.

În condițiile în care nu există practic o soluție optimă, opțiunile propuse sunt perfect acceptabile din punct de vedere statistic, totuși nu trebuie pierdut din vedere faptul că modificările intervenite în maniera de compilare a indicelui prețurilor de consum nu pot fi neutre față de conținutul informațional al acestuia, complicând interpretarea din perspectiva echilibrului cerere-ofertă în economie – schimbarea radicală a coșului de consum diminuează considerabil reprezentativitatea coeficienților de ponderare, modificarea bruscă a modului de colectare a prețurilor introduce distorsiuni de semnal, dificultatea estimării prețurilor crește proporțional cu durata suspendării activităților comerciale.

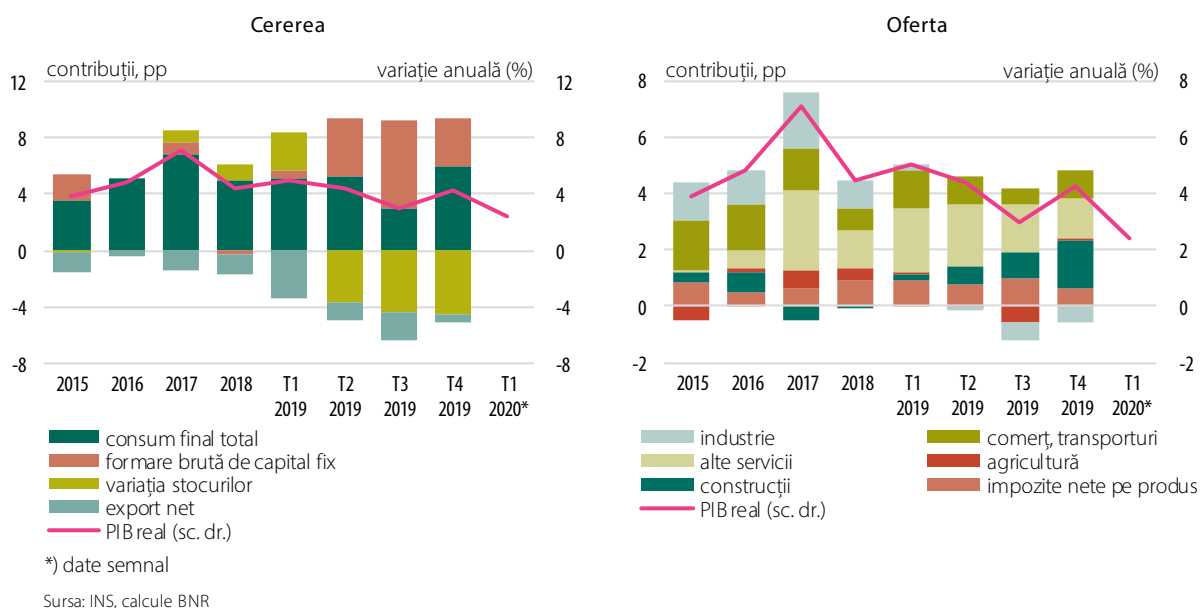
<sup>2</sup> Pentru detalii suplimentare, a se vedea Comunicatul de presă nr. 128/13 mai 2020 al INS privind evoluția prețurilor de consum în luna aprilie 2020.

## 2. Evoluții ale activității economice

### 1. Cererea și oferta

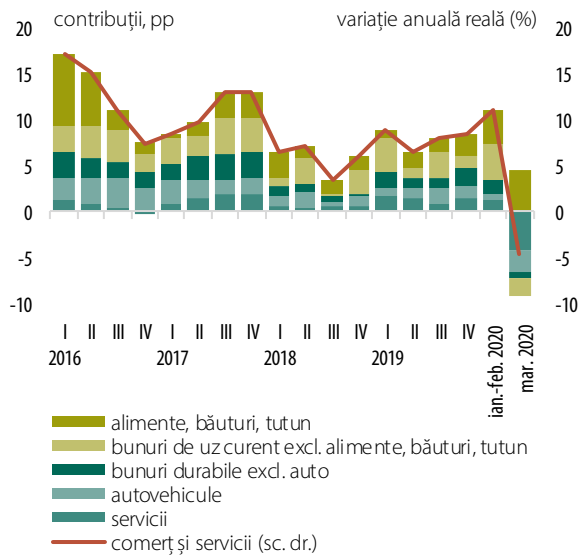
În termeni anuali, PIB real și-a intensificat dinamica în trimestrul IV 2019 (până la 4,3 la sută), marcând încheierea unui nou an de creștere economică alertă, bazată pe o absorbție internă robustă. Deși anul 2020 a debutat în coordonate similare, măsurile adoptate, începând din luna martie, pentru încetinirea răspândirii pandemiei COVID-19 vor greva asupra activității economice în perioada următoare, situație reflectată de temperarea dinamicii PIB în trimestrul I (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



În trimestrul IV, cererea de consum a populației a consemnat o accelerare consistentă a dinamicii anuale comparativ cu intervalul precedent, până la 7,5 la sută, achizițiile din sfera comercială fiind în continuare impulsionate de extinderea veniturilor reale, precum și de apelul în creștere la resurse împrumutate. Climatul favorabil s-a menținut și în primele două luni ale anului 2020, volumul cifrei de afaceri din comerț și servicii marcând o intensificare de ritm (până la circa 11 la sută, variație anuală) ca urmare a majorării vânzărilor de bunuri de uz curent, respectiv produse alimentare și de carburanți (în ultimul caz, pe fondul scăderii accizei în luna ianuarie). În schimb, bunurile durabile au înregistrat o temperare a dinamicii anuale, extinderea alertă a cererii de produse pentru dotarea locuințelor (18,4 la sută, variație anuală), ocazionată de parcursul remarcabil al sectorului rezidențial, neputând compensa frânarea activității pe segmentul auto (până la 3,6 la sută). În acest caz, startul mai slab al vânzărilor din

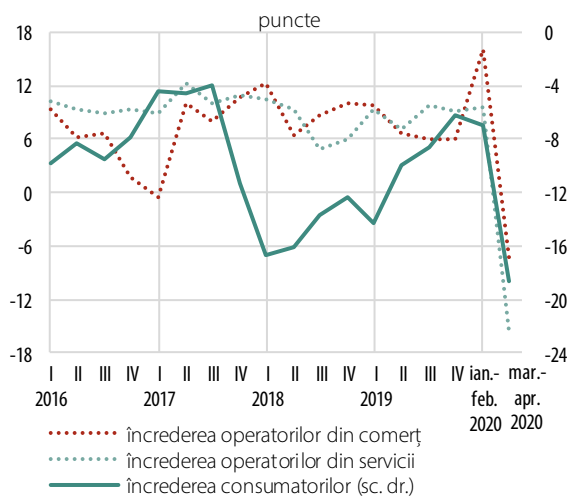
Grafic 2.2. Activitatea comercială



acest an<sup>3</sup> reflectă o anumită reducere a preferinței consumatorilor pentru achiziția de autovehicule noi comparativ cu anul precedent, când s-a înregistrat un număr record pentru perioada postcriză (Grafic 2.2).

Cu toate că evoluțiile activității comerciale din primele două luni ale anului 2020, alături de un nivel al încrederii operatorilor din comerț și servicii superior celui înregistrat în trimestrul IV 2019, sugerau o traiectorie robustă a cererii de consum, înregistrarea primelor cazuri de COVID-19 la finele lunii februarie în România, concomitent cu extinderea alertă a epidemiei la nivel european, a generat modificări semnificative ale comportamentului de consum al populației. Astfel, dacă într-o primă fază, derulată în luna martie, perspectiva intensificării măsurilor de distanțare socială a condus la un salt al achizițiilor de bunuri de strictă necesitate (alimente, produse de igienă și curățenie, medicamente etc.), ajustarea veniturilor salariale (ca urmare a deciziei luate de numeroase companii de a-și trimite angajații în șomaj tehnic sau de a închide afacerea) a erodat cererea de consum și a alimentat înrăutățirea abruptă a încrederii populației (Grafic 2.3).

Grafic 2.3. Perspective privind consumul populației\*



Segmentele cele mai sensibile în acest context sunt comerțul cu bunuri durabile și activitățile de petrecere a timpului liber. În primul caz, o scădere consistentă a cererii a fost vizibilă încă din luna martie, cu toate că există unele semnale cu privire la majorarea achizițiilor de produse IT&C (prilejuate probabil de creșterea timpului petrecut acasă), care s-a regăsit la nivelul comerțului *online*. Cel mai probabil, în categoria bunurilor care vor cunoaște cele mai abrupte scăderi ale cererii se regăsesc și autovehiculele, întrucât demararea programului de reînnoire a parcului auto în luna martie nu va oferi stimulentele necesare pentru depășirea atât a scăderii

puterii de cumpărare, cât și a restrângerii apetitului populației pentru achiziția de bunuri de folosință îndelungată care presupun un cost inițial ridicat.

La nivelul serviciilor de piață prestate populației, efectele pandemiei COVID-19 se resimt cel mai puternic, întrucât instituirea stării de urgență începând cu data de 16 martie a condus la sistarea activității multor companii de profil (Caseta 2). Cu toate că există posibilitatea ca activitatea din sector să repornească începând cu a doua jumătate a lunii mai, volumul încasărilor va trena pentru o perioadă mai îndelungată,

<sup>3</sup> În perioada ianuarie-februarie 2020 înmatriculările de autovehicule noi s-au redus cu 18 la sută, potrivit datelor DRPCIV.

deoarece este puțin probabil ca interesul populației pentru activități de petrecere a timpului liber să revină pe deplin. Totuși, există posibilitatea ca o mică parte dintre aceste pierderi să fie compensate de veniturile obținute prin utilizarea pentru carantină a spațiilor de cazare sau prin reorientarea unor operatori de alimentație publică spre pregătirea și livrarea bunurilor alimentare pentru consum în afara unității.

## Caseta 2. O perspectivă (la cald) asupra evoluțiilor sectoriale în context pandemic

### Introducere

Peisajul economic global s-a schimbat dramatic în decurs de câteva săptămâni, odată cu răspândirea la nivel mondial a noului tip de coronavirus, eveniment pe cât de semnificativ din perspectiva implicațiilor asupra economiei și a societății, pe atât de neașteptat la nivelul opiniei publice, în general. Ramelli și Wagner (2020) observă că bolile infecțioase nu figurau în clasamentul primelor 10 riscuri cel mai probabil a se materializa, conform *Raportului riscurilor globale 2020* al Forumului Economic Mondial; la circa o săptămână după publicarea documentului respectiv, China implementa măsuri de carantină în Wuhan.

Repererele disponibile la ora actuală pentru evaluarea efectelor economice ale acestei pandemii nu sunt de natură a diminua semnificativ incertitudinea care predomină la nivel internațional. Mai întâi, o situație similară din perspectivă medicală a avut loc în urmă cu mai bine de un secol, ceea ce bineînțeles limitează posibilitatea de a trage paralele utile în plan economic. Bineînțeles, epidemii s-au derulat și în perioada mai recentă, extinderea și impactul lor fiind însă mult mai reduce. Din punct de vedere economic, contextul actual prezintă anumite similitudini cu criza financiară și economică care a debutat în anul 2008, aceasta din urmă având însă cauze și surse de incertitudine diferite.

Din punct de vedere al datelor efective, repererele vizează mai ales piețele financiare, care au consemnat scăderi de mare amploare, însă și reveniri ulterioare consistente, ușor contraintuitive dat fiind caracterul tot mai pesimist al prognozelor economice. Datele statistice privind activitatea din sectorul real nu oferă deocamdată o imagine foarte clară cu privire la amplitudinea declinului economic: pentru luna aprilie – după toate indicațiile, luna celei mai mari scăderi a activității în statele occidentale – sunt disponibili în prezent doar indicatori de încredere.

La ora actuală există semnale conform cărora economia Chinei, prima țară afectată în ordine cronologică, se reapropie treptat de parametri normali, odată cu reducerea numărului de îmbolnăviri și relaxarea restricțiilor de mobilitate impuse de autorități, ceea ce dă speranțe cu privire la un parcurs similar și în alte țări, cel puțin pe termen scurt. Totuși, în multe cazuri este posibil ca restricțiile de mobilitate să rămână valabile o perioadă mai îndelungată, în timp ce alte jurisdicții – după toate indicațiile, cele mai puțin pregătite pentru a face față situației – se pare că încă nu s-au confruntat cu vârful crizei epidemice. În același timp,

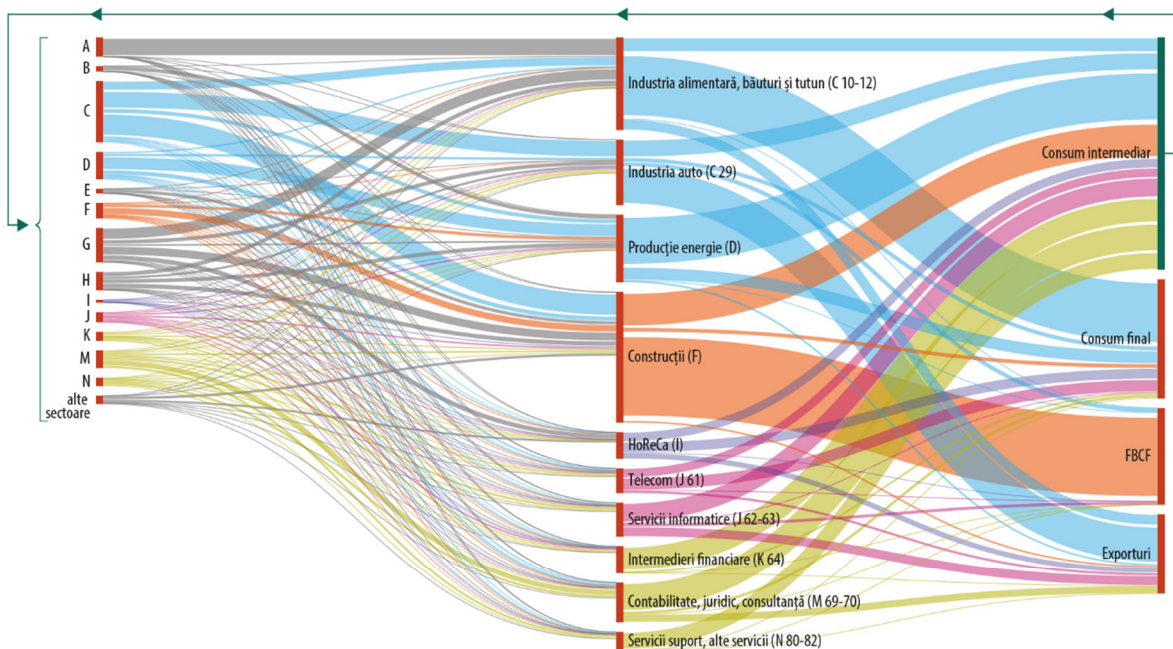


posibilitatea unei redresări asincrone este diminuată de interdependența economică la nivel internațional – Kohlscheen *et al.* (2020) observă relevanța pronunțată a efectelor de *spillover/spillback* în contextul actual. În acest moment există mari semne de întrebare cu privire la ritmul în care ar urma să se deruleze redresarea economică pe plan internațional, depășirea situației fiind legată de progresele în plan medical, singurele care pot disipa spectrul unor noi valuri de răspândire a virusului, permițând astfel refacerea încrederii.

#### Contextul intern – câteva repere

În termeni de dimensiune a impactului negativ și profil al refacerii economice, lucrurile nu sunt mai clare nici la nivel autohton. Oarecum firesc, efectele sunt foarte vizibile în domenii afectate direct de măsurile restrictive adoptate pe plan intern, precum sectorul HoReCa, turismul sau activitățile recreative. Alături de acestea figurează domenii precum industria mijloacelor de transport, a cărei integrare în rețele internaționale de producție cuplează practic funcționarea sa la parcursul sectorului auto european, astfel încât valul deciziilor de suspendare a activității la fabricile de profil din alte țări s-a extins și la nivel local. În același timp însă, domeniile exemplificate sunt prin specificul lor vulnerabile și în cadrul economic ce se prefigurează, unul dominat de cerere slăbită și de incertitudine, atât pe plan intern, cât și în exterior. Mai precis, chiar și după eliminarea restricțiilor de mobilitate, se poate aprecia că situația de pe piața muncii va afecta negativ consumul de servicii de recreere și pe cel de bunuri durabile – achizițiile de pachete turistice sau de automobile sunt primele care sunt amânate sau la care se renunță, odată cu deteriorarea situației financiare a gospodăriei. Astfel, ipoteza unei reveniri economice prompte după depășirea situației de stare de urgență ar putea fi considerată drept foarte optimistă. De fapt, fragilitatea cererii în perspectivă va avea probabil o amprentă negativă superioară celei asociate măsurilor restrictive adoptate pentru împiedicarea răspândirii virusului.

Un motiv suplimentar de preocupare vizează efectele de *spillover* între sectoarele economiei pe fondul complexității legăturilor dintre acestea, întrucât relațiile client-furnizor transcend de multe ori cadrul unui anumit domeniu de activitate (Grafic A). Astfel, reducerea turajului la nivelul unui anumit sector va afecta toate celelalte sectoare cu care acesta este în conexiune, fie în calitate de client, fie de furnizor. Din această perspectivă, sectorul energetic (mai precis, componenta care vizează produsele petroliere) a captat multă atenție la nivel internațional în ultima perioadă, din poziția sa de furnizor al activității de transport. Aceasta din urmă a fost sever afectată, astfel încât cererea de combustibil s-a diminuat, lucrurile evoluând până într-acolo încât, contraintuitiv și inedit, cotația petrolului WTI a ajuns în teritoriul negativ. Multe alte sectoare sunt într-o situație similară, oferind bunuri intermediare unor domenii care foarte probabil se vor restrânge, astfel încât șocul negativ de cerere se va propaga și la nivelul lor, iar mai departe în amonte pe lanțul de producție – un veritabil „efect de domino”.

Grafic A. Ilustrare a legăturilor *input-output* din economie

Notă: În grafic sunt ilustrate relațiile *input-output* pentru 10 sectoare relevante din economie, care apar în coloana din mijloc a reprezentării. Acestea folosesc bunuri intermediare produse de alte sectoare (reprezentate în coloana din stânga, cu ajutorul codurilor CAEN). Mai departe, producția lor deserveste cererea de bunuri intermediare din economie și cea de bunuri finale, contribuțiile în acest sens figurând în coloana din partea dreaptă. Reprezentarea fluxurilor corespunde dimensiunii monetare a acestora, în timp ce reprezentarea fiecărei categorii de pe cele trei coloane corespunde fluxurilor incluse în prezenta ilustrare. Informațiile se referă la anul 2015.

Sursa: Eurostat

În continuare, prezenta analiză își propune să ofere câteva repere cu privire la poziția economiei autohtone în prezentul context, utilizând o abordare sectorială. Într-o primă etapă sunt discutate pe scurt cele mai relevante coordonate la nivelul domeniilor individuale de activitate – evoluții deja consemnate, vulnerabilități din perspectiva deficitului de cerere intern și extern care se prefigurează sau, dimpotrivă, modalitățile prin care situația actuală se constituie într-o oportunitate. Discuția este completată ulterior prin recurgerea la un cadru teoretic *input-output* care permite evidențierea unor sectoare afectate indirect, prin legături de-a lungul lanțului de producție.

### Zoom sectorial

Pentru anumite segmente, instituirea stării de urgență și măsurile de distanțare socială au echivalat practic cu sistarea activității, figurând aici restaurante, servicii hoteliere, muzee, teatre, competiții sportive etc. Reorientarea către forme care asigură o oarecare continuitate (după caz, prin intermediul livrării de mâncare preparată, al furnizării de conținut *online* etc.) nu este de așteptat să compenseze decât în mică măsură pierderile înregistrate. Circa 6 la sută dintre salariații economiei pot fi afectați direct pe această filieră, presiunea resimțită de domeniile respective fiind reflectată și de numărul contractelor de muncă suspendate<sup>4</sup>;

<sup>4</sup> Sectoarele HoReCa (diviziunile CAEN 55 și 56) și „Activități de spectacole, culturale și recreative” (diviziunile CAEN 90-93) cumulau în luna februarie a acestui an 5,8 la sută din numărul total al salariaților din economie. La finalul primei decade a lunii aprilie, aceluiași sector le corespundeau 14,5 la sută din numărul contractelor de muncă suspendate.

la nivelul valorii adăugate brute amprenta acestor sectoare depășea 4 la sută în anul 2018. Pe fondul elasticității supraunitare în raport cu veniturile ce caracterizează teoretic aceste categorii de servicii (o diminuare a veniturilor antrenează o reducere în proporție superioară a achizițiilor), perspectiva acestor domenii nu este prea optimistă în ipoteza destul de probabilă a manifestării în perioada următoare a unui deficit de cerere la nivel agregat, o posibilă influență negativă exercitând și persistența unei oarecare reticențe în ceea ce privește consumul serviciilor care presupun interacțiune umană ridicată. O eventuală reorientare a turiștilor dinspre destinații externe (percepute drept prea riscante și/sau prea scumpe) către cele interne ar putea contribui la atenuarea efectelor negative.

Direct vizat de prevederile măsurilor adoptate pentru limitarea răspândirii virusului este și comerțul cu amănuntul, mai precis activitatea derulată în centre comerciale, ceea ce se repercutează implicit și asupra tranzacțiilor cu ridicata. Totuși, disproporția între numărul angajaților și cel al contractelor de muncă suspendate este mai restrânsă, inclusiv pe fondul cererii încă robuste pentru bunuri de strictă necesitate sau produse IT&C. În mod evident, contextul a favorizat creșterea importanței vânzărilor *online*. Un tablou în linii mari similar celui din sectorul comercial – efecte negative directe ale măsurilor de restricție adoptate de autorități, segmente puternic afectate de situația prezentă, dar și segmente bine poziționate – este specific și activității de transport și depozitare (împreună cu cea comercială, acestea îi corespundea în anul 2018 aproape 18 la sută din valoarea adăugată brută a economiei). Astfel, transportul de pasageri – mai ales aerian, dar și de alte tipuri – a primit o lovitură puternică în urma pandemiei, iar cel de mărfuri se resimte la rândul său, odată cu slăbirea anumitor segmente comerciale și a sincopelelor de la nivelul rețelelor de producție. În schimb, pentru firmele de curierat, starea de fapt actuală constituie o oportunitate. O eventuală temperare a cererii nu poate avea decât o influență în același sens asupra activității de transport-depozitare și a celei comerciale, care au drept principal rol acela de a face legătura între producător și utilizatorul final, fiind de așteptat însă ca performanța în cadrul segmentelor de activitate să fie neuniformă.

Răspândirea virusului în Europa a afectat puternic sectorul auto. Astfel, începând cu a treia lună a anului, majoritatea producătorilor europeni de automobile (inclusiv cei autohtoni), precum și o mare parte dintre fabricanții de componente au anunțat suspendarea sau reducerea drastică a operațiunilor ca urmare a izbucnirii unor focare de infecție în unele unități de producție, a întreruperilor de-a lungul lanțurilor de producție, a restricțiilor privind mobilitatea populației, a prăbușirii cererii pe termen scurt (în luna martie, înmatriculările de autoturisme la nivel european au scăzut în termeni anuali cu 55 la sută, conform Asociației Europene a Producătorilor de Automobile) și a unei evoluții fragile din partea acesteia, în perspectivă. De altfel, evoluțiile bursiere sugerau că sectorul auto ar urma să fie printre cele mai afectate la nivel internațional<sup>5</sup>. Valul de anunțuri cu privire la oprirea producției a fost urmat însă după câteva săptămâni de un val similar vizând repornirea acesteia, ceea ce a readus un oarecare optimism în peisaj.

<sup>5</sup> De exemplu, în punctul de minim, cotațiile acțiunilor unor producători importanți se diminuează cu mai mult de jumătate față de începutul anului.

De asemenea, pe termen mediu este posibil ca industria de profil autohtonă să nu fie chiar atât de puternic afectată de situația economică internă și externă dificilă sau chiar să beneficieze, la fel ca în contextul crizei economice din urmă cu circa un deceniu. Aceasta a potențat valorificarea pe piața externă a avantajelor de calitate și preț ale producției din România<sup>6</sup>, rezultând de aici importante câștiguri de cotă de piață. Situația prezentă nu este bineînțeles identică celei de la începutul crizei din 2008-2009, principala diferență reprezentând-o reorientarea portofoliului de automobile realizate la nivel autohton către produse cu preț mai ridicat, inclusiv pe fondul eroziunii în ritm susținut de-a lungul ultimilor ani a avantajului forței de muncă ieftine. Totuși, în termeni de raport calitate-preț nu pare a fi avut loc o eroziune – în definitiv prețurilor superioare le corespund modele de gamă superioară, pentru care a existat o cerere robustă în ultimii ani. Astfel, chiar dacă așteptările optimiste pentru 2020 formulate la începutul anului – finalizarea investițiilor de extindere a capacității la uzina de la Mioveni și creșterea gradului de utilizare la cea de la Craiova, astfel încât producția locală să ajungă de la sub 500 000 de unități în 2019 până la circa 700 000 de unități, cu un efect de antrenare implicit la nivelul furnizorilor de piese și accesorii – în mod cert nu se vor concretiza, iar la Mioveni și primele două luni ale anului au fost destul de slabe – producția de automobile a scăzut în termeni anuali, la fel ca înmatriculările de modele Dacia pe piața europeană – anticiparea unei redresări mai rapide a sectorului auto din România nu este lipsită de fundamente.

Alte ramuri industriale producătoare de bunuri de consum durabile sau bunuri de investiții traversează la rândul lor momente delicate. În primul caz, cel puțin pe termen scurt, prelungirea timpului petrecut acasă poate oferi o oarecare susținere cererii adresate producției de bunuri destinate dotării locuinței sau celei de bunuri IT&C. În schimb, foarte probabilul recul al investițiilor (în mod tipic, acestea scad cel mai mult în fazele descendente ale ciclului economic; în anul 2009 ele s-au contractat cu o treime) se va reflecta inclusiv asupra unor domenii precum industria de mașini și echipamente sau cea de construcții metalice. Producția industrială de bunuri intermediare este la rândul ei afectată, după cum relevă inclusiv deciziile de suspendare a activității adoptate de operatori din industria echipamentelor electrice sau cea a cauciucului.

În același timp, ramuri precum industria alimentară, industria farmaceutică sau industria chimică s-ar putea număra printre puținii câștigători ai acestei crize, fabricile care operează în aceste domenii derulându-și activitatea la capacitate crescută pentru a putea face față cererii, situație care se va perpetua probabil pe termen mediu. Ele au însă o poziție minoritară în cadrul sectorului prelucrător (corespunzându-le aproape 6 la sută din valoarea adăugată brută agregată; celorlalte ramuri manufacturiere le corespunde circa 15 la sută), astfel încât, pe ansamblu, motivele de îngrijorare sunt bine întemeiate.

Un domeniu care în mod tradițional este perceput ca având o puternică amprentă prociclică este cel al construcțiilor (din perspectiva formării, acesta contribuie cu peste 6 la sută la valoarea adăugată brută la nivel agregat). Diminuarea veniturilor

<sup>6</sup> Caseta intitulată „Sectorul auto – sincope conjuncturale și metamorfoză structurală”, inclusă în *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie 2019, detaliază premisele realizării în România a unor automobile competitive la nivel internațional.

nu ar putea decât să descurajeze elanul gospodăriilor pentru achiziții de valoare mare precum cea a unei case de locuit, un efect similar asupra sectorului exercitându-l scăderea apetitului firmelor pentru proiecte de investiții. În aceste condiții, ar fi dezirabilă o orientare contraciclică din partea autorităților publice, oglindită în impulsivitatea lucrărilor de infrastructură, a cărei fezabilitate stă totuși sub semnul întrebării, dat fiind spațiul fiscal disponibil.

Expunerea economiei românești pe servicii IT&C (5 la sută din valoarea adăugată brută provine din această zonă), printre cele mai ridicate din Europa, constituie unul dintre avantajele des invocate în ultimii ani, lucru valabil și în perioada următoare. De la majorarea pe termen scurt a cererii de jocuri video și în general a timpului petrecut la calculator, până la amplificarea rolului interacțiunii de la distanță în cadrul activității de producție, putându-se ajunge chiar la schimbări ale proceselor productive în sensul sporirii accentului pus pe IT&C, s-ar părea că sunt îndeplinite condițiile necesare pentru ca sectorul să își continue parcursul robust, în plus domeniul fiind, prin specificul său, mai degrabă neafectat de restricțiile de mobilitate impuse. Raționamente similare în sensul câștigului de importanță pentru procesul de producție și efect limitat al restricțiilor de mobilitate se aplică și pentru serviciile de *outsourcing*. Totuși, având o componentă consistentă a producției destinate a servi drept *input* pentru alte sectoare, nu se poate afirma că serviciile IT&C sunt invulnerabile la o slăbiciune generalizată a cererii pe plan intern și extern.

#### Cadrul *input-output*

Pe baza informațiilor cu privire la măsura în care producția sectoarelor economice locale este utilizată drept consum intermediar de alte sectoare locale sau este constituită din bunuri finale, deserving consumul final, investițiile, exporturile etc., formularea unor ipoteze cu privire la evoluția cererii finale poate conduce la estimarea unor efecte asupra valorii adăugate brute – la fel, în plan sectorial.

#### Schiță teoretică

Economia cuprinde  $n$  sectoare. Producția unui sector  $i$  ( $y_i$ ) este destinată consumului intermediar dintr-un alt sector ( $c_{ij}$  este consumul intermediar creat de sectorul  $i$  și folosit de sectorul  $j$ ) și/sau cererii finale (totalul cererii finale de bun  $i$  va fi  $f_i$ ). Astfel:

$$y_i = \sum_{j=1}^n c_{ij} + f_i$$

$c_{ij}$  se poate exprima cu ajutorul ponderii sale în producția totală a sectorului destinație ( $a_{ij}$ ):

$$y_i = f_i + \sum_{j=1}^n c_{ij} = f_i + \sum_{j=1}^n \frac{c_{ij}}{y_j} \cdot y_j = f_i + \sum_{j=1}^n a_{ij} \cdot y_j = f_i + (a_{i1} \quad \dots \quad a_{in}) \cdot \begin{pmatrix} y_1 \\ \dots \\ y_n \end{pmatrix}$$

Pentru toate sectoarele, în formă matriceală, relația de mai sus se scrie:

$$y = f + A \cdot y$$

Notațiile utilizate sunt conform intuiției.  $y$  și  $f$  sunt vectori-coloană de dimensiune  $n \times 1$ , iar  $A$  este matrice pătratică de dimensiune  $n \times n$ .

Mai departe:

$$y - Ay = f \Leftrightarrow (I - A) \cdot y = f \rightarrow y = (I - A)^{-1} \cdot f$$

Relația de mai sus poate fi interpretată ca indicând producția necesară în fiecare sector pentru a satisface o anumită structură a cererii finale.

Mai departe, se poate evidenția ponderea valorii adăugate în producție ( $p_i$ ):

$$p_i = \frac{va_i}{y_i} \rightarrow va = diag(p) \cdot y$$

Mai sus, notația  $diag(x)$  desemnează o matrice pătratică de dimensiune  $n \times n$  care include pe diagonala sa principală elementele vectorului-coloană  $x$ , de dimensiune  $n \times 1$ , și în rest doar zerouri.

Prin urmare:

$$va = diag(p) \cdot (I - A)^{-1} \cdot f$$

Relația indică valoarea adăugată pe care trebuie să o realizeze fiecare sector pentru a satisface structura cererii finale. Practic, pornind de la date efective pentru un anumit an, ipotezele vizând cererea finală iau forma unor scenarii contrafactuale pentru  $f$ , de unde rezultă scenarii/efecte pentru  $va$ .

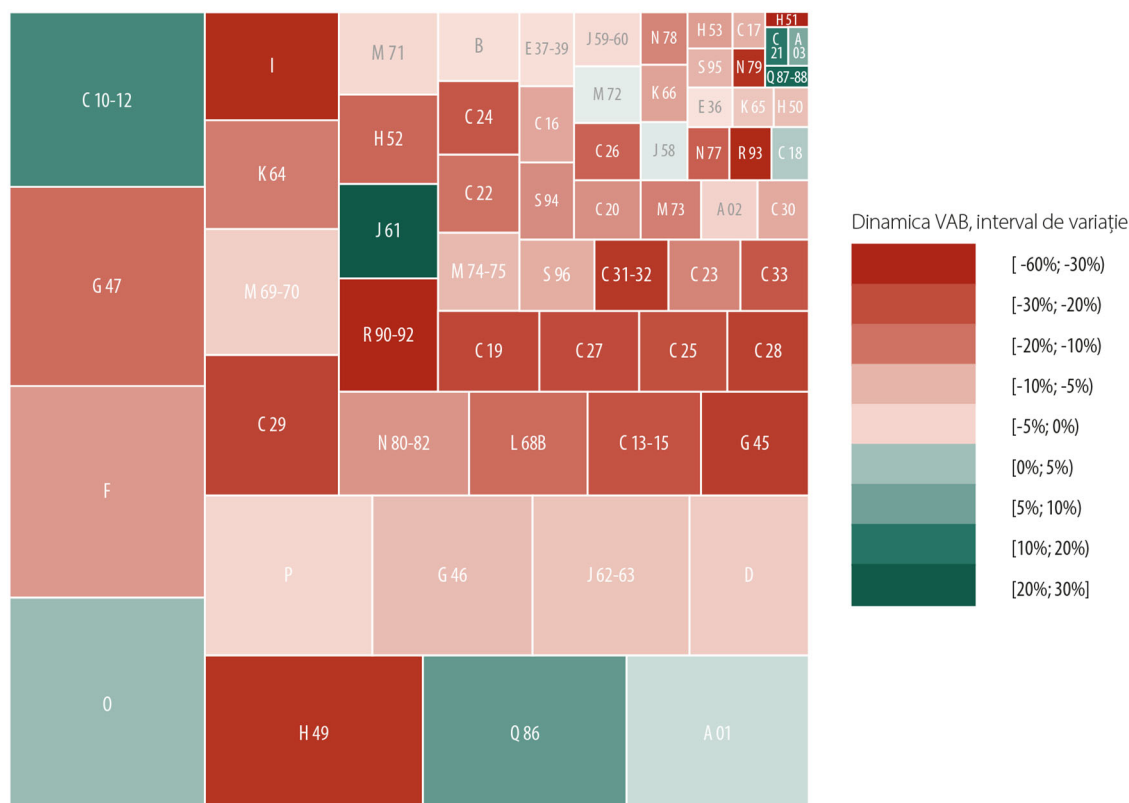
### Rezultate

Modelul descris anterior a fost implementat cu ajutorul datelor *input-output* vizând anul 2015<sup>7</sup>. Șocurile asupra cererii au fost formulate în linie cu discuția anterioară, avându-se în vedere trimestrul al doilea al anului<sup>8</sup>. Formularea de scenarii care vizează cererea finală nu implică ideea conform căreia șocurile de cerere ar urma să imprime în manieră exclusivă evoluțiile economice din trimestrul al doilea, reprezentând în esență doar o manieră de lucru, care a înglobat toate informațiile disponibile. Practic, dimensionarea efectelor asupra cererii finale a avut în vedere coroborarea efectului asupra valorii adăugate la nivel sectorial cu informațiile care se referă la evoluțiile de natura ofertei.

<sup>7</sup> Este vorba despre cele mai recente date disponibile cu detalierea necesară. Opțiunea alternativă a folosirii unor tabele de resurse-utilizări vizând anul 2017 implica includerea explicită în model a importurilor, astfel încât estimarea unor efecte la nivel de valoare adăugată necesita fundamentarea unor ipoteze suplimentare cu privire la evoluția acestora. Pe fondul incertitudinii asociate traiectoriei importurilor în condiții de stres economic, s-a optat pentru folosirea informațiilor vizând anul 2015. Sursa datelor este Eurostat.

<sup>8</sup> Șocurile sectoriale de cerere finală aferente T2 2020 se plasează între -60 la sută și +50 la sută. Pentru fundamentarea acestora s-a luat în calcul expunerea firmelor la piața internă vs. externă, rezultatele celui mai recent sondaj de opinie DG-ECFIN, declarații ale celor mai importante companii din domeniul sau specificul perioadei (creșterea timpului petrecut acasă, creșterea activității forțelor de ordine și a sistemului medical).

Grafic B. Evoluția prognozată a VAB sectorial în trimestrul II 2020



Notă: Aria unui dreptunghi este corelată cu ponderea fiecărui sector în total VAB din economie.

<b>A01</b> - agricultură	<b>C31-32</b> - industria mobilei; alte activități manufacturiere	<b>K65</b> - asigurări și reasigurări
<b>A02</b> - silvicultură	<b>C33</b> - reparare mașini și utilaje	<b>K66</b> - servicii financiare auxiliare
<b>A03</b> - pescuit	<b>D</b> - producție energie	<b>L68B</b> - tranzacții imobiliare
<b>B</b> - industria extractivă	<b>E36</b> - distribuție apă	<b>M69-70</b> - contabilitate, juridic, consultanță
<b>C10-12</b> - industria alimentară, băuturi și tutun	<b>E37-39</b> - colectare și tratare ape uzate	<b>M71</b> - servicii de arhitectură și inginerie
<b>C13-15</b> - textile, confecții și încălțăminte	<b>F</b> - construcții	<b>M72</b> - cercetare-dezvoltare
<b>C16</b> - industria lemnului	<b>G45</b> - comerț auto	<b>M73</b> - publicitate și studii de piață
<b>C17</b> - industria hârtiei	<b>G46</b> - comerț cu ridicata	<b>M74-75</b> - alte activități profesionale
<b>C18</b> - tipărire înregistrări	<b>G47</b> - comerț cu amănuntul	<b>N77</b> - servicii leasing
<b>C19</b> - prelucrare țiglei	<b>H49</b> - transport rutier și prin conducte	<b>N78</b> - servicii recrutare personal
<b>C20</b> - industria chimică	<b>H51</b> - transport aerian	<b>N79</b> - agenții de turism
<b>C21</b> - industria farmaceutică	<b>H52</b> - depozitare	<b>N80-82</b> - servicii suport; alte servicii
<b>C22</b> - cauciuc și mase plastice	<b>H53</b> - poștă și curierat	<b>O</b> - administrația publică și apărare
<b>C23</b> - minerale nemetalice	<b>I</b> - HoReCa	<b>P</b> - educație
<b>C24</b> - metalurgie	<b>J58</b> - servicii de editare	<b>Q86</b> - sănătate publică
<b>C25</b> - construcții metalice	<b>J59-60</b> - servicii TV și cinema	<b>Q87-88</b> - asistență socială
<b>C26</b> - industria electronică	<b>J61</b> - telecomunicații	<b>R90-92</b> - servicii recreative
<b>C27</b> - echipamente electrice	<b>J62-63</b> - servicii informatice	<b>R93</b> - activități sportive
<b>C28</b> - mașini și echipamente	<b>K64</b> - intermediari financiare	<b>S94</b> - activități asociative diverse
<b>C29</b> - industria auto		<b>S95</b> - reparare bunuri electronice
<b>C30</b> - alte mijloace de transport		<b>S96</b> - alte servicii

Sursa: Eurostat, proiecții BNR

Calcululele au reliefat un aspect destul de evident *a priori*, în sensul similitudinii dintre șocul caracteristic cererii finale adresate sectorului și cel pe care ar urma să îl înregistreze valoarea sa adăugată. Astfel, în primul rând, cererea finală reprezintă o componentă a producției pe latura utilizării, în timp ce, concomitent, valoarea adăugată se regăsește în producție din perspectiva formării. De asemenea, un sector economic își oferă bunuri intermediare în primul rând lui, ceea ce nu

înseamnă decât că majoritatea furnizorilor provin din același domeniu de activitate. Totuși, diferențe sensibile între dinamica cererii finale și cea a valorii adăugate apar în unele situații. Astfel, producția de energie electrică ar urma să beneficieze de o cerere finală în creștere, pe fondul sporirii timpului petrecut acasă. Scăderea cererii de-a lungul altor dimensiuni ar urma să antreneze însă diminuarea utilizării de energie electrică drept bun intermediar. Efectul net ar urma să fie unul negativ (Grafic B). Un fenomen similar ar urma să se producă și în cazul sectorului IT&C, al cărui *input* se regăsește consistent în multe alte sectoare, lucru destul de intuitiv, dacă se au în vedere ubicuitatea calculatoarelor, diversitatea programelor *software* sau importanța serviciilor de telecomunicații în practic orice linie de activitate.

Rezultatele sugerează o evoluție mai favorabilă în cazul componentei telecom, care ar urma să beneficieze de o cerere finală superioară. În virtutea celor discutate anterior, dinamica IT&C ar urma să fie susținută de creșterea importanței acestui sector în cadrul proceselor productive.

### Concluzii

Economia globală trece în prezent prin momente fără precedent, greu de imaginat cu puțin timp în urmă. Măsurile implementate în context pandemic de autoritățile din întreaga lume afectează negativ activitatea economică, iar aprecierile cu privire la ritmul în care ar urma să se desfășoare revenirea sunt, în general, pesimiste. Economia locală va fi la rândul ei sever afectată, peisajul fiind însă neuniform în plan sectorial. Domenii precum industria alimentară, cea farmaceutică sau cea chimică sunt relativ bine poziționate în contextul actual, după cum sunt și comerțul *online*, activitatea de curierat sau serviciile IT&C. De asemenea, expunerea economiei locale pe sectorul auto nu reprezintă neapărat o vulnerabilitate. Totuși, marea majoritate a sectoarelor economice autohtone vor fi sever afectate.

### Referințe

Kohlscheen, E., Mojon, B., Rees, D. – „The Macroeconomic Spillover Effects of the Pandemic on the Global Economy”, *BIS Bulletin* No. 4, 2020

Ramelli, S., Wagner, A. – „Feverish Stock Price Reactions to COVID-19”, *Swiss Finance Institute Research Paper Series* No. 20-12, 2020

Execuția bugetului general consolidat s-a soldat în trimestrul IV 2019 cu un deficit de 21,3 miliarde lei (echivalent cu 2,0 la sută din PIB), mult superior celui consemnat pe ansamblul precedentelor trei luni (7,0 miliarde lei, respectiv 0,7 la sută din PIB) și considerabil mai mare decât cel aferent perioadei similare a anului anterior (10,1 miliarde lei<sup>9</sup>, 1,1 la sută din PIB). Ampla creștere în raport cu valoarea cumulată în trimestrul III 2019 a fost consecința majorării consistente a cheltuielilor bugetare totale<sup>10</sup>, în principal pe seama componentei de capital<sup>11</sup> și a celei cu bunuri și servicii,

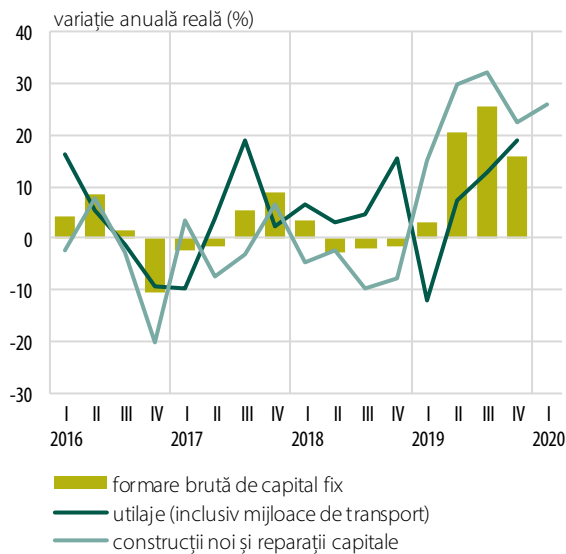
<sup>9</sup> Pe baza datelor finale cu privire la execuția bugetară pe 2018, publicate de MFP.

<sup>10</sup> Creșterea anuală reală a acestora a încetinit totuși ușor (la 9,3 la sută, de la 12,2 la sută în trimestrul III 2019).

<sup>11</sup> Creșterea anuală reală a acestor cheltuieli a consemnat, de asemenea, o încetinire față de trimestrul precedent.

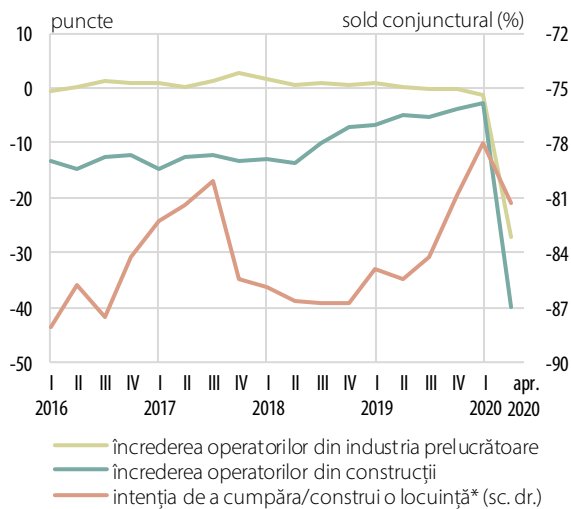


Grafic 2.4. Investiții



Sursa: INS, calcule BNR

Grafic 2.5. Semnale privind perspectiva investițiilor



\*) T2 2020 pentru ultimul moment

Sursa: CE-DG ECFIN

dar și a cheltuielilor cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile<sup>12</sup> și a altor cheltuieli de natură curentă (cu asistența socială<sup>13</sup>, de personal, cu dobânzile<sup>14</sup>, respectiv alte cheltuieli<sup>15</sup>). În același timp, plusul de venituri bugetare<sup>16</sup>, venind preponderent din mărirea sumelor primite de la UE<sup>17</sup>, a fost sensibil mai modest.

Formarea brută de capital fix și-a păstrat ritmul alert de creștere în trimestrul IV (15,7 la sută, variație anuală), evoluție susținută atât de activitatea de construcții, cât și de achizițiile de natură tehnologică. Lucrările pentru proiecte de construcții noi și reparații capitale au avansat cu circa 22 la sută în termeni anuali, traiectorie care s-a prelungit și la începutul anului curent (creștere cu 26 la sută în trimestrul I), inclusiv datorită condițiilor climatice favorabile (Grafic 2.4). Această notă optimistă s-a inversat în contextul distorsiunilor create de extinderea COVID-19, ajustarea resurselor financiare ale populației și sectorului corporativ impunând reconsiderarea priorităților, ceea ce va conduce inevitabil la amânarea sau chiar sistarea unor proiecte de investiții. Totodată, efortul bugetar asociat măsurilor pentru protejarea mediului de afaceri și limitarea efectelor pandemiei în plan social (în sensul susținerii sectorului medical, asigurării condițiilor de izolare/carantină inclusiv în spații neconvenționale, dezinfectării spațiilor publice etc.) va fi probabil însoțit de o frânare a investițiilor în infrastructură (Grafic 2.5).

Evoluții favorabile s-au înregistrat în trimestrul IV și pe segmentul achizițiilor de echipamente, a căror dinamică s-a intensificat până la 19 la sută în termeni anuali. Acumulări de această natură s-au realizat în sectoare precum agricultura (inclusiv pe seama absorbției ridicate de fonduri structurale europene în

<sup>12</sup> Majorarea acestora a încetinit totuși, variația lor anuală reală devenind negativă; totodată, impactul acestor cheltuieli asupra variației soldului bugetului general consolidat a fost compensat de creșterea sumelor primite de la UE.

<sup>13</sup> Accelerarea creșterii lor anuale reale reflectând inclusiv efectul majorării punctului de pensie și a indemnizației sociale pentru pensionari începând cu luna septembrie 2019.

<sup>14</sup> Acestea s-au comprimat însă în termeni anuali reali.

<sup>15</sup> Reflectând și impactul *one-off* al stingerii unor obligații de plată în baza unei hotărâri arbitrale ICSID.

<sup>16</sup> Dinamica anuală reală a acestora a coborât în acest interval în teritoriul negativ (la -1,3 la sută, de la 5,7 la sută în trimestrul precedent), inclusiv pe fondul unui efect de bază datorat impactului asupra execuției bugetare din trimestrul IV 2018 al unor sume cu caracter excepțional primite de la UE.

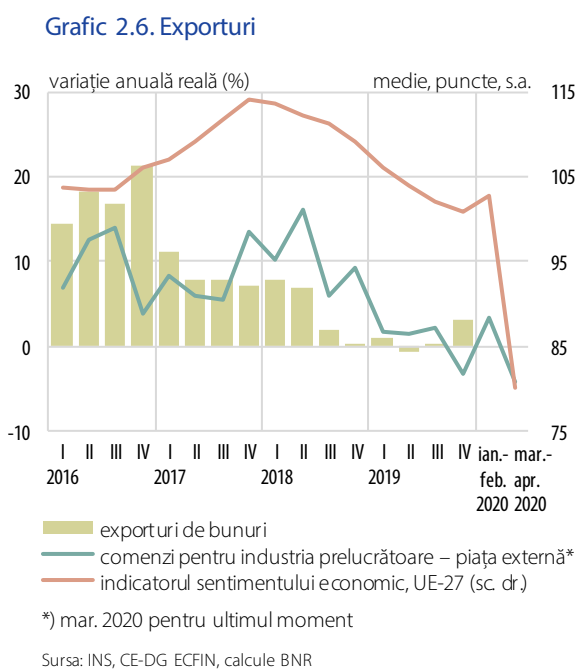
<sup>17</sup> Contribuții similare, dar de mai mică amploare, au provenit și din partea majorării veniturilor din impozitul pe profit, TVA și contribuții de asigurări sociale – ale căror creșteri anuale reale au încetinit însă vizibil – precum și din taxa pe utilizarea bunurilor, autorizarea utilizării bunurilor sau pe desfășurarea activității.

cadrul actualului exercițiu de finanțare) și construcțiile (în contextul redresării acestei activități). Totodată, preocupări mai ferme pentru crearea sau extinderea unor capacități de producție moderne în plan tehnologic și logistic s-au observat și în anumite ramuri industriale, cum ar fi producția materialelor de construcții, producția de componente auto și echipamente electrice, industria alimentară. Cu toate acestea, revigorarea sectorului industrial în ansamblu nu s-a produs nici în trimestrul IV, iar încrederea operatorilor (erodată în principal de trenarea cererii externe) și-a prelungit traiectoria descendentă și în primele două luni ale anului 2020. Tonurile cenușii ale acestui peisaj s-au intensificat ulterior, pe fondul extinderii pandemiei COVID-19, ajustarea cererii și sincopile produse în lanțurile de aprovizionare-producție-desfacere (inclusiv pe filieră externă) limitând activitatea în multiple domenii și alimentând starea de incertitudine, cu efect inhibitor asupra apetitului pentru investiții.

În ultimul trimestru al anului 2019, contribuția negativă a cererii externe nete la dinamica PIB real s-a atenuat până la -0,6 puncte procentuale. Un aport a revenit în acest sens intensificării de ritm a exporturilor de bunuri (până la 3,1 la sută), rezultat atribuit însă, în bună măsură, unor influențe conjuncturale, sectorul industrial românesc continuând să fie afectat de parcursul neconvingător al activității economice din zona euro, pe fondul prelungirii incertitudinilor și tensiunilor pe plan internațional. Astfel, dinamizarea livrărilor externe s-a datorat în principal exporturilor de materii prime agricole (porumb, floarea-soarelui) și revigorării din luna decembrie a vânzărilor de autovehicule<sup>18</sup>. Această din urmă evoluție a fost posibil asociată devansării achizițiilor în UE-28, datorită adoptării în anumite țări, la 1 ianuarie 2020, a unor modificări legislative în domeniul primelor de asigurare pentru emisiile de dioxid de carbon. Redresarea livrărilor de autovehicule a compensat, doar la nivelul lunii

decembrie, restrângerea prelungită a exporturilor de componente (atât pe piețele europene, în principal pe seama declinului sectorului auto german, cât și pe relația extra-UE, mai ales cu Algeria și Rusia). Astfel, creșterea din decembrie a volumului cifrei de afaceri pentru piața externă aferente industriei auto locale s-a inversat puternic o lună mai târziu.

Îmbunătățirea graduală a sentimentului economic la nivelul UE în intervalul noiembrie 2019 – februarie 2020 (inclusiv ca urmare a ameliorării relațiilor comerciale dintre SUA și China), reflectată și într-o anumită revigorare a volumului comenzilor externe pentru industria locală, oferea la început de an indicii pentru un parcurs relativ favorabil al exporturilor românești<sup>19</sup> (Grafic 2.6). Perspectiva s-a schimbat însă dramatic în primăvara anului curent, în contextul deciziei de închidere temporară a unor capacități de producție cu pondere importantă în exporturile de

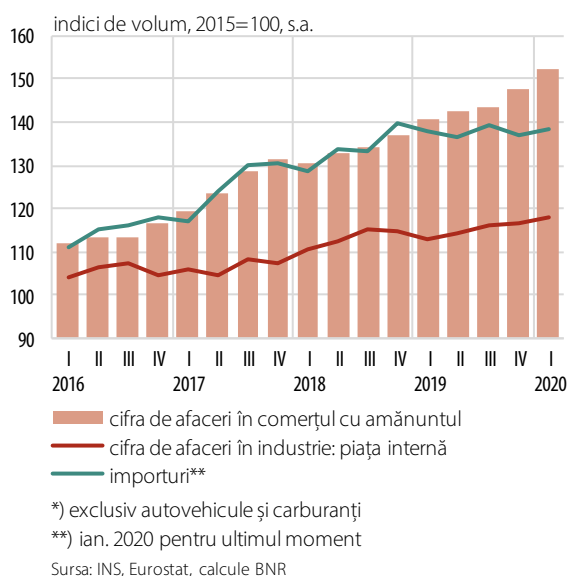


<sup>18</sup> Exporturi în creștere au înregistrat și produsele petroliere, produsele farmaceutice, mijloacele de transport naval etc.

<sup>19</sup> Datele balanței comerciale pentru ianuarie-februarie confirmau aceste așteptări, exporturile de bunuri avansând cu 3,5 la sută, ritm superior celui din trimestrul IV 2019 (variații nominale anuale).

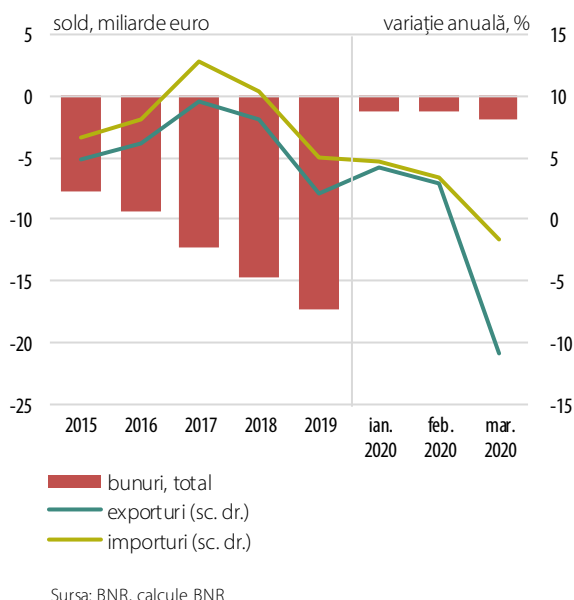
produse finite (autovehicule, electrocasnice) și cu activitate puternic integrată în lanțurile internaționale de producție. De altfel, această din urmă categorie de firme aparține ramurilor industriale care resimt cel mai intens incertitudinea privind evoluția viitoare a activității, așa cum evidențiază un sondaj realizat de INS pentru

**Grafic 2.7. Bunuri de consum: producție internă vs import\***



lunile martie și aprilie la nivelul sectoarelor economice<sup>20</sup> (sunt menționate în acest context industria auto, fabricarea altor mijloace de transport, industria echipamentelor electrice, industria metalurgică și cea a construcțiilor metalice). Acestea se confruntă fie cu ajustări ale cererii externe (ca urmare a restrângerii/întreruperii activității unor parteneri europeni importanți), fie cu probleme de aprovizionare cu materii prime din import, în condițiile restricționării activității de transport al mărfurilor. Perturbările pe acest din urmă segment se vor repercuta asupra surplusului contului de servicii al balanței de plăți, influența putând fi totuși estompată de impulsivitatea cererii externe de servicii IT&C (inclusiv datorită extinderii sistemului de telemuncă), dar și de scăderea activității de turism și transport internațional (în scop de afaceri și personal), care va conduce la îmbunătățirea poziției deficitare deținute de cele două categorii în contul serviciilor.

**Grafic 2.8. Balanța comercială**



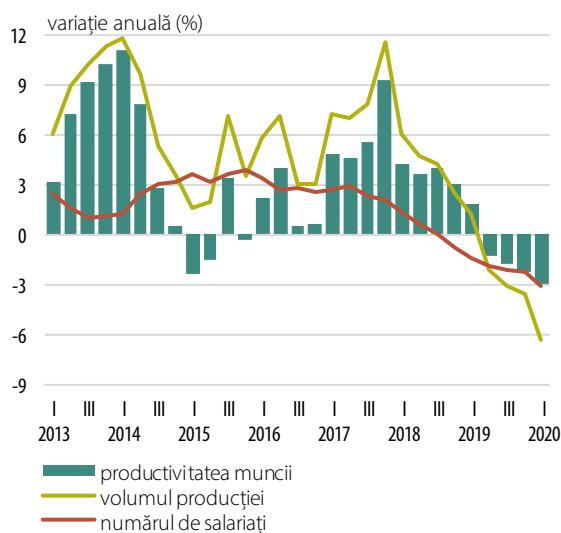
Similar trimestrelor anterioare, nivelul înalt al absorbției interne a alimentat și în perioada octombrie-decembrie o dinamică alertă a importurilor de bunuri și servicii (7,3 la sută în termeni anuali), astfel încât balanța comercială a continuat să se deterioreze și în anul 2019, având drept principal canal de erodare importurile nete de bunuri de consum (Grafic 2.7 și 2.8). Primele două luni ale anului 2020 s-au înscris în aceleași coordonate, dar contracția anticipată pentru perioada ulterioară la nivelul absorbției interne și al cererii externe va antrena inversarea traiectoriei importurilor (cu posibile excepții, cum ar fi achizițiile de produse farmaceutice și echipamente medicale). Totuși, cel puțin la nivelul lunii martie, amplitudinea ajustării importurilor a fost inferioară celei aferente exporturilor, fapt de natură să accentueze tensiunea asupra balanței comerciale.

<sup>20</sup> INS – „Evaluarea impactului COVID-19 asupra mediului economic în lunile martie și aprilie 2020”, comunicat de presă din 15 aprilie 2020.

### Productivitatea muncii

Productivitatea muncii pe ansamblul economiei a traversat o ușoară încetinire în ultimul trimestru al anului 2019, până la o dinamică anuală de 3,4 la sută. Cele mai multe ramuri ale economiei au suferit decelerări ale ritmurilor anuale de creștere ale indicatorului, singura excepție notabilă reprezentând-o activitatea agricolă. Merită subliniat faptul că acest segment afișează de aproximativ doi ani dinamici robuste ale productivității muncii, superioare în general mediei pe economie, intensificarea programelor de creditare sectorială către acest domeniu, dar și buna absorbție a fondurilor europene dedicate susținând activitatea investițională a operatorilor din agricultură.

Grafic 2.9. Productivitatea muncii în industria prelucrătoare



Sursa: INS

La nivelul segmentului industrial, corecția a continuat pentru al patrulea trimestru consecutiv, tendința, vizibilă în toate cele trei ramuri componente, fiind localizată la nivelul adâncirii în teritoriul negativ a dinamicii volumului producției (Grafic 2.9). Comenzile externe primite de industria locală s-au contractat în termeni anuali pentru prima dată în ultimii cinci ani, în condițiile în care industria auto continua să fie afectată de circa un an de tensiunile economice SUA-China, dar și de transformările specifice sectorului (standarde mai stricte privind emisiile poluante sau nevoia de adaptare a proceselor de producție la realitățile electromobilității). Totuși, ultima lună a anului 2019 și debutul celui curent au adus câteva semnale pozitive în domeniul investițiilor productive în unele subsectoare prelucrătoare (materiale de construcții, industria alimentară, cea a echipamentelor electrice sau industria mobilei), remarcându-se un interes sporit pentru investițiile

în automatizări și eficientizări ale proceselor de producție. În industria auto locală, începutul anului a oferit semnale mixte, fabrica Ford dublându-și în esență producția în intervalul ianuarie-februarie comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, compensând în totalitate declinul producției la uzina din Mioveni.

Instalarea unei recesiuni profunde la sfârșitul trimestrului I va conduce la o adâncire în teritoriul negativ a dinamicii productivității muncii în industrie, contracția activității economice nefiind însoțită, de regulă, de o ajustare atât de rapidă a schemelor de personal. Mai mult, date fiind facilitățile acordate companiilor afectate de pandemia COVID-19 pentru a încuraja păstrarea relațiilor de muncă, este de așteptat ca dinamica productivității muncii să se reducă puternic, accentuând caracterul prociclic al acesteia observat, de altfel, și în recesiunea anterioară<sup>21</sup>.

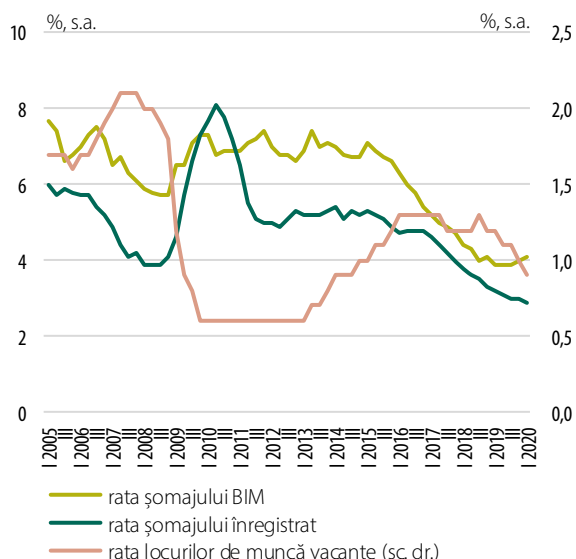
<sup>21</sup> A se vedea Caseta „Productivitatea muncii și ciclul economic în România”, publicată în ediția din mai 2018 a *Raportului asupra inflației*.

### Evoluții pe piața muncii<sup>22</sup>

În perioada octombrie 2019 – februarie 2020, coordonatele pieței muncii s-au păstrat relativ neschimbate – dinamică alertă a câștigurilor salariale, ofertă redusă de forță de muncă, avans modest al efectivului salariaților din economie. Începând cu luna martie însă, peisajul s-a modificat radical, măsurile luate pentru încetinirea răspândirii

COVID-19 afectând atât traiectoria veniturilor, cât și pe cea a numărului de angajați.

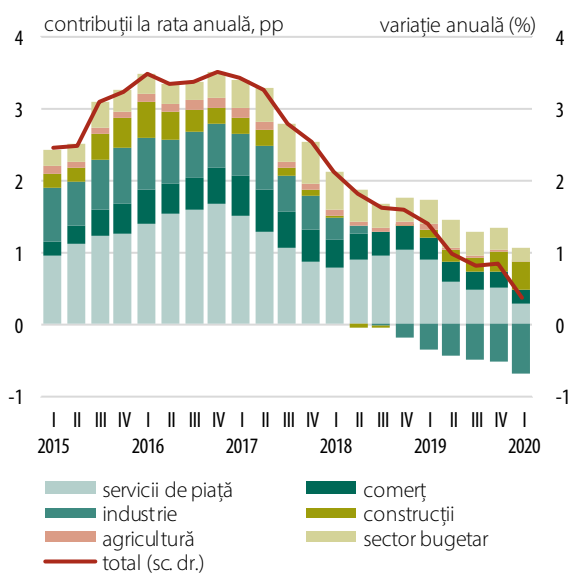
Grafic 2.10. Șomajul și locurile de muncă vacante



Sursa: ANOFM, Eurostat, calcule BNR

Oferta disponibilă de forță de muncă și-a menținut tendința de comprimare în perioada octombrie 2019 – februarie 2020, atât rata șomajului BIM, cât și cea ANOFM situându-se la sfârșitul intervalului la cele mai reduse valori ale ultimilor 15 ani (3,9 la sută, respectiv 2,8 la sută, date ajustate sezonier). Totodată, rata locurilor de muncă vacante a urmat traiectoria gradual descendentă pe care s-a înscris de la jumătatea anului 2018, evoluția datorându-se preponderent scăderii numărului de posturi disponibile în administrația publică și în industrie. Pe acest fond, conturarea tendinței de diminuare a gradului de tensionare a condițiilor pe piața muncii a devenit tot mai evidentă la începutul anului 2020 (Grafic 2.10).

Grafic 2.11. Efectivul salariaților din economie



Sursa: INS, calcule BNR

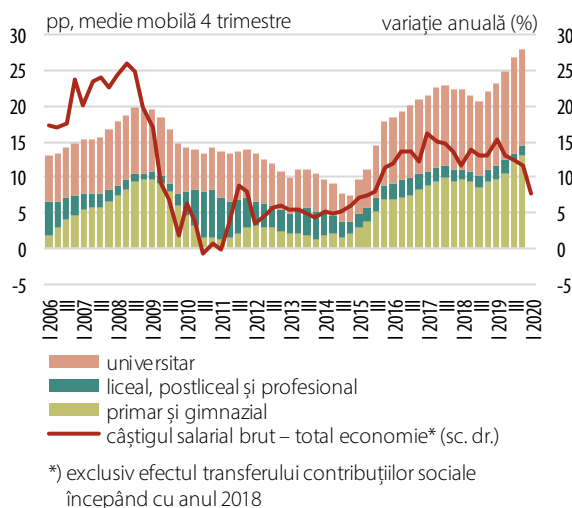
În intervalul octombrie 2019 – februarie 2020, efectivul salariaților din economie și-a menținut avansul modest (0,7 la sută), caracteristicile procesului de recrutare rămânând similare perioadei anterioare (Grafic 2.11). Astfel, și de această dată se observă, pe de o parte, continuarea recrutărilor în construcții, pe fondul facilităților fiscale acordate la începutul anului 2019, iar pe de altă parte, o contracție a numărului de angajați în industrie, vizibilă în special în ramurile auto și conexe (rezultantă a cererii în scădere și a operațiunilor de digitalizare).

Câștigul salarial mediu brut și-a menținut în perioada octombrie 2019 – februarie 2020 ritmul robust de creștere (10,2 la sută în termeni anuali) în condițiile dificultăților de recrutare reclamate de companii, indicatorul de necorelare a pregătirii candidaților ajungând în trimestrul IV la cel mai ridicat nivel al seriei istorice (Grafic 2.12). O contribuție suplimentară

a venit măsurilor guvernamentale adoptate de la 1 ianuarie 2020: un nou salt al salariului minim brut pe economie (7,2 la sută, până la 2 230 de lei), respectiv majorările prevăzute de legea salarizării unitare în sectorul bugetar (învățământ).

<sup>22</sup> Analiză pe baza datelor ajustate sezonier, având ca surse principale INS, Eurostat și ANOFM.

Grafic 2.12. Indicatorul de necorelare a calificărilor pe piața muncii<sup>23</sup> și câștigul salarial nominal brut



Sursa: Eurostat, calcule BNR

Atenuarea față de trimestrul III (2,2 puncte procentuale) a avut la bază, în bună măsură, ieșirea din calculul ratei anuale a creșterilor salariale acordate în construcții în ianuarie 2019 (până la 3 000 de lei).

Începând cu a doua jumătate a lunii martie însă, restricțiile introduse în scopul aplatizării curbei epidemice au marcat puternic coordonatele pieței muncii, generând șomaj în creștere (șomajul BIM a urcat până la 4,6 la sută în luna martie<sup>24</sup>), intrarea în teritoriul negativ a ratei anuale de creștere a numărului de salariați din economie pentru prima dată în ultimii opt ani, restrângerea oportunităților de angajare, temperare puternică a ritmului de creștere a salariilor (-3,6 puncte procentuale față de media ultimilor cinci luni, până la 6,65 la sută).

Cu toate că, dată fiind natura specială a șocului cu care se confruntă economia, autoritățile au recomandat și susținut apelul la șomaj tehnic, la mijlocul lunii mai deja încetaseră peste 360 000 de contracte de muncă, conform Ministerului Muncii și Justiției Sociale. Valoarea nu se transpune însă 1:1 în număr de persoane disponibilizate, diferența dintre numărul contractelor active și numărul de salariați din economie sugerând un procent important de persoane cu contracte multiple, probabil cu normă redusă. Este totuși previzibil un salt de cel puțin 3 puncte procentuale al ratelor șomajului în trimestrul II 2020. Referitor la șomajul tehnic, cele mai recente date publicate de Ministerul Muncii și Justiției Sociale arată că peste 1 milion de angajați din economie au fost afectați până la data de 15 mai, sarcina remunerării acestora fiind preluată de către stat de la instaurarea stării de urgență până la 1 iunie, cu posibilitate de prelungire în domeniile în care se vor menține restricțiile<sup>25</sup>. Aceștia își păstrează astfel relațiile de muncă, dar salariul le este ajustat descendent, până la 75 la sută din salariul de bază, care nu poate depăși însă 75 la sută din media pe economie. Oportunitățile de angajare se vor diminua, prin urmare, dramatic, cel puțin în următoarele 3 luni, în majoritatea sectoarelor, după cum relevă rezultatele Sondajului de opinie DG ECIFN aferent lunii aprilie. Sunt însă și excepții, precum: industria alimentară, comerțul cu bunuri de strictă necesitate, transportul de mărfuri sau segmentul IT&C, companiile de profil anunțându-și deja

<sup>23</sup> Calculat ca sumă a modulelor diferențelor înregistrate pe fiecare nivel de instruire între oferta de forță de muncă (aproximată prin ponderea șomerilor cu un anumit nivel de instruire în total) și cererea de forță de muncă (aproximată prin ponderea persoanelor ocupate cu același nivel de instruire în total).

<sup>24</sup> Rata șomajului înregistrat, care s-a menținut însă la 2,8 la sută în luna martie. Evoluția diferită se datorează probabil unei cauze de natură metodologică: rata ANOFM se calculează pe baza cererilor depuse de persoanele care se înscriu la agențiile pentru ocuparea forței de muncă pentru a obține indemnizația de șomaj (eveniment care probabil se produce cu o anumită întârziere), în timp ce rata BIM este calculată pe baza unui sondaj trimestrial realizat de INS.

<sup>25</sup> Începând cu data de 18 mai, starea de urgență a fost înlocuită de starea de alertă pentru o perioadă de 30 de zile, urmând a fi ridicate restricțiile în mai multe segmente de activitate, cu respectarea măsurilor de igienă și dezinfecție. Rămân totuși suspendate unele activități, precum cele de comercializare a produselor și serviciilor în centrele comerciale de peste 15 000 de metri pătrați în care își desfășoară activitatea mai mulți operatori economici, consumul produselor alimentare și al băuturilor în spațiile comune de servire a mesei din restaurante, hoteluri, moteluri, pensiuni, cafele sau alte localuri publice, atât în interiorul, cât și la terasele din exteriorul acestora.

intenția de a face angajări în această perioadă. Recurgerea la șomaj tehnic se va regăsi și în temperarea semnificativă a dinamicii salariilor în trimestrul II 2020, în sens contrar acționând posibile creșteri de salarii în sectoarele amintite mai sus, la care se adaugă majorările anunțate pentru personalul din sistemul medical.

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

Extinderea rapidă a pandemiei COVID-19 la începutul anului 2020 a anulat perspectiva prudent optimistă asupra evoluției economiei globale din acest an indusă de aplanarea conflictului sino-american, efectele negative regăsindu-se deja în evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime, mai ales în cazul produselor energetice și al metalelor. Astfel, este de așteptat ca influența dezinflaționistă a prețurilor externe asupra celor interne, resimțită deja în 2019, să se amplifice în anul curent.

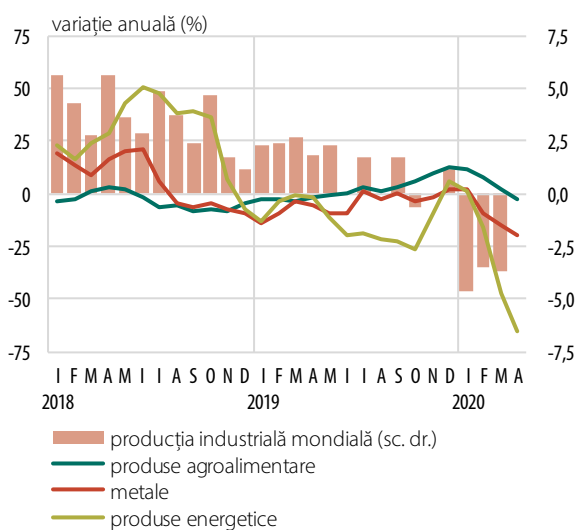
### 2.1. Prețurile de import

Tendința de încetinire a creșterii economice globale observată pe parcursul anului 2019 s-a menținut și în ultimul trimestru. Încheierea unui acord comercial între SUA și China și rezultatele scrutinului electoral din Marea Britanie, de la finele anului, au contribuit însă la reducerea incertitudinii, alimentând astfel anticipațiile piețelor cu privire la o redresare a cererii mondiale în anul 2020, ceea ce a condus la revigorarea cotațiilor materiilor prime internaționale. Ulterior, optimismul a fost înlocuit rapid de panică, odată cu transformarea COVID-19 în pandemie, piețele consemnând corecții de anvergură istorică. Evoluțiile reflectă, în esență, reorientarea rapidă a investitorilor spre active de siguranță sau lichide (dimensiunea scăderii sugerând că aceștia se așteaptă la o recesiune adâncă), dar și o cerere în cădere liberă, în contextul în care numeroase companii<sup>26</sup> și-au întrerupt activitatea în perioada martie-aprilie 2020, pe fondul măsurilor de restricționare a mobilității populației implementate în tot mai multe țări (majoritatea instituțiilor internaționale iau în calcul, în scenariul de bază, că această situație va dura până la jumătatea anului).

Astfel, ritmul anual de creștere a cotațiilor produselor energetice a părăsit teritoriul negativ temporar la începutul anului, urmând ca cele mai recente desfășurări de evenimente pe plan internațional să aducă o contracție de -56 la sută în intervalul martie-aprilie. Evoluția a avut la bază în principal volatilitatea traiectoriei prețului petrolului, care a avansat cu o rată anuală de aproximativ 7 la sută în ianuarie, pentru ca apoi să înregistreze o corecție de circa -60 la sută în perioada martie-aprilie. Ajustarea amplă a avut la bază îngrijorările cu privire la evoluția activității economice la nivel mondial, pe măsura extinderii pandemiei COVID-19, dar a fost amplificată de

<sup>26</sup> Unda de șoc s-a propagat destul de rapid asupra tuturor sectoarele economice, însă cele mai afectate probabil vor fi: serviciile recreative, inclusiv turismul și HoReCa, transportul (aerian), industria, în special segmentele automotive și energetice, comerțul nealimentar.

Grafic 2.13. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, calcule BNR

neînțelegerile din cadrul OPEC+<sup>27</sup> privind limitarea producției în anul în curs, cotațiile prăbușindu-se succesiv până la minime ale ultimilor 18 ani (în jurul valorii de 20 dolari SUA/baril în intervalul martie-aprilie). Evoluția negativă a producției industriale globale în primele trei luni ale anului, care cel mai probabil se va prelungi și în lunile următoare, a avut ecou și în cazul cotațiilor metalelor, variația anuală a indicelui agregat (inclusiv minereul de fier) adâncindu-se în teritoriul negativ în luna aprilie, până la -20 la sută. După un avans anual destul de alert pe parcursul trimestrului IV 2019 al indicelui materiilor prime alimentare calculat de FAO, primele luni ale anului 2020 au marcat de asemenea o încetinire; cererea mondială în scădere, cauzată de măsurile adoptate de autorități din numeroase țări în scopul combaterii răspândirii noului tip de coronavirus a împins rata anuală în teritoriul

negativ în luna aprilie (Grafic 2.13).

Astfel, în trimestrul IV 2019, prețurile externe au avut o influență dezinflaționistă asupra celor interne, indicele valorii unitare a importurilor<sup>28</sup> diminuându-se gradual, până la 98,5 la sută. Acest efect a fost parțial contrabalansat de o ușoară depreciere a leului față de euro, în raport cu dolarul SUA evoluția fiind relativ stabilă. Contribuții importante la evoluția IVU la nivel agregat au avut bunurile intermediare precum produsele minerale, chimice și metalele comune, în asociere cu mișcarea cotațiilor internaționale ale materiilor prime, care este de așteptat să-și păstreze impactul dezinflaționist și în decursul anului 2020, date fiind efectele pandemiei COVID-19 asupra activității economice la nivel global.

În ceea ce privește bunurile relevante pentru coșul de consum, s-au observat creșteri ale IVU la majoritatea produselor. Determinante pentru sortimentele agroalimentare au fost produsele din carne (date fiind problemele din sectorul cărnii de porc) și fructele (ale căror prețuri sunt, de regulă, volatile, fiind puternic influențate de condițiile climaterice), care au atins valori ale IVU de 129,5 la sută, respectiv de 116 la sută. Pe segmentul nealimentar, majorări ale IVU s-au înregistrat cu precădere la nivelul produselor semidurabile (îmbrăcăminte și încălțăminte).

## 2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

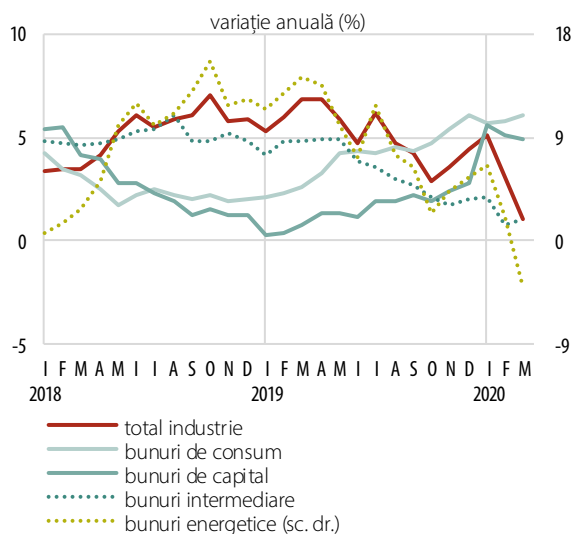
Prețurile producției industriale pentru piața internă și-au temperat dinamica anuală în trimestrul I 2020, până la 3 la sută (cu 0,6 puncte procentuale sub media trimestrului IV 2019; Grafic 2.14). Determinantă în acest sens a fost traiectoria descendentă a cotațiilor

<sup>27</sup> Spre finele lunii aprilie, membri OPEC+ au convenit în cele din urmă să reducă producția de petrol începând cu 1 mai cu aproape 10 milioane de barili pe zi, însă piețele au perceput această cantitate ca fiind insuficientă pentru a restabili echilibrul între cerere și ofertă, astfel că prețul a rămas la niveluri reduse.

<sup>28</sup> Exprimat în euro.



Grafic 2.14. Prețurile producției industriale pentru piața internă



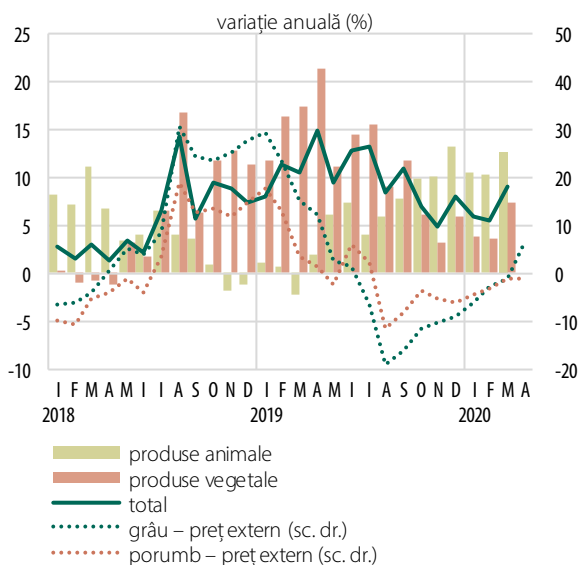
Sursa: INS, Eurostat

internaționale ale materiilor prime, în special a petrolului, dar și cea a cotațiilor energiei electrice pe piața internă angro, într-un context global caracterizat de cerere scăzută pentru astfel de produse, evoluțiile regăsindu-se astfel și la nivelul prețurilor interne de producție ale bunurilor energetice și intermediare.

În schimb, prețurile de producție ale bunurilor de capital și ale celor de consum au consemnat creșteri. În primul caz, saltul de dinamică (+2,9 puncte procentuale, până la 5,2 la sută) a avut o natură tranzitorie, fiind localizat la nivelul unei singure industrii (creștere lunară de circa 30 la sută a prețurilor în industria de reparare, întreținere și instalare a mașinilor și echipamentelor în luna ianuarie); excluzând această evoluție, variația anuală a prețurilor bunurilor de capital s-a plasat în jurul valorilor observate în ultimele două trimestre ale

anului 2019, în absența unor presiuni notabile din partea cursului de schimb RON/EUR sau a cotațiilor materiilor prime. Majorările de preț înregistrate de bunurile de consum au fost imprimate de produsele alimentare, în special de cele din carne de porc, date fiind problemele de ofertă cu care se confruntă piața de profil la nivel internațional; în perioada următoare însă, este de așteptat să se producă o anumită detensionare în această zonă, dată fiind temperarea cererii, ocazionată de măsurile adoptate de autorități (mobilitate redusă a populației, suspendarea activității industriei HoReCa).

Grafic 2.15. Prețurile producției agricole



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

Pe ansamblul intervalului ianuarie-martie 2020, rata anuală de creștere a prețurilor producției agricole a rămas la un nivel similar celui consemnat în perioada precedentă (6,9 la sută; Grafic 2.15). Variația prețurilor de pe segmentul vegetal s-a plasat în jurul valorii de 5 la sută, observată și în urmă cu un trimestru, sub influența unor presiuni încă reduse din partea cerealelor, în contextul în care, pe plan global, piața a fost caracterizată de un surplus de ofertă. Odată cu izbucnirea pandemiei COVID-19 au apărut însă și provocările de ordin logistic, legate de aprovizionarea cu materii prime necesare culturilor (semințe, fertilizatori, produse de protecție). Dinamica prețurilor produselor de origine animală a rămas alertă (aproximativ 11 la sută, similar intervalului precedent), dominantă fiind evoluția prețului cărnii de porc, care s-a majorat cu peste 50 la sută în termeni anuali.

### Costurile unitare cu forța de muncă

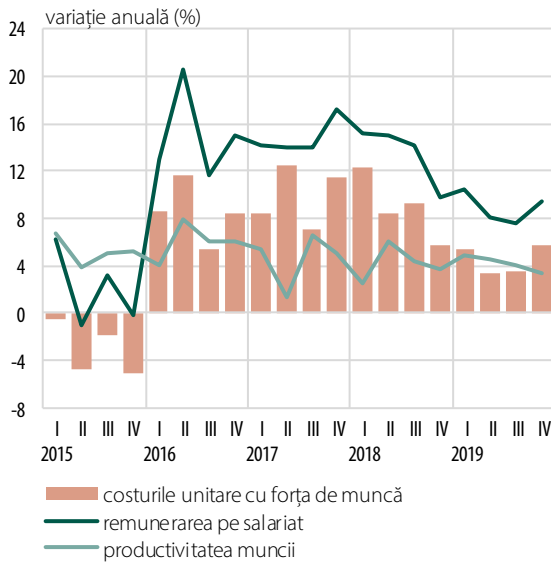
Rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei a accelerat în trimestrul IV 2019 până la 5,8 la sută (+2,3 puncte procentuale comparativ

cu intervalul precedent), atât ca urmare a intensificării dinamicii remunerării salariale, cât și ca rezultat al înregistrării unor rate de creștere al productivității în decelerare (Grafic 2.16).

În perioada octombrie 2019 – februarie 2020, factorul determinant pentru păstrarea unui nivel pronunțat pozitiv al dinamicii costurilor salariale unitare în industria manufacturieră era reprezentat de cadrul comercial internațional tensionat, cu repercusiuni asupra evoluției productivității muncii, în timp ce industria energetică și cea extractivă continuau să resimtă efectele măsurilor de restrângere a segmentelor poluante (costuri suplimentare asociate certificatelor pentru emisiile de carbon). Luna martie a marcat un salt al ritmului deja alert al costurilor salariale unitare, în contextul unor contracții aproape generalizate ale productivității muncii în plan sectorial (o excepție notabilă a fost industria

alimentară, care a beneficiat de o cerere crescută în această perioadă), scăderile de producție nefiind însoțite de ajustări de o magnitudine similară a factorului muncă.

Grafic 2.16. Costurile unitare cu forța de muncă



Sursa: INS, calcule BNR

# 3. Politica monetară și evoluții financiare

## 1. Politica monetară

În luna februarie 2020, BNR a prelungit statu-quo-ul ratei dobânzii de politică monetară și al ratelor dobânzilor la facilitățile permanente, precum și pe cel al ratei RMO pentru pasivele în lei ale instituțiilor de credit, în condițiile păstrării controlului strict asupra lichidității de pe piața monetară, dar a redus rata RMO aplicabilă pasivelor în valută la 6 la sută, de la 8 la sută<sup>29</sup>. În luna următoare, în contextul unei ședințe de urgență, Consiliul de administrație al BNR a adoptat un pachet de măsuri menit să atenueze impactul economic al pandemiei de coronavirus, dar și să consolideze lichiditatea din sistemul bancar, în vederea funcționării fluente a pieței monetare și a altor segmente ale pieței financiare, precum și a finanțării în bune condiții a economiei reale și a sectorului bugetar. Acesta a inclus reducerea ratei dobânzii de politică monetară cu 0,50 puncte procentuale, până la 2,00 la sută, și îngustarea coridorului ratelor dobânzilor la facilitățile permanente la  $\pm 0,5$  puncte procentuale, de la  $\pm 1$  punct procentual, implicând menținerea neschimbată a ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit, la 1,50 la sută, și scăderea cu 1 punct procentual a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare, la 2,50 la sută. Totodată, s-a decis efectuarea de operațiuni *repo* în vederea furnizării de lichiditate instituțiilor de credit, precum și cumpărarea de titluri de stat în lei de pe piața secundară. Prin aceste decizii s-a urmărit susținerea redresării rapide a economiei ulterior contracției provocate de pandemia de coronavirus, în vederea asigurării stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei de inflație de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, în condiții de protejare a stabilității financiare.

În ședința din luna februarie, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,50 la sută, în condițiile în care rata anuală a inflației a continuat să crească în decembrie 2019<sup>30</sup>, urcând deasupra intervalului țintei ceva mai mult decât s-a anticipat, iar, conform noii prognoze macroeconomice pe termen mediu, aceasta era așteptată să se reducă semnificativ în primele luni din 2020, dar să se reînscrie în semestrul II pe o traiectorie lent crescătoare, ce rămânea în jumătatea superioară a intervalului țintei până la finele orizontului proiecției, ajungând la 3,0 la sută în decembrie 2020 și la 3,2 la sută la finele anului 2021. În același timp, probabila corecție descendentă a inflației din prima parte a anului

<sup>29</sup> Începând cu perioada de aplicare 24 februarie – 23 martie 2020.

<sup>30</sup> La 4,0 la sută, de la 3,8 la sută în noiembrie și 3,5 la sută în septembrie.

curent era atribuibilă integral acțiunii factorilor pe partea ofertei<sup>31</sup>, în timp ce din partea factorilor fundamentali se anticipau presiuni inflaționiste ceva mai mari decât cele așteptate anterior<sup>32</sup> și cvasiconstante pe întregul orizont de prognoză, date fiind previziunile privind poziția ciclică a economiei, costurile salariale – asociate situației încordate a pieței muncii –, precum și dinamica prețurilor importurilor, reflectând inclusiv evoluția așteptată a cursului de schimb al leului<sup>33</sup>.

Astfel, creșterea economică se anticipa a rămâne solidă în intervalul 2020-2021, doar în ușoară decelerare față de 2019 – în condițiile prelungirii efectelor stimulative ale politicii fiscale și ale condițiilor monetare –, perspectivă ce făcea probabilă o plafonare inițială a excedentului de cerere agregată la valori superioare celor prognozate anterior, urmată de înscrierea lui pe o traiectorie lent descrescătoare. Totodată, similar evaluării anterioare, consumul gospodăriilor populației era așteptat să redevină în 2020 și să își consolideze apoi poziția de principal determinant al avansului economic, pe fondul dinamicii alerte a venitului disponibil real<sup>34</sup> și al evoluției ratelor reale ale dobânzilor, în timp ce din partea exportului net se anticipa în continuare o contribuție negativă, implicând o probabilă prelungire a deteriorării, inclusiv în termeni relativi, a soldului contului curent.

Incertitudinile și riscurile la adresa noilor previziuni se relevau a fi însă deosebit de mari. Sursa lor majoră o constituia conduita politicii fiscale și a celei de venituri, dată fiind creșterea mult peste 3 la sută a deficitului bugetar în 2019, cu posibile implicații expansioniste și în 2020 – în special în contextul calendarului electoral și al prevederilor noii legi a pensiilor –, dar și cu potențialul de a declanșa în acest an, inclusiv din perspectiva cadrului de guvernanță fiscală al UE, o corecție fiscală, implicând măsuri corective suplimentare celor deja încorporate în programul bugetar. Incertitudini ridicate continuau să provină și din mediul extern, în contextul dinamicii scăzute a economiei zonei euro și a celei globale, precum și al riscurilor sporite la adresa perspectivei acestora induse de epidemia de coronavirus.

Date fiind evoluția creditului în valută și nivelul adecvat al rezervelor valutare, Consiliul de administrație al BNR a decis însă reducerea cu 2 puncte procentuale a ratei rezervei minime obligatorii aplicabile pasivelor în valută ale instituțiilor de credit, la 6 la sută, măsura<sup>35</sup> vizând 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.

<sup>31</sup> Având ca principali determinanți efectele de bază asociate evoluțiilor precedente ale componentelor exogene ale IPC, precum și introducerii taxei în sectorul telecomunicații. Acestea li se suprapuneau influențele dezinflaționiste decurgând din eliminarea în luna ianuarie a supraaccizei la carburanți, precum și din evoluțiile relativ mai temperate anticipate în cazul prețurilor volatile ale alimentelor, compensate doar parțial ca impact de descreșterea probabil mai lentă a dinamicii prețurilor produselor din tutun, în condițiile devansării cu un trimestru a majorării accizei specifice.

<sup>32</sup> La nivelul inflației de bază, erau anticipate a se resimți temporar și efecte inflaționiste mai pregnante decurgând din șocuri pe partea ofertei localizate în sectorul agroalimentar, de natură să contrabalanseze parțial efectul de bază dezinflaționist asociat introducerii taxei din telecomunicații, ce era așteptat a se manifesta mai intens în trimestrul II 2020.

<sup>33</sup> În acest context, rata anuală a inflației CORE2 ajustat era anticipată să coboare doar ușor sub limita de sus a intervalului țintei în semestrul I 2020, pentru ca apoi să își reia creșterea și să urce în decembrie 2020 la 3,4 la sută, deasupra previziunilor anterioare, iar ulterior să rămână practic stabilă la acest nivel, similar celui prognozat anterior pentru finele orizontului proiecției.

<sup>34</sup> Susținută de scăderea ratei inflației și de majorarea transferurilor sociale.

<sup>35</sup> Intrată în vigoare începând cu perioada de aplicare 24 februarie – 23 martie 2020.

Datele statistice și evaluările ulterioare au arătat că rata anuală a inflației a scăzut alert în primele două luni ale anului curent și a revenit astfel în jumătatea superioară a intervalului țintei, coborând în ianuarie la 3,6 la sută, iar în februarie la 3,05 la sută, în linie cu previziunile, în principal pe seama evoluțiilor de pe segmentele combustibili și LFO și, în mai mică măsură, a celor asociate prețurilor produselor din tutun și prețurilor administrate<sup>36</sup>. O contribuție minoră, și sub așteptări, a venit și din partea inflației de bază, în condițiile în care rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a prelungit ascensiunea în ianuarie, contrar previziunilor – urcând la 3,74 la sută, de la 3,66 la sută în decembrie 2019 – și a scăzut în februarie la 3,60 la sută, inclusiv pe fondul unor efecte de bază dezinflaționiste, continuând, prin urmare, să indice presiuni inflaționiste semnificative pe partea cererii și a costurilor salariale.

În același timp, creșterea economică s-a reaccelerat mult peste așteptări în trimestrul IV 2019<sup>37</sup>, inclusiv în termeni trimestriali, făcând probabilă o mărire mai pronunțată a excedentului de cerere agregată decât cea anticipată. Totodată, contrar previziunilor, consumul gospodăriilor populației a redevenit în acest interval principalul motor al expansiunii economice, urmat la ceva distanță ca aport de formarea brută de capital fix și apoi de consumul administrației publice – în condițiile majorării considerabile a deficitului bugetar la finalul anului –, în timp ce exportul net și-a diminuat vizibil aportul negativ, pe fondul încetinirii mai pregnante a creșterii importurilor, în raport cu cea a exporturilor de bunuri și servicii, regăsită și în temperarea consistentă a creșterii anuale a soldului negativ al balanței comerciale. Deficitul de cont curent și-a atenuat însă doar foarte ușor dinamica anuală, iar gradul de acoperire a acestuia cu investiții străine directe și transferuri de capital și-a prelungit tendința descendentă. În același timp, cele mai recente date cu frecvență lunară, aferente lunii ianuarie 2020, continuau să sugereze o creștere robustă a economiei în primul trimestru al anului curent, susținută atât de consumul privat, cât și de investiții.

Tabloul economic global a început însă să se degradeze accelerat la mijlocul trimestrului I, iar incertitudinile asociate au sporit substanțial, în condițiile creșterii rapide a impactului advers exercitat de pandemia de coronavirus asupra producției și a lanțurilor globale de aprovizionare, dar și asupra cererii, împreună cu măsurile aplicate în numeroase țări în scopul limitării extinderii acesteia, de natură să facă probabilă intrarea în recesiune a economiei zonei euro și a celei globale în perspectivă apropiată. Acestea au antrenat o deteriorare bruscă a sentimentului pe piața financiară internațională și creșterea la cote extreme a volatilității. În contextul unui *sell-off* generalizat, inclusiv piețele de obligațiuni din economiile avansate au fost afectate episodic de tensiuni crescute și de scăderea lichidității, în timp ce piețele financiare din economiile emergente au suferit ieșiri substanțiale de capital. Totodată, cotațiile internaționale ale petrolului și prețurile altor materii prime au consemnat scăderi ample.

În aceste condiții, guverne din numeroase țări, precum și instituții și organisme europene și internaționale au inițiat/anunțat măsuri și programe de natură

<sup>36</sup> Scăderile de dinamică a componentelor exogene ale IPC s-au datorat prioritar unor efecte de bază și influențelor eliminării supraaccize la carburanți și ale declinului neanticipat al cotației petrolului.

<sup>37</sup> La 4,3 la sută, în termeni anuali, de la 3,0 la sută în trimestrul III.

fiscal-bugetară cu caracter extraordinar, menite să atenueze impactul economic al pandemiei. Totodată, inclusiv pentru a calma turbulențele de pe piețele financiare, băncile centrale majore, dar și cele din economiile emergente, inclusiv din regiune, au schimbat abrupt sau au accentuat cursul politicii monetare, adoptând, și în regim de urgență, măsuri de relaxare a conduitei acesteia și de ameliorare a condițiilor de finanțare a economiei.

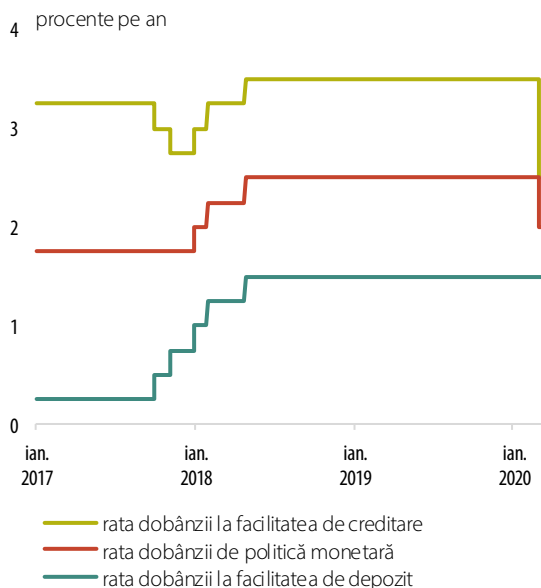
În contextul exacerbării volatilității pe piața financiară internațională, principalele cotații ROBOR de pe piața monetară internă și-au întrerupt tendința ușor descrescătoare manifestă în primele două luni ale trimestrului I, pentru ca în a doua decadă a lunii martie să consemneze o creștere relativ abruptă. La rândul lor, randamentele titlurilor de stat în lei au cunoscut ajustări ascendente semnificative, îndeosebi pe maturitățile mai lungi, inclusiv în condițiile deteriorării lichidității pe segmentul secundar al pieței – fenomen observat și în plan regional. Și cursul de schimb leu/euro s-a înscris la jumătatea lunii februarie pe o traiectorie crescătoare, considerabil mai temperată însă decât cea evidențiată în cazul ratelor de schimb ale celorlalte monede din regiune.

În același timp, evaluările preliminare realizate în acest context deosebit de fluid au arătat ca fiind posibilă continuarea scăderii ratei anuale a inflației în perspectivă apropiată, pe o traiectorie chiar ușor mai joasă decât cea prognozată anterior, pe fondul declinului amplu al prețului petrolului. Totodată, oprirea accelerată a tot mai multor activități economice, începând cu a doua jumătate a lunii martie, în efortul de limitare a răspândirii epidemiei de coronavirus, precum și restrângerea progresivă a cererii de consum făceau probabilă o frânare puternică a creșterii economice în trimestrul I, urmată de o contracție în termeni trimestriali, implicând o schimbare radicală de curs a economiei românești în primul semestru al anului, de natură să inducă riscuri în sens descendent la adresa perspectivei inflației pe orizontul mai îndepărtat de timp. În plus, balanța riscurilor la adresa evaluărilor preliminare privind creșterea economică, decurgând din incertitudinile deosebit de mari asociate acestora, era puternic înclinată în sens descendent.

Acest context a reclamat și justificat o reacție imediată și hotărâtă a politicii monetare, în scopul atenuării impactului economic al pandemiei de coronavirus, complementar măsurilor de primă linie adoptate în domeniul sanitar și în cel fiscal-bugetar, având în vedere inclusiv spațiul relativ mai restrâns de care dispunea politica fiscală pentru a aplica măsuri de sprijinire a firmelor și populației în noua conjunctură. O reacție promptă și bine calibrată – inclusiv din perspectiva instrumentelor de politică monetară utilizate – era necesară și pentru asigurarea și consolidarea lichidității în sistemul bancar, în vederea funcționării fluente a pieței monetare și a altor segmente ale pieței financiare, precum și a finanțării în bune condiții a economiei reale și a sectorului bugetar.

Astfel, întrunit într-o ședință de urgență în data de 20 martie 2020, Consiliul de administrație al BNR a hotărât reducerea ratei dobânzii de politică monetară cu 0,5 puncte procentuale, la 2,00 la sută, precum și îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul acesteia la  $\pm 0,5$  puncte procentuale, de la  $\pm 1$  punct procentual, implicând menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit la 1,50 la sută și scăderea ratei dobânzii aferente facilității de

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



creditare cu 1 punct procentual, la 2,50 la sută (Grafic 3.1). Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât efectuarea de operațiuni *repo* în vederea furnizării de lichiditate instituțiilor de credit, precum și cumpărarea de titluri de stat în lei de pe piața secundară.

De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a decis ca, în caz de nevoie și în funcție de evoluțiile specifice, să recurgă și la reducerea ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei, respectiv pentru cele în valută ale instituțiilor de credit. Totodată, având în vedere gradul ridicat de incertitudine ce caracterizează evoluțiile economice și financiare, Consiliul de administrație al BNR a hotărât suspendarea calendarului ședințelor de politică monetară anunțat anterior, urmând ca acestea să aibă loc, pe o perioadă nedeterminată, ori de câte ori este nevoie.

## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

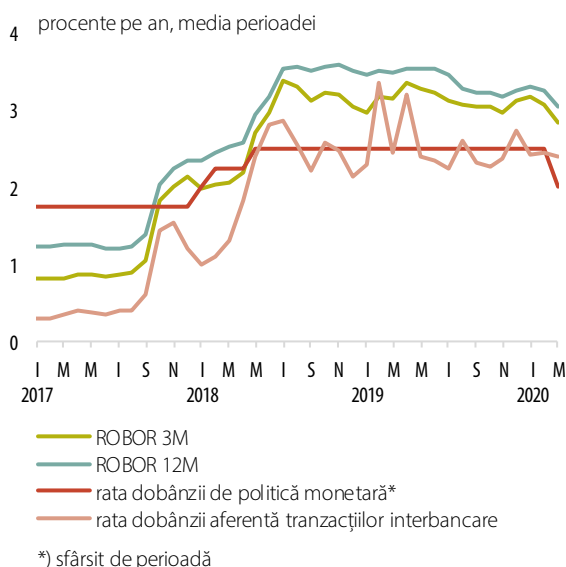
În debutul trimestrului I 2020, IRCC s-a redus cu 0,3 puncte procentuale, la 2,36 la sută. Totodată, cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare s-au reînscris în ianuarie și s-au menținut apoi pe o traiectorie lent descrescătoare, pentru ca la mijlocul lunii martie să consemneze o creștere relativ abruptă, succedată însă de o corecție descendentă rapidă și relativ mai amplă, sub influența deciziilor de politică monetară adoptate în regim de urgență în data de 20 martie. Rata dobânzii aferentă tranzacțiilor interbancare<sup>38</sup> a rămas în schimb relativ constantă. Cursul de schimb leu/euro s-a menținut cvasistabil în prima parte a trimestrului I, pentru ca apoi să se înscrie pe o traiectorie ascendentă relativ pronunțată, dar considerabil mai temperată decât cea evidențiată pe alte piețe din regiune. Creditul acordat sectorului privat și-a reaccelerat ușor creșterea anuală în perioada ianuarie-februarie, în timp ce dinamica anuală a lichidității din economie a consemnat doar o scădere minoră, menținându-se în proximitatea palierului de două cifre.

### 2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare s-a menținut în proximitatea nivelului de 2,50 la sută pe parcursul trimestrului I 2020, inclusiv ulterior reducerii ratei dobânzii de politică monetară la 2,0 la sută și îngustării coridorului ratelor dobânzilor la  $\pm 0,50$  puncte procentuale, implicând scăderea cu 1 punct procentual a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare, la 2,50 la sută (Grafic 3.2).

<sup>38</sup> Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară (exclusiv BNR), ponderată cu volumul tranzacțiilor.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



Media lui trimestrială s-a diminuat astfel cu doar 0,09 puncte procentuale față de perioada precedentă, la 2,44 la sută, rămânând marginal superioară celei din trimestrul III 2019.

Evoluțiile au avut loc în condițiile în care excedentul net de lichiditate de pe piața monetară interbancară s-a reamplificat la începutul anului<sup>39</sup>, iar banca centrală a continuat să-l dreneze prin atragerea de depozite la termen<sup>40</sup>, pentru ca în ultima lună a trimestrului I acesta să se restrângă rapid și poziția netă a lichidității băncilor să redevină puternic negativă, în contextul exacerbării volatilității pe piața financiară internațională și al creșterii abrupte a preferinței pentru lichiditate, pe fondul extinderii epidemiei de coronavirus. Totodată, acoperirea deficitului de rezerve astfel format s-a realizat preponderent prin intermediul operațiunilor de piață monetară pe baze bilaterale derulate de BNR, dar și

prin apelarea de către instituțiile de credit a facilității de creditare.

Pe acest fond, randamentele ON ale pieței monetare interbancare au rămas relativ constante, în jurul valorii de 2,50 la sută, plasându-se în cea mai mare parte a trimestrului I în proximitatea ratei dobânzii de politică monetară, iar în ultima săptămână din martie la limita superioară a coridorului ratelor dobânzilor, care a fost redusă cu 1 punct procentual, începând cu 23 martie 2020.

În schimb, cotațiile ROBOR 3M-12M s-au reînscris în ianuarie și s-au menținut apoi pe o traiectorie lent descrescătoare<sup>41</sup>, pentru ca la mijlocul lunii martie să consemneze o creștere relativ abruptă – în contextul schimbării radicale a condițiilor curente/ anticipate ale lichidității pieței, pe fondul turbulențelor de pe piețele externe –, succedată însă de o corecție descendentă rapidă și relativ mai amplă<sup>42</sup>, sub influența deciziilor de politică monetară adoptate în regim de urgență în data de 20 martie. Prin urmare, mediile lor trimestriale au cvasistagnat, situându-se la 3,04 la sută în cazul ROBOR 3M și la 3,13 la sută, respectiv 3,20 la sută în cazul termenelor de 6 luni și 12 luni.

Piața titlurilor de stat a cunoscut schimbări de direcție chiar mai pronunțate, fiind marcată în primele două luni ale anului de sporirea considerabilă a atractivității acestor active<sup>43</sup>, iar apoi de creșterea abruptă a aversiunii globale față de risc și de *sell-off*-ul generalizat declanșat pe piețele financiare în contextul epidemiei de coronavirus, pentru ca spre finele intervalului să cunoască corecții parțiale, pe fondul

<sup>39</sup> În contextul relaxării considerabile a execuției bugetare la finele anului 2019.

<sup>40</sup> Prin intermediul licitațiilor săptămânale, efectuate la rată fixă a dobânzii și cu alocare integrală. Soldul mediu zilnic al depozitelor 1W atrase s-a mărit în ianuarie la 3,9 miliarde lei, de la o medie de 2,6 miliarde lei în trimestrul IV 2019.

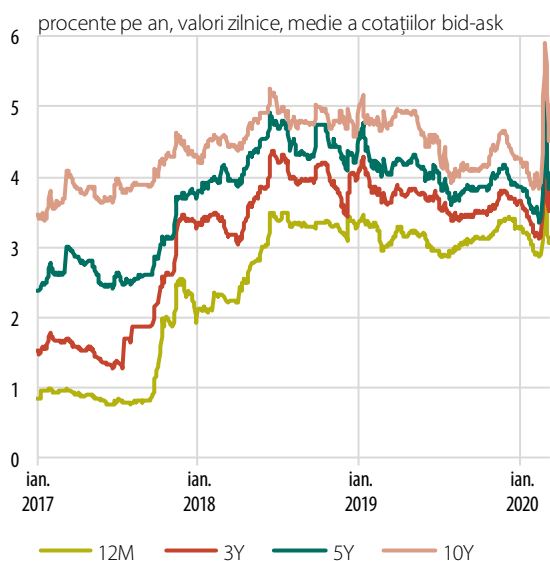
<sup>41</sup> Atingând minime ale ultimelor 13 luni (în cazul ROBOR 3M), respectiv 3 luni (pe scadențele de 6 luni și 12 luni).

<sup>42</sup> La valori minime ale ultimilor aproape doi ani.

<sup>43</sup> Asociață inclusiv anunțului privind includerea titlurilor de stat emise de statul român începând cu luna septembrie 2020 în *Barclays Global Aggregate Index*.



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



relativei atenuări a tensiunilor financiare la nivel global, dar și al deciziilor de politică monetară adoptate de BNR în data de 20 martie. În aceste condiții, cotațiile de referință de pe segmentul secundar<sup>44</sup> și-au prelungit până în primele zile ale lunii martie tendința general descendentă pe care s-au înscris în decembrie 2019/ianuarie 2020, pentru ca în a doua decadă a lunii să crească abrupt – îndeosebi pe maturitățile mai lungi –, atingând vârfuri ale ultimilor aproximativ șapte ani, inclusiv în condițiile deteriorării lichidității pieței<sup>45</sup>. În ultima decadă a lunii, ele au consemnat însă o importantă ajustare descrescătoare, iar parametrii funcționării pieței s-au restabilit în linii mari (Grafic 3.3). Drept consecință, valorile medii din luna martie ale acestor cotații s-au redus față de cele înregistrate în decembrie 2019 în cazul scadențelor de 6 luni, 12 luni și 5 ani – la 3,09 la sută, la 3,24 la sută, respectiv la 3,97 la sută (-0,20 puncte procentuale, -0,15 puncte procentuale,

respectiv -0,10 puncte procentuale) –, în timp ce media aferentă maturității de 10 ani s-a mărit la 4,66 la sută (+0,10 puncte procentuale). Prin urmare, panta curbei randamentelor s-a reaccentuat vizibil.

Și pe segmentul primar al pieței<sup>46</sup>, randamentele medii acceptate în cadrul licitațiilor au scăzut atât în ianuarie (cu până la 0,3 puncte procentuale în cazul titlurilor pe 15 ani), cât și în februarie (cu până la 0,5 puncte procentuale în cazul înscrisurilor cu maturitate reziduală de 2,5 ani), dar și în prima parte a lunii martie (cu până la 0,20 puncte procentuale, pe maturitatea de 12 ani). Apetitul crescut al investitorilor a fost evidențiat și de majorarea sensibilă a raportului dintre volumul solicitat și cel anunțat în cadrul licitațiilor (la 2,2 în ianuarie și 3,1 în februarie), context în care și raportul dintre volumul acceptat și cel programat s-a majorat la 1,2 în ianuarie și 1,4 în februarie<sup>47</sup>. În a doua decadă a lunii martie, volumele solicitate s-au redus însă substanțial, iar randamentele aferente au crescut sensibil<sup>48</sup> – MFP respingând integral ofertele formulate în cadrul licitațiilor desfășurate în acest interval –, pentru ca spre finalul lunii interesul investitorilor să cunoască un relativ reviriment, iar MFP să emită înscrisuri în volume superioare celor programate, la randamente medii totuși în creștere față de cele din februarie (cu până la 0,4 puncte procentuale în cazul titlurilor cu maturitate reziduală de 2,4 ani). Pe ansamblul trimestrului I, raportul dintre volumul solicitat și cel anunțat, precum și cel dintre volumul acceptat și cel programat

<sup>44</sup> Medii *bid-ask*.

<sup>45</sup> Fenomen observat și în plan regional.

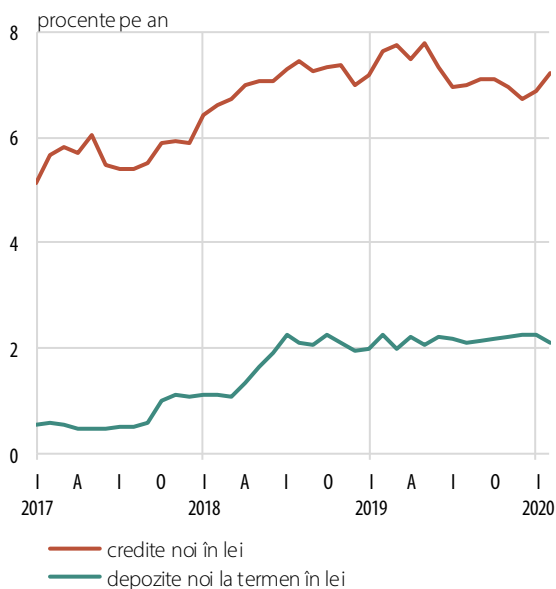
<sup>46</sup> În ianuarie, MFP a emis pe piața externă euroobligațiuni cu maturitate de 12 și 30 de ani, în valoare de 1 400 milioane euro, respectiv 1 600 milioane euro, la randamente de 2,0 la sută, respectiv 3,4 la sută. Totodată, pe 25 și 27 februarie MFP a derulat pe piața internă licitații pentru obligațiuni denominate în euro cu scadențe de 5 ani, respectiv 5 luni, respingând integral ofertele instituțiilor de credit în cazul celei dintâi și emitând înscrisuri în valoare de 150 milioane euro la un randament mediu de -0,11 la sută, în cazul celei din urmă.

<sup>47</sup> În contextul în care MFP a atras volume superioare celor anunțate în cadrul tuturor licitațiilor din a doua lună a trimestrului.

<sup>48</sup> Cu până la 1,8 puncte procentuale în cazul înscrisurilor cu maturitatea reziduală de aproximativ 3,5 ani.

s-au menținut neschimbate față de precedentele trei luni, la 2,2, respectiv 1,1<sup>49</sup>, scadența medie a titlurilor emise mărindu-se însă la 6,1 ani, de la 5,4 ani în perioada octombrie-decembrie 2019.

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



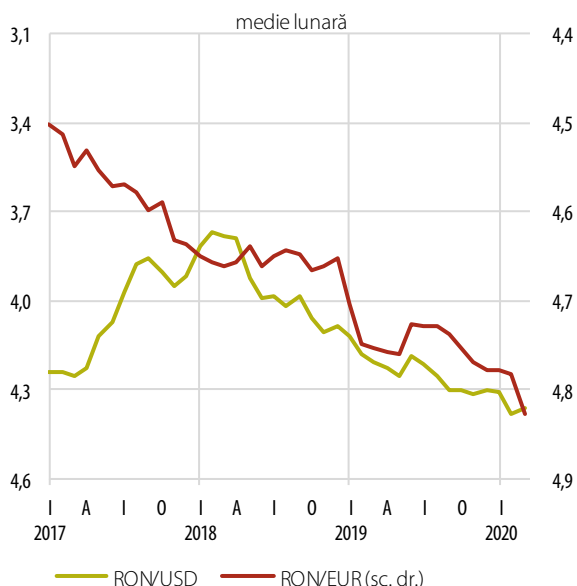
Rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebancați și-a întrerupt evoluția predominant descendentă, majorându-se atât în ianuarie, cât și în februarie (până la 7,24 la sută), astfel încât media sa pe ansamblul intervalului a crescut cu 0,15 puncte procentuale față de precedentele trei luni. În schimb, randamentul depozitelor noi la termen s-a menținut constant în prima lună a trimestrului și a scăzut apoi ușor (la 2,12 la sută), diminuându-se marginal pe ansamblul celor două luni, comparativ cu valoarea medie din trimestrul IV 2019 (Grafic 3.4). Din perspectiva celor două categorii de clienți, ratele medii ale dobânzilor au consemnat în mare parte evoluții eterogene. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației a consemnat o ajustare crescătoare pe ansamblul celor două luni (+0,25 puncte procentuale față de trimestrul IV 2019, la o medie de 8,01 la sută), atribuibilă însă exclusiv majorării ponderii în fluxul total a împrumuturilor

pentru consum, a căror creștere anuală a accelerat considerabil, atingând un vârf al ultimilor circa patru ani. Evoluția s-a asociat scăderii ratei dobânzii aferente, la 9,27 la sută în februarie (nivel doar ușor superior minimumului ultimilor trei ani atins în noiembrie 2019), posibil și pe fondul reinițierii unor oferte promoționale de către instituțiile de credit, și la 9,52 la sută pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului I (-0,05 puncte procentuale față de trimestrul anterior). Și rata medie a dobânzii la creditele noi pentru locuințe s-a redus (-0,18 puncte procentuale, la o medie de 5,27 la sută), în corelație cu evoluția IRCC. Rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi ale societăților nefinanciare și-a prelungit parcursul relativ fluctuant, scăderea din ianuarie fiind urmată de o creștere ceva mai pronunțată, la 6,10 la sută, regăsită cu precădere la nivelul creditelor de valoare mare (peste echivalentul a 1 milion de euro). Pe ansamblul celor două luni, rata medie a dobânzii a stagnat față de trimestrul anterior, la 5,85 la sută. Randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale populației a continuat să scadă ușor în ambele luni (ajungând în februarie la 1,84 la sută); valoarea sa medie s-a redus față de trimestrul IV 2019 cu 0,15 puncte procentuale. Rata medie a dobânzii aferentă depozitelor noi la termen ale societăților nefinanciare s-a menținut însă constantă în ianuarie și a scăzut ușor în luna următoare (până la 2,23 la sută), valoarea sa medie păstrându-se neschimbată comparativ cu trimestrul IV 2019.

<sup>49</sup> În condițiile în care MFP a majorat oferta de titluri la 16 miliarde lei (un nivel mai înalt fiind consemnat în T4 2009), iar volumul acceptat în cadrul licitațiilor a atins vârful ultimilor șapte ani (17,9 miliarde lei), inclusiv pe fondul ajungerii la scadență în trimestrul I 2020 a unui volum de titluri de stat în valoare de 10,1 miliarde lei.

## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



Cursul de schimb leu/euro s-a menținut cvasistabil în prima parte a trimestrului I 2020, pentru ca apoi să se înscrie pe o traiectorie crescătoare relativ pronunțată, dar considerabil mai temperată decât cea evidențiată pe alte piețe din regiune, și care s-a stopat și chiar s-a corectat ușor în ultima decadă a lunii martie (Grafic 3.5).

Pe fondul prevalenței unui sentiment general favorabil pe piața financiară internațională<sup>50</sup>, raportul leu/euro și-a redus fluctuațiile în ianuarie, rămânând cvasistabil pe palierul mai înalt atins spre finele anului anterior, iar în prima parte a lunii februarie a consemnat chiar o ușoară scădere, în condițiile relativei calmări a îngrijorărilor investitorilor financiari legate de deteriorarea poziției fiscale, dar și ale sporirii interesului lor pentru titluri de stat denuminate în lei, ulterior apariției anunțului privind includerea acestora în indicele *Barclays Global Aggregate*, începând cu luna septembrie 2020 (Tabel 3.1). La mijlocul trimestrului, cursul de schimb leu/euro și-a inversat însă brusc sensul mișcării, re poziționându-se pe o pantă ascendentă, sub influențele creșterii abrupte a aversiunii globale față de risc, survenită ca urmare a extinderii rapide a epidemiei de coronavirus, inclusiv în Europa, și a amplificării îngrijorărilor privind impactul acesteia asupra economiei globale.

Presiunile asupra ratei de schimb leu/euro au continuat să crească în martie, acutizându-se în a doua decadă a lunii, în contextul exacerbării volatilității pe piața financiară internațională<sup>51</sup>, asociată unui *sell-off* generalizat, de natură să afecteze și comportamentul rezidenților pe piața financiară locală, inclusiv pe calea așteptărilor privind evoluția parității leu/euro.

Raportată la evoluția cursurilor de schimb ale celorlalte monede din regiune, ascensiunea ratei

leu/euro a fost însă considerabil mai temperată, iar în ultima decadă a lunii aceasta

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

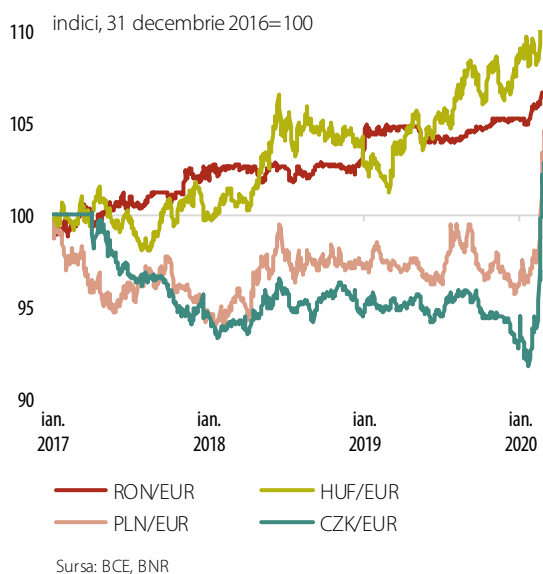
	milioane euro					
	2 luni 2019			2 luni 2020		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	1 777	947	830	4 241	5 003	-762
Investiții directe	570	1 971	-1 401	138	547	-409
Investiții de portofoliu	16	-374	390	-80	4 794	-4 874
Derivate financiare	-15	x	-15	-3	x	-3
Alte investiții	1 871	-650	2 521	1 284	-338	1 622
– numerar și depozite	1 576	-581	2 157	937	-316	1 253
– împrumuturi	-24	-164	140	27	92	-65
– altele	319	95	224	320	-114	434
Active de rezervă ale BNR (net)	-665	0	-665	2 902	0	2 902

\*) „+” creștere/„-” scădere

<sup>50</sup> În contextul deciziilor/așteptărilor privind prelungirea conduitei acomodative a politicii monetare de către Fed și BCE, al dezamorsării rapide a conflictului SUA-Iran, al semnării primei etape a acordului comercial SUA-China, respectiv al evidențierii unor semne de stabilizare a economiei zonei euro.

<sup>51</sup> Evoluțiile s-au precipitat în contextul în care OMS a declarat caracterul pandemic al răspândirii virusului pe 11 martie, iar în aceeași zi autoritățile din Italia au extins regimul de carantină la nivelul întregii țări. În perioada imediat următoare, numeroase state au impus restricții asupra circulației persoanelor, iar multe activități economice au fost suspendate sau restrânse.

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



chiar s-a corectat ușor, în condițiile atenuării tensiunilor financiare la nivel global – inclusiv pe fondul măsurilor de relaxare a conduitei politicii monetare și de ameliorare a condițiilor financiare adoptate de băncile centrale majore și de cele din economiile emergente<sup>52</sup>, complementar măsurilor și programelor extraordinare de natură fiscal-bugetară menite să atenueze impactul economic al pandemiei –, dar și în contextul înăsprii condițiilor lichidității de pe piața monetară internă (Grafic 3.6). Astfel, pe ansamblul lunii martie, rata de schimb leu/euro a consemnat o creștere de 0,9 la sută, sensibil inferioară majorărilor evidențiate în cazul forintului, zlotului și al coroanei cehe (2,5 la sută, 3,7 la sută și, respectiv, 5,7 la sută).

Deficitul total al pieței valutare interbancare s-a amplificat substanțial în trimestrul I, atingând un nivel doar ușor inferior maximului istoric din trimestrul IV

2008, preponderent pe seama tranzacțiilor nerezidenților, dar și cu aportul majorării în martie, la un maxim istoric, a cererii nete de valută a rezidenților.

Pe ansamblul trimestrului I<sup>53</sup>, leul s-a depreciat față de euro cu 1,0 la sută în termeni nominali<sup>54</sup> și s-a apreciat cu 0,1 la sută în termeni reali; în raport cu dolarul SUA, acesta s-a depreciat cu 1,5 la sută în termeni nominali și cu 0,3 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea monedei americane a crescut ușor în raport cu euro. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul I, leul și-a diminuat deprecierea nominală atât față de euro, cât și în raport cu dolarul SUA.

## 2.3. Moneda și creditul

### Moneda

Dinamica anuală<sup>55</sup> a masei monetare (M3) a consemnat doar o scădere minoră pe ansamblul perioadei ianuarie-februarie 2020, menținându-se astfel în proximitatea

<sup>52</sup> Astfel, Federal Reserve a redus în doi pași, cu 1,5 puncte procentuale, intervalul-țintă al *federal funds rate*, până la 0-0,25 la sută, a reințiat cumpărări de active financiare și a sporit volumul lichidității injectate în sistemul financiar prin operațiuni reversibile, reducând totodată la zero rata RMO. BCE a adoptat în cadrul a două ședințe măsuri vizând majorarea considerabilă a volumului achizițiilor de active financiare, suplimentarea operațiunilor de refinanțare pe termen mai lung și derularea operațiunilor țintite de refinanțare în condiții mai avantajoase. Totodată, Fed, BCE și alte bănci centrale majore au acționat concertat în vederea ameliorării condițiilor furnizării de lichiditate în dolari în cadrul liniilor *swap* permanente, iar Fed a extins temporar astfel de linii către alte bănci centrale, inclusiv din economii emergente. În regiune, Banca Națională a Cehiei a redus rata dobânzii de politică monetară cu 0,5 puncte procentuale și a decis creșterea preventivă a frecvenței operațiunilor *repo* destinate furnizării de lichiditate. În cazul Băncii Naționale a Poloniei, măsurile adoptate au vizat reducerea ratei dobânzii de politică monetară cu 0,5 puncte procentuale și îngustarea complementară a coridorului ratelor dobânzilor la facilitățile permanente, diminuarea ratei RMO, derularea de operațiuni *repo* destinate furnizării de lichiditate instituțiilor de credit, efectuarea de cumpărări de obligațiuni de stat pe piața secundară, precum și refinanțarea creditelor noi acordate de instituțiile de credit sectorului nefinanciar.

<sup>53</sup> Față de trimestrul anterior, pe baza valorilor medii din martie, respectiv decembrie, ale cursului de schimb.

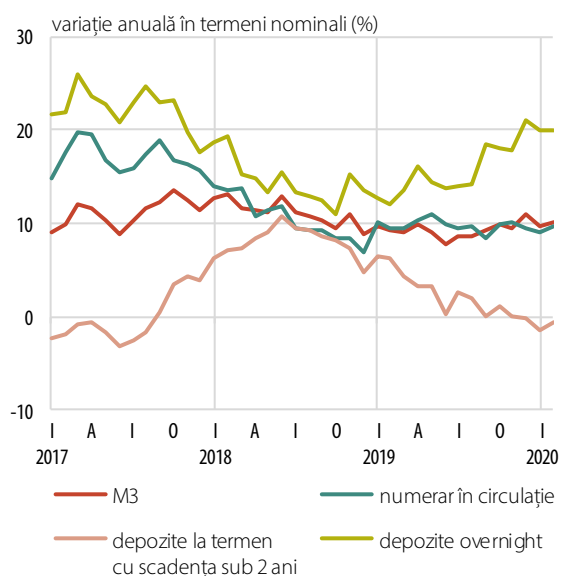
<sup>54</sup> În acest interval, principalele monede din regiune au consemnat depreciere vizibil mai pronunțate în raport cu euro (de 3,8 la sută, 4,1 la sută și respectiv 4,3 la sută, în cazul zlotului, al coroanei cehe, respectiv al forintului).

<sup>55</sup> În absența altor precizări, în această secțiune variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni nominali.

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

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

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



palierului de două cifre (la 9,8 la sută, față de 10,1 la sută în precedentele trei luni; Tabel 3.2)<sup>56</sup>, în condițiile prelungirii avansului robust al economiei, în principal pe fondul stimulului fiscal.

Cele două componente principale ale masei monetare au manifestat și în acest interval comportamente diferite din perspectiva evoluției dinamicii anuale. Astfel, cel mai lichid agregat monetar – masa monetară în sens restrâns (M1) – a continuat să-și accelereze creșterea (până la maximum ultimelor nouă trimestre), de această dată doar pe seama evoluției depozitelor ON ale principalelor categorii de deținători de monedă, în condițiile în care avansul numerarului în circulație s-a temperat ușor (Grafic 3.7). Dinamica anuală a depozitelor la termen sub doi ani și-a prelungit însă scăderea, intrând în teritoriul negativ, în premieră pentru ultimele 10 trimestre, în principal ca efect al decelerării creșterii plasamentelor populației, dar și cu aportul accentuării contracției în termeni anuali a celor aparținând societăților nefinanciare. Ponderea M1 în masa monetară s-a mărit marginal în raport cu media trimestrului IV 2019, dar s-a redus ușor față de maximum perioadei post-august 1994 atins în decembrie 2019, de 65,5 la sută, situându-se în februarie 2020 la 64,6 la sută.

Din perspectiva sectoarelor instituționale, descreșterea avansului M3 a reflectat cu precădere încetinirea ușoară a creșterii depozitelor totale incluse în M3 ale populației<sup>57</sup>, asociată scăderii variației medii a unor categorii de venituri (salarii<sup>58</sup>, venituri de

natura prestațiilor sociale<sup>59</sup>), dar și probabilei dinamizări a consumului privat, sugerată de intensificarea puternică a ritmului vânzărilor de mărfuri cu amănuntul. Pe acest fond, dar și în contextul influențelor mixte venite din modificările de dinamică a unor categorii relevante de cheltuieli bugetare<sup>60</sup>, plasamentele similare ale societăților nefinanciare și-au conservat însă ritmul alert de creștere atins în precedentele trei luni.

Din perspectiva contrapartidelor, evoluția masei monetare a reflectat influențele opuse venite, pe de o parte, din accelerarea ușoară a creșterii creditului acordat sectorului

<sup>56</sup> În termeni reali, variația medie anuală a M3 a continuat însă să se mărească ușor, ajungând la 6,3 la sută în primele două luni ale trimestrului I 2020, de la 6,1 la sută în perioada octombrie-decembrie 2019.

<sup>57</sup> O scădere a ritmului mediu de creștere anuală au consemnat și depozitele instituțiilor financiare nemonetare, ponderea lor în totalul depozitelor sectorului privat fiind însă modestă.

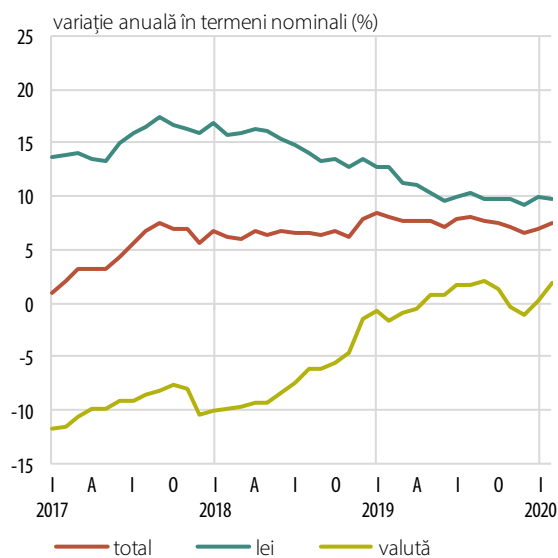
<sup>58</sup> Reflectând inclusiv un efect de bază, asociat majorărilor salariale acordate personalului bugetar în ianuarie 2019.

<sup>59</sup> Conform datelor lunare din execuția bugetului general consolidat.

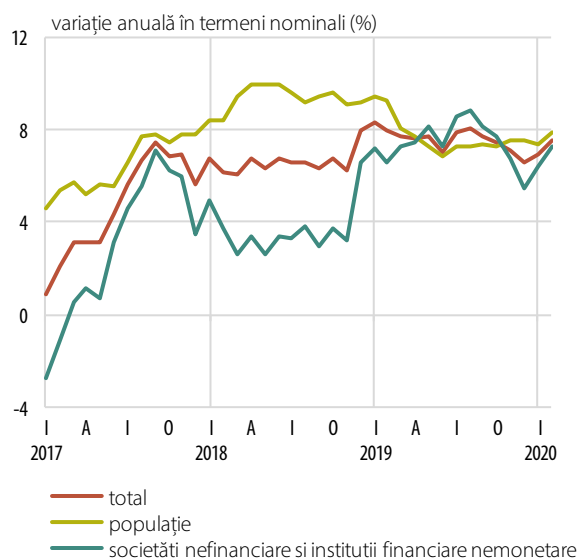
<sup>60</sup> Creștere semnificativă a dinamicii medii în cazul cheltuielilor de capital și al celor cu subvențiile, dar scădere în cazul celor cu bunurile și serviciile, respectiv al plăților efectuate în contul beneficiarilor de fonduri europene.

privat, respectiv mai pregnantă a celui guvernamental, și, pe de altă parte, din revenirea în teritoriul pozitiv a variației depozitelor administrației publice centrale, având corespondent și în reamplificarea variației activelor externe nete ale sistemului bancar<sup>61</sup>.

**Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede**



**Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale**



### Creditul acordat sectorului privat

Creditul acordat sectorului privat și-a reaccelerat ușor creșterea anuală în primele două luni ale trimestrului I 2020<sup>62</sup> (la 7,3 la sută, de la 7,1 la sută în trimestrul precedent; Grafic 3.8), în condițiile majorării ample a dinamicii creditelor noi<sup>63</sup>, contrabalansată însă în bună măsură ca impact de prelungirea tendinței descrescătoare a variației împrumuturilor acordate sub forma liniilor de credit<sup>64</sup>.

Evoluția a reflectat majorarea dinamicii anuale a creditului în lei, în premieră pentru ultimele 10 trimestre, pe fondul accelerării substanțiale a creșterii creditelor noi, până la maximum ultimilor patru ani. Și componenta în valută (exprimată în euro) și-a mărit ușor avansul în acest interval, influențele acesteia fiind însă neutralizate de efectul statistic al variației cursului de schimb leu/euro. Ponderea în total a împrumuturilor în lei a scăzut totuși marginal pe ansamblul perioadei, ajungând la 67,0 la sută în februarie, dar s-a menținut în apropierea maximumului perioadei post-mai 1996, atins în decembrie 2019.

Din perspectiva sectoarelor instituționale, ascensiunea creditului acordat sectorului privat a fost antrenată prioritar de redinamizarea puternică de pe segmentul instituțiilor financiare nemonetare, exclusiv pe seama componentei în valută (exprimată în euro), cu efecte vizibile la nivel agregat chiar și în condițiile ponderii reduse deținute de acesta (Grafic 3.9). Un aport pozitiv dar inferior ca amplitudine au avut împrumuturile populației, sub impactul reamplificării variației componentei în lei, survenită în premieră pentru ultimele șapte trimestre, pe fondul majorării la un maximum al ultimilor patru ani a dinamicii fluxului lunar al creditelor pentru consum și alte scopuri, precum și al menținerii constante, pe un palier deosebit de înalt, a ritmului celor pentru locuințe.

<sup>61</sup> În luna ianuarie, Ministerul Finanțelor Publice a emis euroobligațiuni pe piața externă în valoare de 3 miliarde euro.

<sup>62</sup> Și în termeni reali variația medie a creditului acordat sectorului privat s-a majorat ușor (la 3,8 la sută, de la 3,2 la sută în trimestrul IV).

<sup>63</sup> Datele privind creditele noi au fost preluate din Raportarea ratelor dobânzilor.

<sup>64</sup> Credite reinnoibile automat, acordate pe descoperit de cont și prin carduri de credit.

Și creșterea anuală a creditului acordat societăților nefinanciare a rămas robustă, în condițiile în care componenta în lei a continuat să își mărească avansul sub influența puternicei dinamizări a creditelor noi. Ea a continuat totuși să încetinească ușor, ca efect al prelungirii scăderii dinamicii anuale a împrumuturilor în valută (exprimate în euro), afectată de contracția creditelor de tip reînnoibil automat și acordate pe descoperit de cont.

## 4. Perspectivele inflației

Scenariul de bază al proiecției macroeconomice este condiționat de un set de ipoteze specifice contextului pandemic actual. Astfel, s-a presupus relaxarea graduală a măsurilor de distanțare socială începând cu a doua parte a trimestrului II, atât în România, cât și în celelalte țări europene, permițând reluarea treptată a activității economice. După revenirea în interiorul intervalului țintei pe parcursul primului trimestru al anului, rata anuală a inflației IPC se va menține pe un trend descendent, până la valori situate în apropierea țintei centrale la orizontul proiecției. Astfel, valorile anticipate pentru sfârșitul anului curent și al celui viitor sunt de 2,8 la sută și, respectiv, 2,5 la sută, mai reduse comparativ cu cele din *Raportul* anterior, cu 0,2 și, respectiv, 0,7 puncte procentuale. Această evoluție va reflecta dinamica descendentă a inflației de bază, în condițiile disipării treptate a șocurilor nefavorabile manifestate pe parcursul anului trecut și la începutul celui curent, suprapusă efectelor dezinflaționiste ale cererii agregate în contextul crizei pandemice. Aceasta din urmă va domina evoluția componentelor exogene, care, după reducerea semnificativă din prima parte a anului curent, vor înregistra contribuții în amplificare până la mijlocul anului viitor și ușor temperate ulterior. Prognoza macroeconomică este marcată de un grad neobișnuit de ridicat de incertitudine, având în vedere caracterul excepțional al stării pandemice, surse ale riscurilor provenind atât din mediul intern, cât și din evoluțiile de pe plan internațional. Aceasta face dificilă anticiparea duratei și intensității crizei, cu implicații directe asupra momentului și robusteții revenirii activității economice, precum și asupra perspectivei inflației.

### Scenariul de bază

#### 4.1. Ipoteze externe<sup>65</sup>

Omenirea se confruntă cu o criză de sănătate publică excepțională, care a declanșat o criză economică de proporții. Pentru a atenua șocul negativ, autoritățile fiscale și cele monetare au recurs la măsuri ample pentru a menține lichiditatea și funcționalitatea piețelor și, astfel, pentru a contracara efectele crizei. Cu toate acestea, dată fiind magnitudinea șocului, în anul curent se preconizează o contracție a PIB real la nivel global semnificativ mai amplă decât cea înregistrată în intervalul 2008-2009. Având în vedere că în majoritatea țărilor restricțiile administrative privind distanțarea socială au fost implementate începând cu a doua parte a lunii martie, impactul pandemiei asupra PIB la nivel global s-a manifestat încă din primul trimestru al anului<sup>66</sup> (Tabel 4.1).

<sup>65</sup> Sursa: Ipoteze BNR pe baza datelor Comisiei Europene, BCE, Consensus Economics și Bloomberg (cotații *futures*).

<sup>66</sup> Pentru primele patru economii ale lumii, SUA, Uniunea Europeană, China și Japonia, reprezentând circa două treimi din economia globală, au fost raportate, sau se anticipează – cazul Japoniei –, contracții însemnate în primele trei luni ale anului.



Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2020	2021
Creșterea economică în UE efectiv (%)	-7,9	6,2
Inflația anuală din zona euro (%)	0,3	1,3
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	1,4	1,5
Inflația anuală IPC SUA (%)	0,9	1,8
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,5	-0,6
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,10	1,13
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	36,4	37,2

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

Apogeul crizei va fi însă atins pe parcursul trimestrului II, perioadă marcată de cele mai drastice măsuri de distanțare. În scenariul de bază s-a presupus relaxarea graduală a măsurilor de distanțare socială începând cu a doua parte a trimestrului II<sup>67</sup>, care va permite reluarea treptată a activității economice. Natura temporară a crizei curente creează premisele unei reveniri mai rapide a activității economice comparativ cu cea din 2008-2009, sub ipoteza că fundamentele economiei sunt afectate doar pentru o perioadă scurtă de timp. Această ipoteză nu exclude, însă, manifestarea unor efecte adverse de mai lungă durată asupra anumitor segmente ale economiei și, implicit, revenirea în ritmuri diferite a acestora în timp.

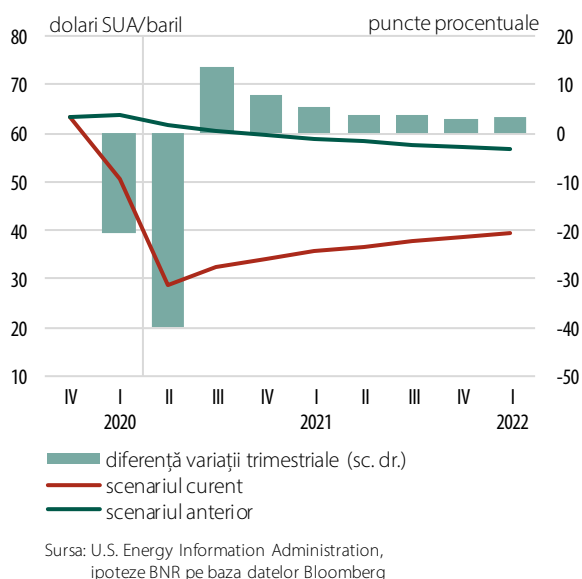
Acest profil de evoluție a activității economice este marcat de ample incertitudini, rezultante ale unor factori interconectați, o parte importantă a acestora având la bază alți determinanți decât cei de natură strict economică. Între aceștia se remarcă intensitatea crizei pandemice, eficiența măsurilor de distanțare socială, amploarea perturbărilor lanțurilor locale și globale de producție și transport, condițiile financiare de la nivel internațional sau potențialele modificări ale comportamentului agenților economici. Multitudinea acestor necunoscute face ca balanța riscurilor la adresa evoluției activității economice din scenariul de bază să fie evaluată a fi înclinată mai degrabă în jos.

În cazul principalilor parteneri comerciali ai României (Germania, Italia, Franța, Spania, în această ordine) scăderea PIB în 2020 este de așteptat a fi substanțială. Spania, Italia și Franța s-au remarcat printr-o virulență aparte a crizei pandemice. Germania a fost nevoită să implementeze măsuri similare de distanțare socială, având o eficiență sporită în limitarea numărului de victime comparativ cu țările menționate anterior. Dată fiind însă dependența ridicată a acesteia de evoluția cererii externe, ce a resimțit perturbații semnificative în condițiile aplicării simultane de restricții administrative în majoritatea țărilor, efectele economice adverse sunt de așteptat a fi semnificative și în cazul acesteia. Astfel, PIB UE efectiv, indicatorul relevant al cererii pentru exporturile românești, construit pe baza importanței acestor fluxuri pe țări de destinație, ar urma să se contracte cu 7,9 la sută în 2020, declin succedat de o creștere de 6,2 la sută în 2021. În aceste condiții, *gap*-ul PIB extern a fost reevaluat de la valori pozitive la valori negative încă din trimestrul I, urmând să persiste în acest teritoriu pe tot intervalul proiecției, cu un maxim al efectelor adverse înregistrat pe parcursul trimestrului curent.

Pe fondul diminuării substanțiale a cererii externe în contextul pandemiei COVID-19, dar și al creșterii producției cauzate de conflictul acum aplanat din cadrul OPEC+, prețul petrolului Brent a înregistrat scăderi până la valori apropiate de 20 USD/baril – un minim al ultimilor 30 de ani. În contextul revizuit al acestei piețe, marcată de o volatilitate ce a tins să depășească pe termen scurt mediile istorice, în trimestrul II 2020 prețul petrolului este anticipat a se plasa la valori apropiate de 29 USD/baril,

<sup>67</sup> Măsuri limitate de relaxare au fost inițiate inclusiv înainte de a doua jumătate a trimestrului curent.

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



în timp ce pe termen mediu cotațiile *futures* indică o traiectorie ascendentă (Grafic 4.1), însă cu valori substanțial inferioare celor anticipate în perioada premergătoare acestei crize.

Sub impactul scăderii cotațiilor petrolului, dar și al contracției puternice a activității economice, rata anuală a inflației IAPC din zona euro este anticipată a rămâne la valori scăzute pe termen scurt. Pentru indicele care exclude energia sunt anticipate influențe de sens contrar din partea cererii mai reduse și, respectiv, a șocurilor negative care au afectat oferta de produse în contextul pandemic, pe fondul perturbărilor de la nivelul lanțurilor globale de producție și distribuție. Impactul net al acestor influențe este dificil de anticipat la acest moment, fiind supus unui grad de incertitudine extrem de ridicat. În scenariul de bază, este preconizată o ușoară reducere a dinamicii anuale a acestui indice în

2020 comparativ cu anul anterior. În 2021, prognoza indică o revenire moderată, vizibilă și în dinamica indicelui *headline*. Totuși, rata anuală a inflației IAPC nu va depăși reperul de 2 la sută.

Ca răspuns la efectele economice ale pandemiei COVID-19, BCE a anunțat un amplu program de achiziții de active<sup>68</sup>. Cu caracter temporar, acesta urmează să fie menținut cel puțin până la finele anului curent. Suplimentar, se încearcă susținerea economiei prin operațiunile de refinanțare pe termen mai lung<sup>69</sup>. În acest context se preconizează că rata dobânzii EURIBOR 3M se va menține la niveluri reduse în continuare, iar politica monetară a BCE va rămâne puternic stimulativă.

Cursul de schimb EUR/USD a înregistrat o volatilitate semnificativă în perioada recentă. După deprecierea din trimestrul I 2020, ipoteza actuală presupune o apreciere treptată a euro până la nivelul de 1,14 USD/EUR (trimestrul I 2022), valoare ușor inferioară celei din prognoza *benchmark* anterioară.

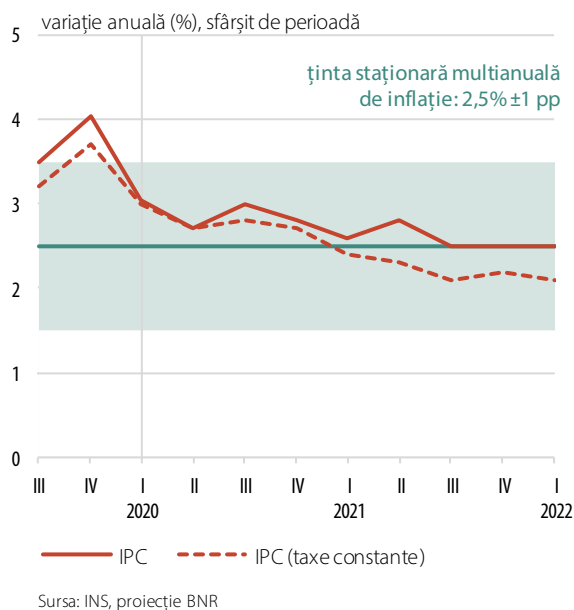
## 4.2. Perspectivele inflației

La finele trimestrului I, rata anuală a inflației IPC s-a plasat în interiorul intervalului de variație al țintei centrale, la 3,05 la sută, în reducere cu aproximativ 1 punct procentual comparativ cu decembrie 2019. În continuare se anticipează menținerea indicatorului pe un trend descendent, dar cu o pantă atenuată, până la orizontul proiecției, când va atinge valori apropiate de ținta staționară (Grafic 4.2). Tendința de reducere va reflecta dinamica în scădere a inflației de bază, în condițiile dispării treptate a

<sup>68</sup> Denumit „Pandemic Emergency Purchase Programme”, acesta cumulează 870 miliarde euro, echivalentul a 7,3 la sută din PIB al zonei euro.

<sup>69</sup> În acest sens, BCE a relaxat condițiile aplicate operațiunilor țintite de refinanțare pe termen mai lung (TLTRO III) și a anunțat o nouă serie de operațiuni nețintite de refinanțare pe termen mai lung în regim de urgență în caz de pandemie (*pandemic emergency longer-term refinancing operation* – PELTRO), în condiții avantajoase privind rata dobânzii.

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației



Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

variație anuală (%), sfârșit de perioadă

	2020			2021				2022
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	2,7	3,0	2,8	2,6	2,8	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC*	2,7	2,8	2,7	2,4	2,3	2,1	2,2	2,1

\*) calculat la taxe constante

șocurilor nefavorabile manifestate pe parcursul anului trecut și la începutul celui curent, suprapusă efectelor dezinflaționiste ale cererii agregate în contextul crizei pandemice. Aceasta din urmă va domina evoluția componentelor exogene, care, după reducerea semnificativă din prima parte a anului curent, vor înregistra contribuții în amplificare până la mijlocul anului viitor și ușor temperate ulterior. În aceste condiții, valorile proiectate ale dinamicii anuale a IPC pentru sfârșitul anului curent și al celui viitor sunt de 2,8 la sută și, respectiv, 2,5 la sută (Tabel 4.2).

Rata anuală a inflației la taxe constante este evaluată la niveluri inferioare indicatorului *headline*, contribuția estimată a modificării impozitelor indirecte fiind de 0,1 puncte procentuale la sfârșitul anului curent și 0,3 puncte procentuale la finele celui viitor<sup>70</sup>. Rata medie anuală a inflației IPC este de asemenea prognozată pe un trend descendent, cu o reducere mai amplă în prima parte a anului curent, fiind anticipată să atingă 2,6 la sută la orizontul proiecției.

Comparativ cu proiecția publicată anterior, rata anuală a inflației a fost revizuită în jos, cu 0,2 puncte procentuale la sfârșitul anului curent și 0,7 puncte procentuale la finele celui viitor. Pentru decembrie 2020, revizuirea este determinată în principal de grupa combustibili, în timp ce la sfârșitul anului viitor

aportul dominant provine din partea inflației de bază.

Pe termen scurt, izbucnirea pandemiei COVID-19 a generat presiuni inflaționiste la nivelul indicelui CORE2 ajustat, în contextul unei funcționalități diminuate semnificativ a lanțurilor internaționale de producție și distribuție pe măsura accentuării crizei de sănătate publică și, respectiv, al unui consum atipic de produse de strictă necesitate, încurajat de manifestarea unui comportament de stocare în rândul populației. În continuare, se prefigurează presiuni dezinflaționiste importante din partea deficitului de cerere agregată, pe fondul contracției economice. Totuși, sunt anticipate și influențe de sens contrar, asociate producerii de șocuri adverse la nivelul ofertei de bunuri, a căror magnitudine, relativ redusă în evaluarea curentă și prevalentă mai ales pe termen scurt, este marcată de incertitudini majore. Unele presiuni în sensul unei inflații mai ridicate vor proveni din partea prețurilor bunurilor de consum din import, în contextul unei ipoteze de creștere treptată a inflației externe de la nivelurile reduse înregistrate în perioada recentă. În aceste condiții, prognoza curentă plasează rata anuală a inflației de bază pe o traiectorie descendentă

<sup>70</sup> Impactul total este mai mic în 2020, în condițiile reducerii accizei la combustibili la începutul anului, care contrabalansează parțial majorarea celei aferente produselor din tutun.

Grafic 4.3. Inflația anuală CORE2 ajustat



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

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă								
	2020			2021				2022	
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	
CORE2 ajustat	3,4	3,4	3,1	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	

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

	puncte procentuale	
	2020	2021
Prețuri administrate	0,3	0,4
Combustibili	-0,7	0,2
Prețuri LFO	0,7	0,2
CORE2 ajustat	1,9	1,4
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,5	0,4

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

(Grafic 4.3), până la valori ușor inferioare țintei centrale la orizontul proiecției (Tabel 4.3).

Ca urmare a șocurilor nefavorabile din prima parte a anului curent, resimțite în special pe segmentul bunurilor alimentare, rata anuală a inflației de bază se va plasa până la finele trimestrului III la valori superioare celor anticipate în *Raportul* anterior. În continuare, presiunile dezinflaționiste ale deficitului de cerere vor prevala, dinamica indicelui CORE2 ajustat fiind mai redusă decât în prognoza precedentă. Revizuirile sunt de -0,3 puncte procentuale la finele anului curent și -1,2 puncte procentuale la finalul celui viitor.

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele volatile ale alimentelor, cele ale combustibililor și produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este de 0,9 puncte procentuale la finele anului curent (nivel similar celui proiectat în *Raportul* precedent) și de 1,2 puncte procentuale la sfârșitul celui viitor (valoare situată cu 0,1 puncte procentuale peste nivelul prognozat anterior) (Tabel 4.4).

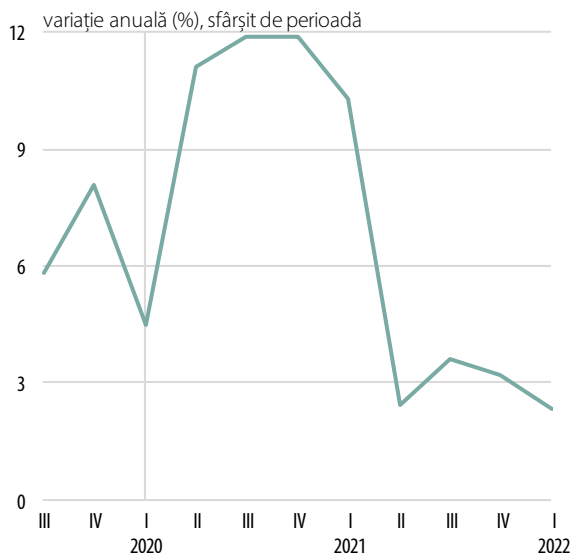
Traectoria prețurilor volatile ale alimentelor prevede o creștere de 11,9 la sută la finele anului curent, aceasta fiind revizuită semnificativ, comparativ cu *Raportul* anterior, în sens ascendent cu 10,2 puncte procentuale, pe fondul evoluțiilor recente în contextul pandemiei COVID-19. Dinamica prețurilor LFO pe intervalul de prognoză reflectă ipoteza, în anii 2020 și 2021, unor recolte agricole încadrate în proximitatea unei medii multianuale (Grafic 4.4). În acest context, pentru finele anului viitor valoarea prognozată a dinamicii anuale a grupei este de 3,2 la sută, nivel similar celui proiectat în *Raportul* din luna februarie 2020.

Scenariul exogen privind prețurile administrate prevede creșteri de 2,1 la sută și 2,5 la sută la finalul anului curent și, respectiv, al celui viitor (Grafic 4.5). Proiecția pentru finele anului curent a fost ajustată în jos cu 0,6 puncte procentuale, în principal pe seama reevaluării descendente a prețului gazelor naturale<sup>71</sup>, în timp ce nivelul aferent anului viitor este relativ similar. Totodată, persistă incertitudinile cu privire la

<sup>71</sup> În condițiile în care se anticipează menținerea tendinței descendente a prețurilor medii ponderate de pe piața *spot* în perioada următoare, pe fondul efectelor ultimului sezon rece cu temperaturi favorabile și al scăderii activității economice în contextul pandemiei COVID-19, probabilitatea înregistrării unor majorări ale prețului gazelor naturale este foarte redusă. În același timp principalii furnizori au anunțat că nu vor modifica prețurile în perioada următoare după liberalizarea acestei piețe.

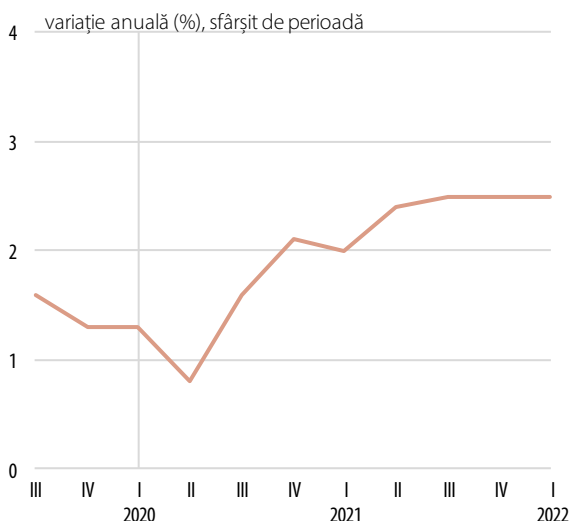
prețurile care vor prevala, odată ce procesul de liberalizare în curs de desfășurare atât a pieței energiei electrice, cât și a celei a gazelor naturale se va încheia.

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO



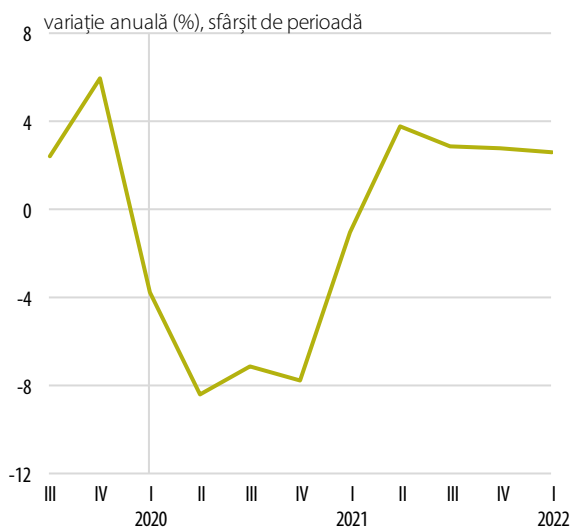
Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor combustibililor



Sursa: INS, proiecție BNR

Dinamica anuală a prețului combustibililor este preconizată să atingă -7,8 la sută la finele anului curent, fiind revizuită în sens descendent cu 6,3 puncte procentuale, și 2,8 la sută la sfârșitul anului viitor, valoare reevaluată ascendent cu 1,2 puncte procentuale (Grafic 4.6). Pentru anul curent revizuirea semnificativă are loc pe fondul unor dinamici anuale ale prețului petrolului semnificativ inferioare celor proiectate în *Raportul anterior* (pe fondul reducerilor din prima parte a acestui an<sup>72</sup>). Contribuția acestora este parțial estompată de proiectarea unei monede europene în ușoară pierdere de tracțiune comparativ cu dolarul american, cu impact asupra cotației leului în raport cu dolarul SUA și implicit asupra prețurilor în lei ale combustibililor.

Scenariul de evoluție a prețului produselor din tutun și băuturilor alcoolice prevede dinamici anuale de 6,6 la sută la finele anului curent și 4,7 la sută la sfârșitul celui viitor. Comparativ cu *Raportul anterior* valoarea pentru finele anului 2020 este revizuită în sens ascendent cu 0,1 puncte procentuale, în timp ce pentru 2021 aceasta este similară. Dinamicile anuale sunt configurate pe baza legislației în vigoare privind stabilirea nivelului

<sup>72</sup> Pentru mai multe detalii a se consulta Secțiunea 4.1. Ipoteze externe din cadrul Capitolului IV.

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

### 4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție<sup>73</sup>

#### Deviația PIB

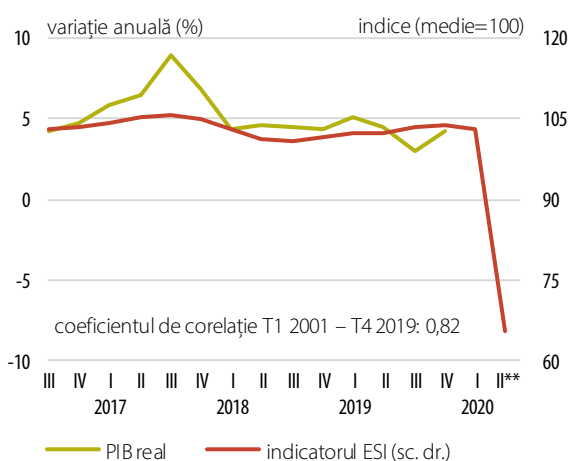
În trimestrul IV al anului 2019 PIB real<sup>74</sup> a consemnat o dinamică în accelerare, atât în termeni trimestriali (până la 1,5 la sută, valoare plasată peste cea din proiecția aferentă *Raportului asupra inflației anterior*<sup>75</sup>), cât și anuali (până la 4,3 la sută)<sup>76</sup>. Astfel, pe ansamblul întregului an, economia a înregistrat o creștere medie anuală de 4,1 la sută – doar ușor inferioară celei înregistrate în 2018 –, pe seama absorbției interne robuste, în timp ce exporturile nete au avut un aport negativ. Contribuția

variației stocurilor (pentru care evoluțiile istorice fac dificilă atribuirea unui conținut economic explicit) la nivelul întregului an a fost puternic negativă.

Deși primele două luni ale anului 2020 au fost caracterizate de o continuare a evoluțiilor favorabile, începând cu a doua jumătate a lunii martie, în contextul propagării pandemiei COVID-19<sup>77</sup> și al adoptării de către autorități a unui set de măsuri în vederea încetării răspândirii acesteia, au survenit modificări substanțiale în evoluția economiei. Astfel, încă din trimestrul I 2020, se estimează o deteriorare a dinamicii activității economice (estimările „semnal” publicate de către INS – Comunicatul nr. 134 din 15 mai 2020 – indică o variație trimestrială a PIB real egală cu 0,3 la sută și o încetinire a ritmului anual până la 2,4 la sută), în condițiile în care efectele adverse asociate crizei COVID-19 au debutat în a doua jumătate a lunii martie. Cele mai ample efecte

ale crizei pandemice vor fi însă vizibile pe parcursul trimestrului II, fiind preconizată o contracție majoră (atât în termeni trimestriali, cât și anuali) a activității economice, pe fondul afectării sectoarelor vulnerabile la distanțarea socială (în special transporturile

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



\*) date ajustate sezonier

\*\*) date aferente lunii aprilie 2020

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

<sup>73</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>74</sup> Pentru detalii privind evoluția recentă a activității economice, a se consulta Capitolul 2, Secțiunea 1. Cererea și oferta.

<sup>75</sup> Cu precădere pe seama unui aport mai ridicat decât cel anticipat din partea consumului individual efectiv al gospodăriilor populației.

<sup>76</sup> Conform Comunicatului INS nr. 91 din 7 aprilie 2020. Dinamica anuală este calculată folosind serii de date brute.

<sup>77</sup> În *Raportul asupra inflației anterior*, epidemia asociată noului tip de coronavirus era menționată doar ca potențial factor de risc.

și HoReCa, dar și industria și comerțul) și al scăderii accelerate a cererii, într-un context marcat și de o deteriorare bruscă a încrederii (Grafic 4.7<sup>78</sup>).

Prognoza macroeconomică este marcată de un grad neobișnuit de ridicat de incertitudine, având în vedere puținele date statistice disponibile, precum și experiențele anterioare limitate privind evoluția economiilor în crize pandemice cu forme de manifestare atât de intense. Aceasta face dificilă anticiparea duratei și intensității crizei, cu implicații directe asupra perspectivelor privind momentul, gradualitatea și robustețea revenirii activității economice. În aceste condiții, scenariul de bază al proiecției macroeconomice este fundamentat pe un set de ipoteze specifice, formulate în contextul pandemic actual. Astfel, s-a presupus relaxarea graduală a măsurilor de distanțare socială începând cu a doua parte a trimestrului II, atât în România, cât și în celelalte țări europene. Un al doilea set de ipoteze-cheie ale proiecției vizează profilul de transmitere a impactului crizei epidemice asupra activității economice. Pe termen scurt, implementarea măsurilor de distanțare socială are ca rezultat localizarea celor mai ample efecte economice în prima jumătate a anului și cu precădere în trimestrul II. Ipoteza unei astfel de evoluții a PIB real este adoptată de majoritatea analiștilor economici.

Contractia economică majoră așteptată pe parcursul trimestrului II va reflecta evoluțiile de la nivelul celei mai mari părți a componentelor PIB. Chiar și pe termen scurt, incertitudinea este de așteptat să afecteze cel mai mult dinamica investițiilor din economie (pe fondul influențării deciziilor privind cheltuielile agenților economici, cele investiționale fiind tradițional cele mai sensibile la escaladarea incertitudinii) și, într-o mai mică măsură, pe cea a consumului privat. Acesta din urmă este totuși proiectat în diminuare în trimestrul II, în special în cazul serviciilor (cele mai afectate de măsurile de distanțare socială) și al bunurilor durabile (în timp ce consumul de bunuri esențiale este de așteptat chiar să înregistreze o creștere), resimțind evoluțiile de pe piața muncii, cu efect de comprimare a venitului disponibil. Pe termen scurt, sunt prevăzute pierderea unui număr de locuri de muncă (atât de natură temporară, cât și permanentă) și decelerări importante ale dinamicilor salariale. În ceea ce privește comerțul internațional, restricțiile generalizate în ceea ce privește relațiile dintre state (de așteptat să afecteze funcționarea rețelelor transfrontaliere de producție și distribuție) și perspectivele privind reducerea amplă a cererii interne și a celei externe sunt anticipate a exercita efecte de comprimare drastică a exporturilor și importurilor de bunuri și servicii (acestea din urmă reflectând inclusiv nivelurile minime actuale ale prețului petrolului și, respectiv, volumul mare al consumului intermediar din import în industriile producătoare de bunuri pentru export, semnificativ afectate odată cu impunerea restricțiilor de distanțare socială).

Prognozele privind evoluția activității economice din trimestrul II 2020 au la bază o serie de abordări complementare. O prima metodă, de tip *bottom-up*, s-a bazat pe unele indicii cu privire la posibila evoluție a cererii de bunuri finale adresate diferitelor sectoare de activitate care alcătuiesc, în ansamblul lor, economia națională. Pe baza

<sup>78</sup> De subliniat este deteriorarea întregului spectru de indicatori de încredere încă din luna martie, în pofida transmiterii majorității răspunsurilor la sondaje înainte de introducerea de către autorități a măsurilor de distanțare socială. Datele pentru luna aprilie (publicate în ultima zi a lunii) arată deteriorări semnificative ale tuturor indicatorilor de încredere, cea aferentă indicatorului ESI având variația negativă lunară (34,3 puncte) de cea mai mare amplitudine din perspectivă istorică.

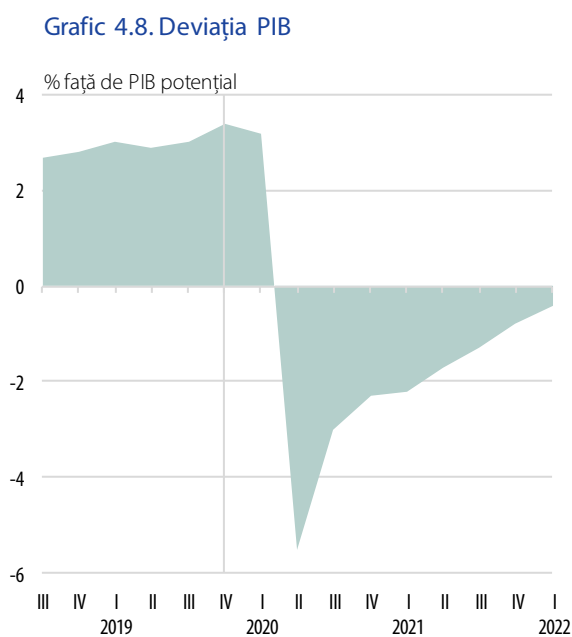
relațiilor *input-output* din economie, ipotezele privind cererea finală se transpun în dinamici ale valorii adăugate din fiecare sector, din agregarea acestora rezultând o evoluție probabilă a PIB. O altă abordare a constat în ajustarea valorii adăugate din trimestrul precedent în funcție de scenarii privind capacitatea de funcționare a sectoarelor, pe baza datelor privind numărul de contracte suspendate în contextul decretării în economie a stării de urgență. Abordările descrise anterior au fost completate de metodele econometrice, a căror relevanță este însă considerabil diminuată pe fondul rupturilor structurale implicate de manifestarea unor șocuri de amploarea celor care caracterizează criza actuală. Acolo unde au fost utilizate abordări econometrice, având în vedere decalajul cu care sunt publicați majoritatea indicatorilor statistici cu privire la evoluțiile recente, s-a acordat prioritate informațiilor conferite de date publicate cu frecvență ridicată, precum indici bursieri, de volatilitate, de costuri de transport, de așteptări ale investitorilor, prețuri ale materiilor prime, precum și indicatori sintetici, construiți pe baza rezultatelor căutărilor *online* (indici *Google trends*) pentru cuvinte-cheie precum *criză* sau *șomaj*. În plus, pentru surprinderea unui eventual punct de inflexiune specific evoluțiilor curente de pe piețe și având în vedere dinamica crizei pe măsura trecerii timpului, la momentul finalizării acestor analize, în agregarea rezultatelor a fost acordată precedență proiecțiilor cu un grad de pesimism mai ridicat, plasate în extrema stângă a distribuției de valori prognozate.

Evoluția anticipată a economiei în prima jumătate a anului curent este proiectată a imprima o valoare negativă de amploare pe ansamblul întregului an. Situația actuală, fără precedent, face ca perspectivele de evoluție a economiei să fie marcate de ample incertitudini. În aceste condiții, pe fondul probabilei mențineri pe perioade mai lungi de timp a măsurilor voluntare de distanțare socială din partea populației, precum și a unui grad de precauție mai sporit și probabil persistent cu impact asupra deciziilor de consum și investiții atât ale gospodăriilor, cât și ale companiilor, se anticipează înregistrarea unui ritm lent de revenire a activității economice la nivelurile observate anterior declanșării crizei pandemice. Gradul neobișnuit de ridicat de incertitudine aferent proiecției este alimentat în special de multitudinea posibilităților privind evoluția situației epidemice, ce influențează măsurile administrative adoptate de autorități, la care se adaugă și alți factori precum conduita politicii fiscale și a celei de venituri ori gradualitatea redresării economiei zonei euro și a celei globale. De menționat este și faptul că, în mod similar rundelor precedente, precizia proiecției macroeconomice este influențată de volatilitatea ridicată și magnitudinea revizuirilor succesive ale seriilor de date istorice.

În structură, pentru anul curent, dinamica medie anuală a PIB reflectă contribuția negativă a cererii interne (deteriorarea majoră a aportului consumului gospodăriilor populației și contribuția negativă de amploare a FBCF). Mai mult, exporturile nete sunt proiectate să exercite un nou aport negativ, pe fondul comprimării mai accentuate a exporturilor de bunuri și servicii relativ la cea a importurilor, contribuind astfel la deschiderea deficitului contului curent. Redresarea graduală proiectată a se manifesta în 2021 este anticipată a fi imprimată de ambele componente ale cererii interne (consumul final și FBCF), în timp ce exporturile nete sunt prognozate a avea o contribuție neutră.



Traectoria PIB potențial reflectă o pierdere importantă a tracțiunii din partea factorilor de producție. Astfel, pentru anul curent, este evaluată o restrângere a PIB potențial (față de o accelerare în *Raportul asupra inflației* anterior), urmată de o redresare lentă, ce reflectă profilul în revenire graduală al activității economice după apogeul crizei pandemice prevăzut în trimestrul II 2020. Factorul muncă are un aport negativ, determinat de majorarea trendului ratei șomajului și de tendința descendentă a numărului mediu de ore lucrate pe angajat, peste care se suprapun evoluțiile demografice multianuale, mai puțin favorabile în cazul României. Acumularea stocului de capital, deși continuă să exercite o contribuție pozitivă<sup>79</sup> (mai redusă însă comparativ cu *Raportul* anterior), este proiectată în deteriorare substanțială, pe seama efectelor de durată ale declinului investițiilor (în paralel cu cel al producției industriale de bunuri de capital) și a probabilității ridicate de extindere a termenelor de implementare a proiectelor de dezvoltare în prezent amânate. În contextul pandemic, comprimarea trendului productivității totale a factorilor reflectă contracția proiectată a resurselor investiționale destinate creșterii eficienței angajaților, precum și diminuări ale randamentelor de producție ca urmare a unei reorganizări a companiilor afectate, în vederea alinierii la cerințele impuse de măsurile de distanțare socială. Suplimentar, evaluarea ia în considerare incertitudinile provenite din mediul extern, factor



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

determinant al creșterii volatilității și, probabil, al diminuării volumului fluxurilor de investiții străine directe. Pe termen mediu și lung, dinamica trendului TFP este proiectată în convergență doar graduală către valorile pozitive evaluate în perioada anterioară crizei pandemice, continuând să fie grevată de o serie de deficiențe structurale persistente ale economiei<sup>80</sup>, asociate cadrului de reglementare, calității infrastructurii (ce afectează inclusiv mobilitatea forței de muncă), insuficienței ofertei de forță de muncă calificate ori atragerilor fluctuante de fonduri UE pentru investiții<sup>81</sup>.

Pe parcursul anului curent, dată fiind natura temporară a șocului pandemic, contracția activității economice este de așteptat să se reflecte cu precădere într-o scădere a componentei ciclice (deviația PIB) și într-o mai mică măsură a celei a dinamicii PIB potențial<sup>82</sup>. Pornind de la valoarea

<sup>79</sup> Efecte persistente favorabile sunt exercitate de dinamica anuală remarcabilă a investițiilor nete în utilaje (inclusiv mijloace de transport) înregistrată pe parcursul anului 2019 (creștere de 19 la sută în trimestrul IV comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent). Perspectivele pentru anul curent sunt însă așteptate să reflecte contracția de angajare manifestată la finalul primului trimestru de către producția industrială (în structura căreia, mai relevantă din perspectiva potențialului productiv al economiei, fiind cea a bunurilor de capital, cu o dinamică anuală de -20,6 la sută în luna martie).

<sup>80</sup> Evidențe sunt aduse de clasamentul *Ease of Doing Business* al Băncii Mondiale, *Raportul Global Competitiveness Index* al World Economic Forum sau de analiza *European Innovation Scoreboard* a Comisiei Europene (ce clasează România în categoria inovatorilor modești).

<sup>81</sup> Conform Balanței Financiare Nete, în 2019 intrările de fonduri structurale și de coeziune au crescut comparativ cu anul anterior (cumulând 2,57 miliarde euro, față de 1,47 miliarde euro). În primele trei luni ale anului curent, intrările au cumulat 0,75 miliarde euro, valoare similară celor din perioada corespunzătoare din anul precedent. De semnalat este crearea, pentru combaterea efectelor pandemiei, a anumitor facilități financiare la nivelul UE care ar putea sprijini volumul total al atragerilor viitoare de fonduri europene. Detalii pot fi regăsite accesând link-ul [mfe.gov.ro/covid-19/](https://mfe.gov.ro/covid-19/).

<sup>82</sup> Într-un scenariu ce ar implica fie prelungirea perioadei de închidere a economiei, fie reapariția, în viitor, a unui nou val de îmbolnăviri, efectele asupra dinamicii PIB potențial s-ar putea dovedi a fi mai persistente, având ca efect o revenire mai lentă a activității economice și, implicit, afectarea de o manieră mai persistentă a potențialului productiv al economiei.

minimă a *gap*-ului PIB, estimată pentru trimestrul II la -5,5 la sută (în comprimare cu 8,7 puncte procentuale față de trimestrul anterior), economia este de așteptat a funcționa până la orizontul proiecției (trimestrul I 2022) cu un deficit de cerere, însă în atenuare continuă<sup>83</sup> (Grafic 4.8). Această traiectorie, dificil de estimat cu precizie în acest moment, marchează o inversare a poziției ciclice a economiei, care va funcționa pe intervalul de proiecție cu un deficit de cerere relativ la excesul proiectat în rundele de proiecție anterioare.

Intrarea bruscă în teritoriul negativ a deviației PIB în trimestrul II al anului curent reflectă magnitudinea ridicată a șocului nefavorabil de cerere, pe fondul deteriorării încrederii consumatorilor (inclusiv în contextul perspectivelor privind creșterea substanțială a ratei șomajului) și al unui grad fără precedent de incertitudine. Totodată, trecerea în deficit, tot de pe parcursul trimestrului II, a *gap*-ului PIB al partenerilor comerciali externi contribuie la deplasarea în jos și a *gap*-ului PIB intern. În manieră contraciclică, cu rol de atenuare a scăderii *gap*-ului PIB, acționează conduita politicii monetare și a celei fiscale, pe fondul amplelor măsuri adoptate recent de autorități. Efectele favorabile induse de măsurile<sup>84</sup> de politică fiscală și de cele privind veniturile sunt proiectate a se resimți cu precădere pe parcursul anului curent, în timp ce caracterul stimulat al condițiilor monetare reale în sens larg este de așteptat a persista pe întregul interval de prognoză.

### Componentele cererii agregate

Consumul final va consemna o diminuare accentuată a dinamicii anuale începând cu trimestrul II, aproape exclusiv pe seama contribuției celui individual efectiv al gospodăriilor populației, în linie cu comprimarea dinamicii venitului disponibil real. Evoluția acestuia reflectă perspectivele pieței muncii, unde, pe termen scurt, sunt prevăzute pierderea unui număr de locuri de muncă (atât de natură temporară, cât și permanentă) și decelerări importante ale dinamicilor salariale. De asemenea, gospodăriile populației sunt așteptate a-și diminua sau amâna consumul de bunuri (durabile) și servicii vizate de măsurile de distanțare socială, fenomene combinate cu o posibilă creștere a economisirii, specifică perioadelor de criză. Cu toate acestea, perspectivele incerte privind durata ciclului pandemic ar putea încuraja un comportament, vizibil mai ales în trimestrul II, de majorare a consumului de bunuri de strictă necesitate, cu preponderență cele alimentare. Mai mult, cheltuielile cu bunuri și servicii publice necesare depășirii crizei pandemice sunt de așteptat a oferi un impuls favorabil consumului final, la nivel agregat fiind însă dominant efectul de comprimare a consumului individual efectiv. Pe termen mediu, este de așteptat ca revenirea consumului final să fie una lentă, sub ipoteza unei refaceri graduale a încrederii consumatorilor și recuperării treptate a șocurilor cu impact negativ asupra

<sup>83</sup> Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este imprimată de cea negativă a FBCF. Deviațiile celorlalte componente sunt, de asemenea, evaluate a fi negative, în atenuare continuă, pe cvasitotalitatea intervalului de prognoză.

<sup>84</sup> Pentru a gestiona situația epidemică, dar și pentru a atenua efectele nocive asupra economiei, autoritățile naționale și internaționale au adoptat o serie de măsuri fiscale. Inițiative comune mai multor țări, inclusiv României, se referă la: plata indemnizațiilor de șomaj temporar, amânarea plății impozitelor și a taxelor, acordarea de garanții pentru susținerea întreprinderilor mici și mijlocii, amânarea plății ratelor la credit, plata zilelor libere acordate părinților pe durata închiderii unităților de învățământ.

venitului disponibil<sup>85</sup>, inclusiv printr-o redresare a condițiilor de pe piața muncii în ceea ce privește ocuparea și câștigurile salariale. Totodată, la aceste orizonturi, nu este exclusă reconfigurarea componentei pe o structură de consum ce ar putea suferi ajustări raportat la obiceiurile statuate în perioada anterioară crizei.

Formarea brută de capital fix va înregistra cel mai probabil o contracție majoră în 2020, fiind componenta afectată cel mai profund de criza pandemică. Creșterea incertitudinii determină reprioritizarea și redimensionarea cheltuielilor atât la nivelul firmelor, cât și al gospodăriilor, cele investiționale având tradițional o sensibilitate sporită în episoadele marcate de escaladarea incertitudinii, cum este cel actual. În plus, ajustări importante sunt de așteptat să sufere și investițiile derulate din fonduri publice, pe fondul constrângerilor bugetare survenite în urma apariției situației pandemice, dar și al spațiului fiscal redus aflat la dispoziția autorităților. Cu toate acestea, investițiile companiilor sunt așteptate în cea mai mare parte a fi doar amânate în contextul valului pandemic, ceea ce implică o recuperare graduală a contracției FBCF pe termen mediu. Amânarea investițiilor este prevăzută a se suprapune și unei probabile extinderi a intervalelor de timp în care acestea sunt efectuate, ceea ce înseamnă că economia va funcționa în perioada următoare în condițiile unui flux investițional diminuat comparativ cu situația absenței crizei. Totodată, este esențial ca pierderile de venit produse în contextul scăderii fluxurilor investiționale din economie să rămână de natură temporară și să nu se permanentizeze. În acest sens, o serie de proiecte de susținere a finanțării companiilor mici și mijlocii derulate din fonduri alocate de Guvernul României sau Uniunea Europeană<sup>86</sup> sunt de natură a atenua reducerea proiectată a FBCF și, implicit, de a favoriza revenirea mai rapidă a economiei ulterior scăderii acesteia din prima parte a anului curent. În același timp, însă, criza pandemică este așteptată a avea un impact important asupra fluxurilor de investiții străine directe, recuperarea acestora pe termen mediu depinzând inclusiv de normalizarea activității economice a partenerilor externi și de adresarea vulnerabilităților structurale ale economiei românești.

Măsurile de protecție adoptate de majoritatea economiilor sub impulsul efectelor crizei pandemice vor genera un efect nefavorabil semnificativ asupra comerțului mondial. Lanțurile de producție vor avea de suferit, inclusiv pe fondul diminuării cererii agregate de la nivel global. Fluxurile de importuri și exporturi sunt așteptate a se comprima semnificativ raportat la perioada precriză, ajustarea acestora reflectându-se și asupra echilibrului extern.

Exporturile de bunuri și servicii sunt proiectate a manifesta o contracție semnificativă în anul curent, urmând să își reia traiectoria ascendentă începând din 2021, însă în condițiile unor dinamici estompate. Evoluția anticipată a componentei are în vedere:

(i) perspectivele privind prăbușirea cererii externe efective pe parcursul anului curent,

<sup>85</sup> Traiectoria pe termen mediu a componentei de transferuri sociale a venitului disponibil este marcată de numeroase incertitudini, în special legate de majorarea semnificativă a pensiilor (prevăzută a avea loc în septembrie 2020, conform Legii nr. 127/2019), dar și a alocațiilor (conform prevederilor Legii nr. 14/2020, coroborate cu cele ale OUG nr. 2/2020).

<sup>86</sup> Programul „IMM Invest” permite IMM accesarea de credite atât pentru realizarea de investiții, cât și pentru asigurarea capitalului de lucru, în contextul crizei generate de COVID-19. Costurile finanțării sunt subvenționate integral de la bugetul de stat, până la data de 31 decembrie 2020, cu posibilități de prelungire. Împrumuturile sunt garantate de către Fondul National de Garantare a Creditelor pentru Întreprinderile Mici și Mijlocii, prin Ministerul Finanțelor Publice. Plafonul maxim de garantare alocat este de 15 miliarde lei.

urmată de redresarea doar graduală a acesteia, (ii) reducerea productivității firmelor exportatoare și, totodată, afectarea rețelelor de distribuție (contractia suferită de către sectorul industrial la finalul trimestrului I, odată cu impunerea măsurilor de distanțare socială, fiind elocventă în acest sens), (iii) diminuarea, pe întregul interval de prognoză, a competitivității prin preț a produselor autohtone și (iv) caracteristicile structurale trenante ale economiei (de exemplu, recuperarea lentă a decalajelor privind infrastructura sau gradul de sofisticare în procesele de producție).

Dinamica anuală a importurilor de bunuri și servicii este, de asemenea, anticipată a fi negativă pe parcursul anului curent, reflectând comprimarea cererii interne și a exporturilor, în condițiile în care numeroase sectoare exportatoare din economie utilizează pe scară largă în producția proprie bunuri intermediare preluate din import. Alți factori care contribuie la această evoluție sunt situarea prețului petrolului la niveluri foarte scăzute, respectiv posibila dezvoltare viitoare a unor lanțuri locale de valoare adăugată și de distribuție, fenomen ce este însă de presupus a fi de mai lungă durată. Pe ansamblu, exportul net nominal de bunuri și servicii este estimat să exercite o nouă contribuție negativă la soldul contului curent al balanței de plăți în 2020, în accentuare relativ la anul anterior.

În anul 2019, deficitul contului curent s-a accentuat cu 0,2 puncte procentuale față de anul anterior, până la 4,6 la sută din PIB nominal, reflectând o deteriorare a deficitului balanței bunurilor și serviciilor, contrabalansată doar parțial de o îmbunătățire la nivelul balanței veniturilor primare și a celor secundare. Deficitul contului curent este previzionat în accentuare pe ansamblul anului curent, conturându-se tot mai clar perspectiva unei depășiri în acest an a valorii 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>87</sup>. Dinamica deficitului de cont curent proiectată pentru anul în curs are în vedere și adâncirea anticipată a deficitului bugetar, în condițiile în care acesta este influențat semnificativ atât de măsurile de atenuare a efectelor actualei crize de sănătate publică, cât și de pierderile importante de venituri bugetare, pe fondul încetinirii activității ciclice a economiei. Pentru anul 2021, ponderea deficitului de cont curent în PIB este apreciată la valori în reducere față de 2020, pe fondul anticipării unei contribuții negative în atenuare a exportului net nominal de bunuri și servicii. Finanțarea deficitului de cont curent se prefigurează a rămâne doar parțial asigurată prin fluxuri stabile, non-generatoare de datorie externă, pe întregul interval al proiecției. Gradul de finanțare din astfel de surse este evaluat în scădere față de 2019, pe fondul anticipării unor investiții directe afectate nefavorabil semnificativ în contextul pandemiei actuale.

### 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 nebancași și al evoluției cursului de schimb real efectiv<sup>88</sup> al

<sup>87</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.

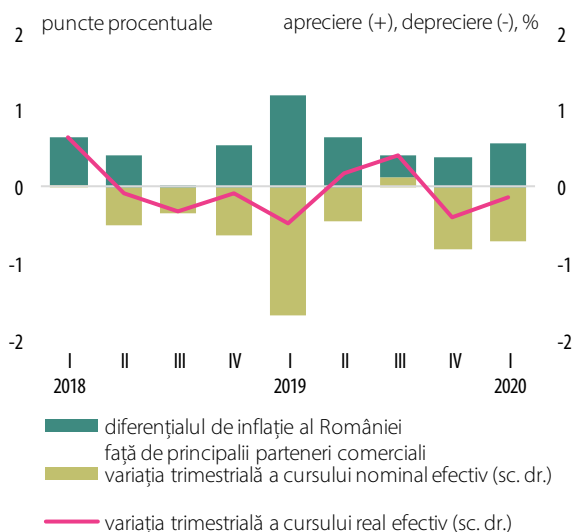
<sup>88</sup> Cursul de schimb relevant pentru modelul de analiză și prognoză macroeconomică al BNR este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete<sup>89</sup>, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici<sup>90</sup>.

Scenariul de bază al proiecției prevede menținerea efectului stimulat asupra activității economice al condițiilor monetare reale în sens larg pe tot parcursul intervalului de prognoză.

În structura condițiilor monetare reale în sens larg, ratele reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și depozitele noi la termen sunt anticipate a exercita un impact stimulat, reflectând atât evoluțiile în termeni nominali, cât și poziționarea anticipațiilor de inflație la niveluri situate în jumătatea superioară a intervalului țintei și relativ stabile. Dinamica anticipată în termeni nominali înglobează impactul favorabil al deciziei recente a Consiliului de administrație al BNR<sup>91</sup> privind reducerea ratei dobânzii de politică monetară și îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară.

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 înregistra în continuare o contribuție în sensul atenuării gradului de stimulativitate a condițiilor monetare reale în sens larg, pe seama aprecierii anticipate în termeni reali a monedei naționale pe cvasitotalitatea intervalului de prognoză, sub impactul diferențialului de inflație față de partenerii comerciali<sup>92</sup>.

Efectul de avuție și de bilanț este estimat a exercita un impact restrictiv asupra condițiilor monetare reale în sens larg în prima jumătate a intervalului de prognoză și unul cvasineutru ulterior. În structură, se remarcă, pe de o parte, poziționarea favorabilă a ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni). Pe de altă parte, însă, se evidențiază efectul mai marcant și nefavorabil al creșterii anticipate a primei de risc suveran<sup>93</sup> în prima parte a intervalului de prognoză,

pe fondul majorării aversiunii la risc a investitorilor față de piețele emergente, fiind discriminate negativ îndeosebi cele caracterizate de dezechilibre macroeconomice acumulate anterior declanșării actualei crize, însă cu riscuri de amplificare a acestora în contextul pandemic. Ulterior, începând cu anul 2021, impactul poziționării ratei reale a dobânzii externe și cel al primei de risc tind să se compenseze reciproc.

<sup>89</sup> Adâncimea acestui canal pare a fi cunoscut o diminuare relativă, în condițiile afectării severe, în context pandemic, a lanțurilor de valoare adăugată de la nivel internațional, inclusiv ca urmare a măsurilor administrative impuse de majoritatea țărilor, având ca efect diminuarea fluxurilor comerciale multilaterale.

<sup>90</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>91</sup> A se vedea comunicatul Consiliului de administrație al BNR din data de 20 martie 2020.

<sup>92</sup> Deși inflația internă este de așteptat să se înscrie pe o traiectorie descendentă, aceasta va rămâne mai ridicată decât cea a partenerilor comerciali.

<sup>93</sup> Aproximată prin cotațiile *option adjusted spread* (OAS).

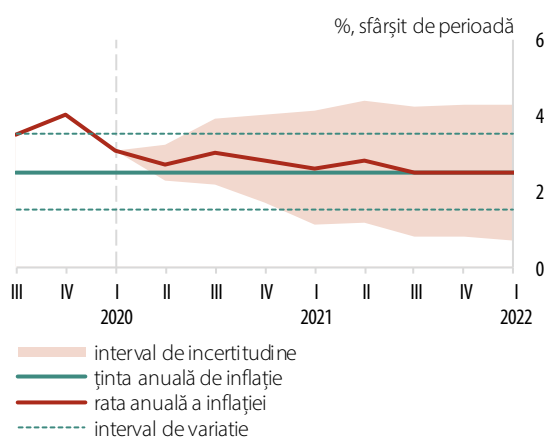
Variația anticipată a deviației cursului de schimb real efectiv al leului este evaluată a avea un impact cvasineutru pe parcursul întregului interval de prognoză.

Conduita politicii monetare este configurată în vederea asigurării și menținerii stabilității prețurilor pe termen mediu într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile și conservarea unui cadru macroeconomic stabil.

#### 4.4. Riscuri asociate proiecției

Runda curentă de proiecție este marcată de incertitudinea privind evoluția situației pandemice de pe plan intern și internațional, fiind dificil de evaluat atât durata și intensitatea crizei de sănătate publică, cât și impactul acesteia asupra evoluției economiei. Din această perspectivă, momentul și viteza revenirii activității economice sunt incerte. Astfel, deși s-a presupus relaxarea graduală a măsurilor de distanțare socială începând cu a doua parte a trimestrului II, nu este exclusă manifestarea unui nou val de îmbolnăviri în a doua jumătate a anului. În această situație ipotetică a unor noi măsuri de distanțare ar întârzia revenirea economiei raportat la coordonatele scenariului de bază, având ca efect trenarea acesteia pe perioade mai lungi de timp.

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



Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale de inflație este apreciată a fi înclinată, mai ales pe termen mediu, în sensul unor abateri în sus de la traiectoria din scenariul de bază (Grafic 4.10). Relevanța conduitei politicii fiscale și a celei de venituri, dar și a evoluțiilor de pe piața muncii, ca surse de risc, a crescut în contextul pandemiei COVID-19. Totodată, riscuri apreciable sunt asociate și mediului extern. Presiunile provenite din această sursă sunt evaluate a avea mai degrabă un potențial net dezinflaționist, îndeosebi prin intermediul canalului cererii externe.

În contextul materializării riscului privind prelungirea crizei de sănătate publică, nu este exclusă adoptarea de noi măsuri de susținere a economiei. Configurația viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri rămâne așadar incertă, inclusiv pe fondul unor potențiale restructurări ale cheltuielilor și al derulării procedurii

de deficit excesiv. În plus, în pofida suspendării temporare a prevederilor Pactului de stabilitate și creștere, date fiind preconizarea majorării semnificative a deficitului bugetar<sup>94</sup> și prefigurarea unei contracții economice ample, riscuri apreciable continuă să fie asociate unei posibile scăderi a rating-ului suveran<sup>95</sup>, cu implicații asupra primei de risc și totodată cu un potențial impact advers asupra continuării finanțării în manieră ordonată a deficitelor.

<sup>94</sup> Conform primei rectificări bugetare adoptate în aprilie 2020, deficitul bugetar în termeni *cash* este anticipat să se plaseze la 6,7 la sută din PIB în anul 2020. În primul trimestru al anului, acesta a ajuns la 1,7 la sută din PIB.

<sup>95</sup> Toate cele trei agenții de rating importante, Standard & Poor's, Fitch și Moody's acordă o perspectivă negativă rating-ului de țară, revizuirile ultimelor două de la stabil la negativ fiind de dată recentă.

În ceea ce privește evoluțiile de pe piața muncii, ca urmare a contracției economice ce se conturează, gradul de tensionare a acesteia este evaluat în scădere, reflectând creșterea ratei șomajului și o reducere a numărului locurilor de muncă vacante. Pe fondul provocărilor generate de contextul epidemic actual, nu este exclusă o restructurare a costurilor de producție, mai ales în sectoarele grav afectate de lipsa cererii. Astfel, în condițiile unei puteri de negociere mai ridicate a angajatorului relativ la perioada de expansiune a ciclului economic, ajustarea costurilor s-ar putea produce prin concedieri, înghețări sau reduceri ale salariilor și ale altor beneficii acordate salariaților. Efectul de contracție a venitului disponibil, coroborat unei creșteri a înclinației spre economisire a gospodăriilor populației, ar exercita presiuni de decompresie a cererii agregate și, implicit, un impact dezinflaționist.

În paralel cu derularea crizei de sănătate publică, un factor de risc recent conturat se referă la prefigurarea unui an agricol nefavorabil, cu impact asupra dinamicii prețurilor alimentelor. Având în vedere seceta prelungită din unele regiuni ale țării, cu implicații directe asupra ofertei de produse agroalimentare, nu sunt excluse presiuni inflaționiste pe acest segment. În același timp, dată fiind posibilă afectare semnificativă a unor culturi agricole (de exemplu, cerealele), nu ar fi exclusă nici o diminuare mai importantă a activității economice.

Din perspectiva prețurilor administrate, incertitudini sunt asociate procesului de liberalizare a pieței gazelor naturale și a celei a energiei electrice pentru consumatorii finali prin prisma incertitudinilor asociate prețurilor prevalente pe piețele libere la momentul finalizării acestuia. În prezent, cotațiile gazelor naturale pe bursă sunt pe un trend de scădere, sub incidența crizei generate de pandemia COVID-19.

Comparativ cu runda precedentă de proiecție, evoluțiile asociate mediului extern și-au sporit importanța. Riscurile privind decelerarea accentuată a activității economice din zona euro și a celei globale s-au amplificat semnificativ. Menținerea măsurilor de distanțare socială, la care se adaugă o posibilă resurgență a unor măsuri protecționiste, ar putea conduce la persistența perturbațiilor de la nivelul lanțurilor globale de valoare adăugată. De aceea, asupra produselor din import planează incertitudini atât în ceea ce privește evoluția prețurilor, cât și disponibilitatea viitoare a acestora.

Implicațiile crizei pandemice ar putea fi însă parțial contrabalansate de măsurile de susținere a economiilor adoptate de autoritățile naționale și internaționale. În acest sens, nu sunt excluse noi măsuri în completarea celor deja adoptate. Acestea ar putea contribui la o revenire mai alertă a economiilor și, pe acest fond, la o posibilă îmbunătățire a sentimentului investitorilor pe piața financiară internațională, afectat semnificativ în prezent.

Evoluțiile prețurilor internaționale ale materiilor prime, cu precădere cele energetice, rămân surse apreciable de riscuri la adresa proiecției ratei anuale a inflației. Având în vedere volatilitatea ridicată din perioada recentă, incertitudini sunt asociate dinamicii viitoare a cotațiilor petrolului. Acestea au ca sursă atât factori de natura ofertei – stabilitatea acordului OPEC+ privind reducerea producției, viteza cu care se pot închide sau redeschide câmpuri petroliere, cu impact direct asupra producției viitoare și, implicit, asupra cotațiilor petrolului –, cât și factori de natura cererii, în contextul multiplelor incertitudini care grevează asupra evoluției activității economice globale.

# Abrevieri

ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
CE	Comisia Europeană
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FAO	Organizația Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură
FBCF	formarea brută de capital fix
FMI	Fondul Monetar Internațional
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IRCC	indicele de referință pentru creditele consumatorilor
ISD	investiții străine directe
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MFP	Ministerul Finanțelor Publice
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	50
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	52
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	56
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației în scenariul de bază	58
Tabel 4.3	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază	59
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	59

## Lista graficelor din text

---

	Proгноza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	15
Grafic 1.2	Cotația țițeiului și prețul carburanților	16
Grafic 1.3	IAPC pentru produse alimentare și băuturi non-alcoolice în UE, aprilie 2020	16
Grafic 1.4	Evoluția prețurilor principalelor componente ale inflației de bază CORE2 ajustat	17
Grafic 1.5	Anticipații privind evoluția prețurilor	18
Grafic 1.6	IAPC mediu anual în UE , aprilie 2020	18
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	21
Grafic 2.2	Activitatea comercială	22
Grafic 2.3	Perspective privind consumul populației	22
<b>Caseta 2</b>		
Grafic A	Ilustrare a legăturilor <i>input-output</i> din economie	25
Grafic B	Evoluția prognozată a VAB sectorial în trimestrul II 2020	30
Grafic 2.4	Investiții	32
Grafic 2.5	Semnale privind perspectiva investițiilor	32
Grafic 2.6	Exporturi	33
Grafic 2.7	Bunuri de consum: producție internă vs import	34
Grafic 2.8	Balanța comercială	34
Grafic 2.9	Productivitatea muncii în industria prelucrătoare	35
Grafic 2.10	Șomajul și locurile de muncă vacante	36
Grafic 2.11	Efectivul salariaților din economie	36
Grafic 2.12	Indicatorul de necorelare a calificărilor pe piața muncii și câștigul salarial nominal brut	37
Grafic 2.13	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	39
Grafic 2.14	Prețurile producției industriale pentru piața internă	40
Grafic 2.15	Prețurile producției agricole	40
Grafic 2.16	Costurile unitare cu forța de muncă	41
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	46

Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	47
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	48
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	49
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	50
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	51
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	52
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	53
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	53
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	57
Grafic 4.2	Proгноza ratei inflației	58
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat	59
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	60
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate	60
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor combustibililor	60
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	61
Grafic 4.8	Deviația PIB	64
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	68
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	69

