

BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației martie 2021

Anul XVII, nr. 63

Raport asupra inflației

Martie 2021

NOTE

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

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

Toate drepturile rezervate.

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Cuvânt înainte

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

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 15 martie 2021, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 11 martie 2021.

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

Cuprins

Sinteză	7
<hr/>	
1. Evoluția inflației	15
<hr/>	
Caseta 1. Liberalizarea pieței energiei electrice pentru consumatorii casnici: scurt istoric și evoluții curente	16
Caseta 2. Modificarea structurii consumului populației în contextul pandemiei și impactul asupra ratei inflației	18
2. Evoluții ale activității economice	25
<hr/>	
1. Cererea și oferta	25
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	36
2.1. Prețurile de import	36
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	38
3. Politica monetară și evoluții financiare	40
<hr/>	
1. Politica monetară	40
2. Piețe financiare și evoluții monetare	45
2.1. Ratele dobânzilor	45
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	49
2.3. Moneda și creditul	51
4. Perspectivele inflației	54
<hr/>	
Scenariul de bază	54
4.1. Ipoteze externe	54
4.2. Perspectivele inflației	56
Caseta 3. Evaluarea erorilor de prognoză pentru rata anuală a inflației IPC din decembrie 2020	59
4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	62
4.4. Riscuri asociate proiecției	69
Abrevieri	72
Lista tabelor din text	73
Lista graficelor din text	73

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC și-a continuat parcursul descendent în ultimele trei luni ale anului 2020, coborând suplimentar în jumătatea inferioară a intervalului de variație din jurul țintei, până la 2,06 la sută în luna decembrie 2020 (față de 2,45 la sută în septembrie). Tendința dezinflaționistă a fost imprimată în această perioadă de înregistrarea unei recolte abundente de legume și fructe pe plan comunitar, respectiv de manifestarea unor efecte de bază favorabile asociate scumpirii puternice a unor alimente procesate în urmă cu un an. Cel din urmă factor a fost decisiv pentru traiectoria CORE2 ajustat, care și-a întrerupt perioada de stabilitate, coborând la 3,3 la sută în decembrie 2020. Atât rata anuală a inflației IPC, cât și cea a inflației de bază CORE2 ajustat s-au situat la sfârșitul anului la valorile prognozate în ediția precedentă a *Raportului asupra inflației*. Totodată, pe parcursul trimestrului IV, rata medie anuală a inflației IAPC a coborât până la nivelul de 2,3 la sută în decembrie (față de 2,8 la sută la sfârșitul trimestrului precedent), dar ecartul față de media europeană s-a redus doar marginal, continuând, astfel, să rămână ridicat (1,6 puncte procentuale). Cele mai recente date statistice publicate de către INS au indicat un salt al ratei anuale a inflației IPC la începutul anului 2021, până la 3,0 la sută în ianuarie, respectiv 3,2 la sută în februarie, pe fondul majorării tarifelor la energia electrică, în contextul modificărilor structurale prilejuite de liberalizarea acestei piețe, dar și al creșterii prețurilor combustibililor ca urmare a dinamizării cotațiilor petrolului Brent.

Inflația de bază CORE2 ajustat și-a redus sensibil rata anuală în trimestrul IV 2020 și în primele luni ale anului 2021, până la 3,3 la sută în luna decembrie, respectiv 3,1 la sută în februarie (-0,6 puncte procentuale față de septembrie), în mare măsură pe seama unui efect statistic manifestat la nivelul componentei alimentare. Excluzând influența acestui factor, cel mai probabil inflația CORE2 ajustat ar fi continuat să evolueze stabil, în condițiile în care influența deficitului de cerere agregată din economie s-a atenuat, pe fondul recuperării pierderilor de PIB suferite în primele luni ale pandemiei într-un ritm sensibil peste așteptări, iar pe filiera costurilor se acumulează presiuni. Companiile au continuat să resimtă o majorare a costurilor unitare cu forța de muncă (chiar și excluzând impactul măsurilor de sprijin acordate de autorități), precum și a costurilor asociate măsurilor de combatere a pandemiei.

Rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă a cunoscut o atenuare în a doua jumătate a anului 2020, însă dinamica a rămas consistentă (circa 9 la sută pe ansamblul semestrului II 2020, față de aproximativ 12 la sută în trimestrul II). Valoarea ridicată reflectă retenția forței de muncă, stimulată mai ales prin intermediul măsurilor de sprijin adresate pieței muncii. Indicatorul ajustat pentru impactul asociat recurgerii firmelor la măsurile de sprijin guvernamental (șomaj tehnic, reactivarea contractelor suspendate pe perioada stării de urgență) a consemnat o dinamică mai moderată, de aproximativ 7 la sută. La nivelul industriei, dinamica anuală a costurilor salariale unitare

s-a poziționat în jurul valorii de 3 la sută atât în trimestrul III, cât și în trimestrul IV 2020. În structură însă, peisajul este unul mixt: unele domenii înregistrează evoluții favorabile, reluarea activității economice antrenând recuperări în planul productivității (precum industria auto și ramurile conexe, dar și cea chimică și metalurgia), în timp ce ratele anuale de creștere a ULC se mențin ridicate în anumite sectoare, în speță cele relevante pentru coșul de consum (precum industria alimentară, ușoară, a mobilei, dar și cea farmaceutică), unde indicatorul depășește 8 la sută în ultimul trimestru al anului 2020.

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

În această perioadă, conduita politicii monetare a continuat să fie prudent calibrată din perspectiva susținerii redresării activității economice ulterior contracției severe provocate de șocul pandemic, în vederea aducerii și consolidării pe termen mediu a ratei anuale a inflației în linie cu ținta de inflație de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, în condiții de protejare a stabilității financiare. Astfel, în intervalul octombrie 2020 – ianuarie 2021, rata dobânzii de politică monetară a mai fost diminuată cu 0,25 la sută, după cele trei reduceri succesive operate asupra ei în trimestrele anterioare, fiind coborâtă, în consecință, la minimul istoric de 1,25 la sută, situat totuși peste ratele dobânzilor-cheie ale băncilor centrale din regiune.

În ședința din 12 noiembrie 2020, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,50 la sută pe an, a ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit la 1,00 la sută pe an și a ratei dobânzii aferente facilității de creditare (*Lombard*) la 2,00 la sută pe an. Totodată, rata RMO pentru pasivele în lei ale instituțiilor de credit a fost păstrată la 8 la sută. În schimb, rata RMO aferentă pasivelor în valută a fost redusă la nivelul de 5 la sută, de la 6 la sută¹.

Deciziile au fost adoptate în condițiile în care rata anuală a inflației IPC a continuat să scadă în septembrie² și octombrie, până la 2,24 la sută, ușor sub nivelul prognozat, de la 2,58 la sută în iunie 2020, în principal ca urmare a diminuării mult peste așteptări a prețurilor legumelor și fructelor. În schimb, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a rămas stabilă în trimestrul III, la 3,7 la sută, și a scăzut doar marginal în octombrie – la 3,6 la sută, în linie cu previziunile. Totodată, noua prognoză pe termen mediu a evidențiat o modificare de *pattern* al inflației viitoare doar pe orizontul apropiat de timp, când aceasta se anticipa să coboare vizibil sub nivelurile previzionate anterior, dar apoi să urce și să se mențină pe orizontul relevant pentru politica monetară în proximitatea punctului central al țintei, similar previziunilor anterioare. Incertitudinile asociate noii perspective continuau însă să fie extrem de ridicate și de natură a induce riscuri în dublu sens la adresa evoluției viitoare a inflației. Acestea aveau ca surse majore pandemia de coronavirus și măsurile restrictive asociate, dar mai cu seamă conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, mai ales în absența proiectului de buget pentru anul 2021 și în contextul electoral. Mediul extern genera la rândul său incertitudini și riscuri semnificative, în condițiile redresării relativ mai solide a

¹ Începând cu perioada de aplicare 24 noiembrie – 23 decembrie 2020.

² La 2,45 la sută, de la 2,68 la sută în august.

economii europene în trimestrul III 2020, care ar putea fi însă întreruptă sau chiar inversată ușor de noul val pandemic și de măsurile restrictive asociate.

Ulterior, datele statistice au indicat scăderea ratei anuale a inflației în ultimele două luni ale anului 2020, la 2,14 la sută în noiembrie și la 2,06 la sută în decembrie – vizibil sub punctul central al țintei, dar la nivelul prognozat în ediția din luna noiembrie 2020 a *Raportului asupra inflației*. Evoluția din ultimele două luni ale anului s-a datorat relativei accentuări a decelerării inflației de bază, în condițiile în care impactul dezinflaționist al evoluției prețurilor LFO a fost contrabalansat de cel decurgând din scumpirea combustibililor, a produselor din tutun și a energiei electrice. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat s-a redus la 3,4 la sută în noiembrie și la 3,3 la sută în decembrie 2020 – în linie cu cea mai recentă prognoză –, în principal pe seama efectelor de bază dezinflaționiste asociate evoluției prețurilor unor produse alimentare procesate. Dinamica acestei componente a continuat să fie marcată de presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali din perioada pre-pandemie, reflectând și așteptările inflaționiste asociate, la care se adaugă influențe venite din redinamizarea consumului în a doua parte a anului 2020, dar și din perturbări pe partea ofertei și din costuri asociate măsurilor de prevenire a răspândirii infecției cu coronavirus. Datele statistice au indicat faptul că activitatea economică a recuperat în trimestrul III o parte însemnată din contracția suferită anterior, reducându-și declinul în termeni anuali la -5,7 la sută, de la -10,3 la sută în trimestrul II; dinamica revenirii a fost totuși frânată de diminuarea producției agricole. Redresarea s-a datorat în principal consumului gospodăriilor populației, care s-a redinamizat puternic după ridicarea restricțiilor de mobilitate, inclusiv pe fondul situației relativ ameliorate a pieței muncii și al reacclerării creșterii venitului disponibil real. La rândul său, formarea brută de capital fix a continuat să crească ușor în termeni anuali, în contextul reamplificării dinamicii construcțiilor, cu aportul solid al investițiilor publice, precum și cu sprijinul programelor guvernamentale. Totodată, exportul net și-a diminuat vizibil contribuția negativă la dinamica anuală a PIB, în condițiile în care redresarea consistentă a exporturilor a devansat-o ca magnitudine pe cea a importurilor de bunuri și servicii. Totuși, deficitul de cont curent și-a reluat creșterea în termeni anuali, în principal ca urmare a reînăutării balanței veniturilor primare, pe seama fluxurilor profiturilor reinvestite.

Noile evaluări au reconfirmat perspectiva creșterii ușoare a ratei anuale a inflației în primele două luni ale anului curent, exclusiv pe seama unor componente exogene ale IPC³, urmată de o corecție la finele trimestrului I 2021. Evoluția era compatibilă cu cea mai recentă prognoză pe termen mediu publicată în *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2020, care indica plasarea dinamicii inflației în proximitatea punctului central al țintei pe orizontul relevant pentru politica monetară, pe fondul manifestării efectelor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată.

Se prefigura însă o schimbare importantă în conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, inclusiv în raport cu cea mai recentă prognoză pe termen mediu, în condițiile în care potențiala țintă de deficit bugetar pentru 2021 și unele măsuri anunțate/adoptate deja de noul guvern, precum cea privind plafonarea temporară

³ Principalele influențe erau așteptate să decurgă din evoluția prețului combustibililor, inclusiv pe fondul efectului de bază asociat eliminării supraaccizei la carburanți în ianuarie 2020, precum și din dinamica prețurilor administrate, în contextul liberalizării începând cu 1 ianuarie 2021 a pieței energiei electrice pentru consumatorii casnici.

a salariilor din sectorul bugetar, făceau probabilă inițierea în acest an a necesarei consolidări bugetare – cu implicații favorabile inclusiv asupra primei de risc suveran și, în final, asupra costurilor de finanțare. Persistau totuși incertitudini în ceea ce privește dimensiunea și instrumentele consolidării din acest an și în perspectivă⁴, mai ales în condițiile creșterii ample, posibil peste așteptări, a deficitului bugetar în 2020, sub impactul crizei pandemice și al măsurilor de sprijin adoptate, dar și ca efect al majorării unor cheltuieli cu caracter permanent.

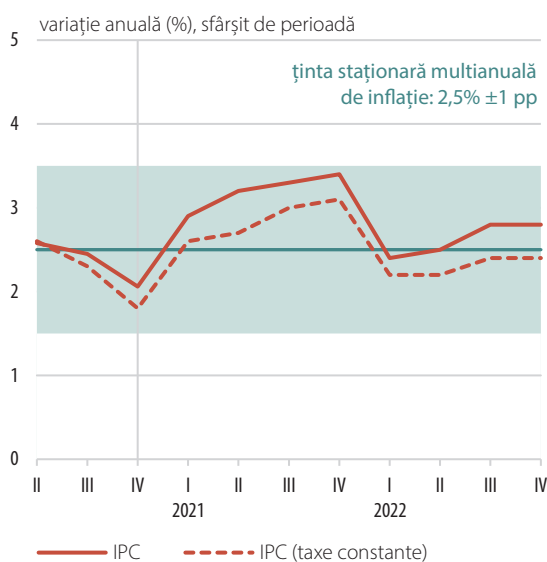
Pe baza datelor disponibile la acel moment și în contextul riscurilor și incertitudinilor evidențiate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,25 la sută pe an, de la 1,50 la sută pe an, a ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit la 0,75 la sută pe an, de la 1,00 la sută pe an, și a ratei dobânzii aferente facilității de creditare (*Lombard*) la 1,75 la sută pe an, de la 2,00 la sută pe an. De asemenea, au fost păstrate nivelurile ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit. Totodată, având în vedere gradul ridicat de incertitudine asociat evoluțiilor economice și financiare, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea suspendării calendarului ședințelor de politică monetară anunțate anterior, urmând ca acestea să aibă loc ori de câte ori va fi nevoie.

Perspectivile inflației

Configurația actualului scenariu de bază continuă să rămână grevată de o multitudine de surse interconectate de riscuri și, mai ales, de incertitudini, asociate în principal evoluțiilor din planul sănătății publice, acestea căpătând o pregnanță sporită odată cu declanșarea, în toamna anului 2020, a celui de-al doilea val pandemic. Ulterior

normalizării graduale a activității economice din trimestrul III, care a beneficiat de relaxarea restricțiilor de mobilitate, de atenuarea volatilității pe piețele financiare internaționale, precum și de reluarea funcționalității lanțurilor de producție și distribuție de la nivel global, agravarea situației medicale din ultima parte a anului trecut a impus reinstaurarea unora dintre aceste restricții. În contrast cu primul val, s-a dorit să fie evitată aplicarea de o manieră generalizată a acestora, având drept consecință sporirea rezilienței la șocuri a multora dintre sectoarele economiei, implicit și cea a activității economice la nivel agregat. Particularitățile situației medicale fac probabilă persistența unei părți a acestor restricții și în prima parte a anului 2021. Din acest motiv, până la o normalizare a situației în plan medical, raportat la perspectivele de evoluție a activității economice din scenariul de bază, este de așteptat ca riscurile în sens descendent să rămână dominante.

Proгноza ratei inflației



⁴ Proiectul de buget a fost lansat în dezbatere publică în data de 11 februarie 2021 și aprobat de Parlament în data de 2 martie.

Scenariul de bază presupune persistența pe termen scurt a actualelor măsuri de distanțare socială în România, succedată de o detensionare graduală a crizei de sănătate publică, la care va contribui și progresul campaniei de vaccinare. După ce procesul de redresare economică a continuat într-un ritm alert și pe parcursul trimestrului IV 2020 – o evoluție peste așteptări, care a particularizat economia României în context european –, pentru trimestrul I 2021 este previzionată o relativă stagnare a economiei, inclusă de persistența efectelor crizei sanitare. Chiar și în aceste condiții, dinamica medie anuală a PIB în anul 2021 ar urma să înregistreze o valoare pozitivă semnificativă, în accentuare raportat la perspectivele din anteriorul *Raport asupra inflației*, cu un stimul important provenind din efecte de reportare (engl. *carry-over*) din anul precedent. Influențe favorabile sunt asociate și ipotezei de tranziție către un an normal din punct de vedere climatic, ce implică disiparea contribuției negative a agriculturii la dinamica PIB de pe parcursul anului 2020.

În structură, pentru 2020, dinamica medie anuală a PIB a reflectat contribuții negative apreciabile din partea consumului final și a exportului net, în timp ce formarea brută de capital fix a avut un aport pozitiv. În cazul consumului final, avântul însemnat al cererii imediat după relaxarea restricțiilor stricte de mobilitate din intervalul martie-mai 2020 a continuat și pe parcursul trimestrului IV 2020, chiar dacă într-un ritm atenuat. Este de așteptat ca apariția celui de-al doilea val al pandemiei, precum și eșalonarea pe durata mai multor trimestre a campaniei de imunizare a populației, cu un orizont de finalizare încă incert, să fi indus o prudență suplimentară comportamentului de consum al populației în debutul anului 2021, evoluție tipică, de altfel, perioadelor marcate de ample volatilități și incertitudini. Începând din trimestrul III 2020 exporturile românești și-au reluat în ritm alert recuperarea pierderilor induse de primul val al pandemiei. Dinamica pozitivă în termeni trimestriali a exporturilor de bunuri și servicii a continuat și pe parcursul trimestrului IV 2020, însă dependența strictă a evoluției acestora de performanța cererii externe este de așteptat să frâneze avântul componentei în prima parte a anului 2021. O traiectorie similară a fost consemnată și în cazul importurilor, în tandem cu impulsul consistent resimțit de cererea internă. Impactul asupra deficitului de cont curent din anul 2021 ar putea fi unul marginal favorabil, evoluție susținută și de perspectiva plauzibilă a unui debut al corecției fiscale. Cu toate acestea, o ajustare semnificativă a deficitului extern este puțin probabil să se producă într-un orizont scurt de timp.

Confirmând ipotezele din ediția precedentă a *Raportului*, formarea brută de capital fix a înregistrat o dinamică medie anuală pozitivă pe ansamblul anului anterior. Menținerea la niveluri încă ridicate a incertitudinii cu privire la durata și deznodământul crizei medicale, cu potențial de a inhiba dinamica acestei componente, ar putea fi compensată de impactul anunțurilor privind suita programelor guvernamentale de facilitare a finanțării companiilor, precum și de efectuarea unui volum important de cheltuieli investiționale de către sectorul public, a căror sursă de finanțare se dorește a fi transferată de către autorități preponderent asupra contingentelor de fonduri europene. În aceste condiții, rămâne probabilă menținerea și pe termen mediu a parcursului investițional favorabil, ceea ce implică s-ar transpune într-o contribuție importantă a formării brute de capital la revirimentul potențialului de creștere a economiei.

Ritmul extrem de susținut al activității economice din ultima parte a anului 2020 implică posibilitatea unei recuperări a pierderilor de PIB induse de pandemie într-un interval de timp considerabil mai scurt comparativ cu ipoteza din precedentul *Raport asupra inflației*. Componenta ciclică a activității economice s-a contractat puternic pe parcursul trimestrului II, însă pe fondul revenirii succesive, de amploare, a economiei din trimestrele III și IV *gap*-ul PIB este probabil să își fi redus de o manieră apreciabilă valoarea negativă, estimările indicând o resorbire a unei bune părți a acestuia încă din a doua parte a anului 2020. Această ipoteză implică o reconfigurare importantă a profilului de evoluție a acestei variabile raportat la ipoteza din precedentul *Raport asupra inflației*, respectiv absorbția lentă și de durată a *gap*-ului PIB negativ.

Ulterior publicării *Raportului* din luna noiembrie 2020 s-au materializat unele presiuni inflaționiste semnificative induse preponderent de componente exogene ale coșului de consum, pe segmentul prețurilor la energia electrică și, respectiv, ale combustibililor. În paralel, reconfigurarea mai importantă a profilului deviației PIB și, respectiv, inițierea unor presiuni pe latura ofertei provenind din creșteri ale prețurilor unor materii prime agroalimentare au condus la corecții mai pronunțate față de scenariul anterior, tot în sens ascendent, și ale dinamicii proiectate a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, până la 2,7 la sută (valoare așteptată atât pentru decembrie 2021, cât și pentru decembrie 2022). În aceste condiții, rata anuală a inflației IPC se va înscrie pe o traiectorie ascendentă, atingând 3,4 la sută la finele anului 2021 și ulterior valori atenuate, până la 2,8 la sută în decembrie 2022. Comparativ cu *Raportul asupra inflației* din noiembrie, revizuirile ratei anuale a inflației IPC sunt mai ample pentru anul 2021, respectiv de 0,9 puncte procentuale în decembrie 2021, cea mai mare parte (0,6 puncte procentuale) fiind asociată unei majorări a contribuției componentelor exogene ale coșului de consum (energie electrică, prețuri ale combustibililor).

În contextul particular al persistenței crizei de sănătate, conduita politicii monetare a BNR a fost configurată într-o manieră prudentă, în vederea asigurării stabilității prețurilor și a situației macroeconomice, a bunei funcționări a sistemului bancar și a piețelor financiare în sprijinul populației și al companiilor românești.

După cum s-a preconizat în *Raportul* precedent, criza de sănătate publică s-a amplificat începând din toamna anului 2020, pe fondul tranziției bruște către al doilea val pandemic. Chiar și în condițiile materializării acestei surse de risc, principala condiționare a scenariului de bază continuă să rămână de natură medicală. Numărul din ce în ce mai mare de variabile asociate crizei medicale care se întrepătrund reciproc face din ce în ce mai dificilă conturarea unor direcții univoce de-a lungul cărora ar putea evolua activitatea economică în perioada următoare. Totuși, în contextul avansării campaniilor de vaccinare, al perspectivei implementării unor programe cuprinzătoare de susținere a economiilor la nivel european și al efectelor de antrenare din partea amplului pachet de stimulare fiscală anunțat de către SUA, se conturează perspective favorabile privind viteza revenirii activității economice. În aceste condiții, s-a evidențiat o tendință de ajustare ascendentă a anticipațiilor inflaționiste, cu pregnanță sporită în SUA, care explică creșterea recentă a randamentelor obligațiunilor pe termen lung pe piețele financiare internaționale, având un impact și asupra celei locale. În același timp, perspectivele îmbunătățite

privind relansarea economică au determinat și evoluția corelat ascendentă a cotațiilor materiilor prime pe piețele internaționale, cu potențial inflaționist, deși cu magnitudine încă incertă pe termen scurt și mediu. Programele de susținere financiară adoptate la nivel statal și regional, deși au continuat să fie implementate la o scară istorică, au fost marcate de unele asimetrii ale stimulilor între țări și regiuni, cu consecințe care se vor contura mai pregnant doar în perspectiva termenului mediu. De asemenea, durata și intensitatea crizei medicale stau sub semnul, pe de o parte, al multiplelor variații produse în genomul virusului SARS-CoV-2, cu risc de accelerare a numărului infecțiilor, iar pe de altă parte, al rapidității și eficienței campaniei de imunizare a populației, marcată recent de fluctuații vizibile în ritmul de implementare. Din acest motiv, sursele de risc provenind din partea mediului intern și, respectiv, a celui extern continuă să rămână importante, iar balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi, la acest moment, relativ echilibrată raportat la proiecția din scenariul de bază.

Pe plan intern, riscurile asociate conduitei politicii fiscale și a celei de venituri și-au diminuat mai consistent din relevanță, în condițiile în care, recent, autoritățile au aprobat un plan bugetar ce conturează debutul în anul 2021 al unei corecții fiscale pe termen mediu, de la nivelurile înalte ale deficitului bugetar înregistrat în 2020. Totuși, riscuri în sens ascendent nu sunt în totalitate excluse, mai ales în eventualitatea unei reînflamări a crizei de sănătate publică, situație care ar ocasiona atât cheltuieli suplimentare – în vederea sprijinirii agenților economici afectați în mod direct de măsurile de distanțare socială –, cât și posibile pierderi de venituri bugetare, induse de comprimarea activității economice. Într-o astfel de perspectivă, respectarea pe termen mediu a constrângerilor impuse de procedura de deficit excesiv ar impune accelerarea pasului corecției fiscale în anii imediat următori, cu consecințe mai puțin favorabile asupra rezilienței activității economice interne.

Evoluțiile recente în plan medical și economic conturează tendințe divergente: pe de o parte, am asistat la germenii unei agravări a situației de sănătate publică într-o serie de economii importante ale Uniunii Europene; pe de altă parte, evoluția activității economice, reflectată, de exemplu, în dinamica indicatorului PIB de pe parcursul trimestrului IV 2020, a depășit, în multe țări, așteptările. În aceste condiții, reticența, firească, a autorităților din multe țări de a reintroduce restricții dure, generalizate, de mobilitate a populației, nu exclude ca pe fondul adaptării din ce în ce mai eficiente a agenților economici la situația pandemică să asistăm, pe termen scurt, la decorelări temporare, posibil chiar semnificative, ale dinamicii economiilor (PIB, inflație etc.) de evoluțiile în plan medical. Aceasta ar putea implica abateri semnificative ale unora dintre variabilele macroeconomice de la nivelurile de referință din scenariul de bază. Pe termen mediu și lung însă, înscrierea activității economice într-o tendință mai stabilă de evoluție va rămâne strict condiționată de asigurarea unei protecții generalizate a populației, prin continuarea campaniilor de imunizare împotriva virusului SARS-CoV-2.

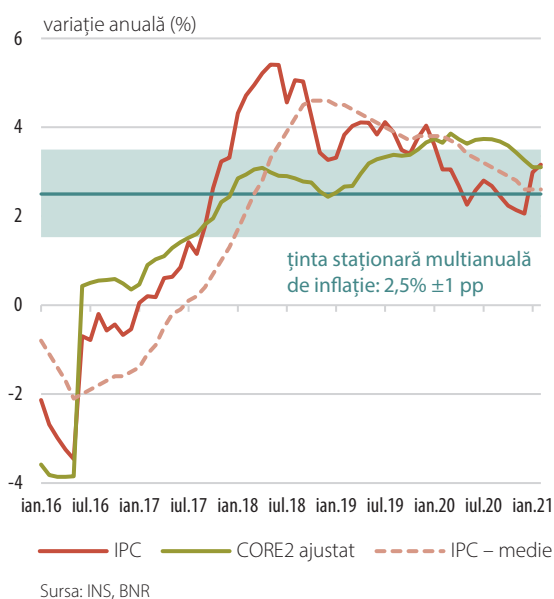
Decizia de politică monetară

Date fiind caracteristicile noii perspective a inflației, precum și incertitudinile și riscurile mari asociate acesteia, având ca surse pandemia de coronavirus, conduita politicii fiscale și condițiile de pe piața muncii, dar și tendința ascendentă a cotațiilor internaționale ale materiilor prime și volatilitatea crescută de pe piața financiară internațională, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 15 martie 2021 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,25 la sută. De asemenea, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit la 0,75 la sută și a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*) la 1,75 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC și-a continuat parcursul descendent în ultimele trei luni ale anului 2020, coborând suplimentar în jumătatea inferioară a intervalului de variație din jurul țintei, până la 2,06 la sută în luna decembrie (față de 2,45 la sută în septembrie). Începutul anului 2021 a marcat însă un salt puternic al ratei anuale a inflației, până la 2,99 la sută în ianuarie, respectiv 3,16 la sută în februarie, în contextul liberalizării pieței energiei electrice pentru consumatorii casnici, dar și al creșterii semnificative a cotației petrolului Brent. Tendința dezinflaționistă din ultimele luni ale anului 2020 a fost imprimată de înregistrarea unei recolte abundente de legume și fructe pe plan comunitar, respectiv de manifestarea unor efecte de bază favorabile asociate scumpirii puternice a unor alimente procesate în urmă cu un an. Cel din urmă factor a fost decisiv pentru traiectoria CORE2 ajustat, care și-a întrerupt perioada de stabilitate, coborând de la valoarea de 3,7 la sută, în jurul căreia a oscilat pe parcursul primelor nouă luni ale anului 2020, la 3,3 la sută în decembrie și, mai departe, la 3,1 la sută în februarie 2021 (Grafic 1.1). În ceea ce privește factorii fundamentali, se remarcă diminuarea la finele anului 2020 a influenței favorabile din partea deficitului de cerere agregată din economie, activitatea economică recuperând pierderea suferită în primele luni ale pandemiei într-un ritm sensibil peste așteptări, precum și acumularea de presiuni pe filiera costurilor.

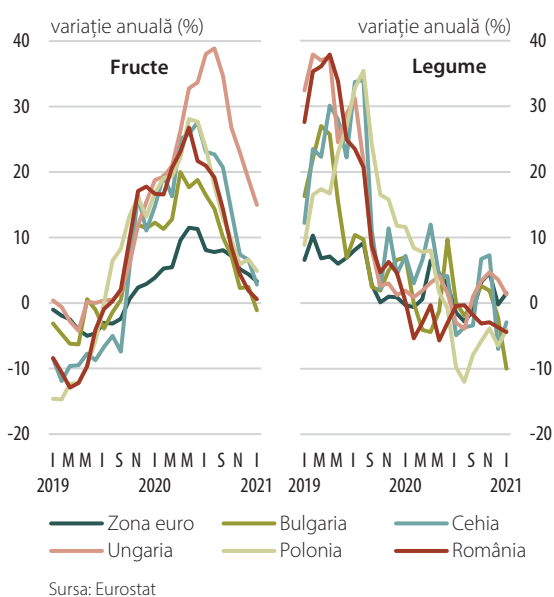
Grafic 1.1. Evoluția inflației



Grupa alimentelor cu prețuri volatile a înregistrat o decelerare abruptă a ratei anuale a inflației în perioada analizată, coborând în teritoriul negativ; luna februarie 2021 a consemnat minimul ultimilor patru ani (-2,4 la sută, față de 4,1 la sută în septembrie 2020). Evoluția este rezultanta presiunilor în sens dezinflaționist provenind atât din partea cererii, cât și a ofertei. Astfel, cererea din partea industriei ospitalității a înregistrat o nouă deteriorare, înăsprirea restricțiilor de mobilitate odată cu manifestarea celui de-al doilea val pandemic la nivel comunitar afectând cu precădere acest sector de activitate. În același timp, recolta de legume și fructe s-a dovedit bogată atât pe plan intern, cât și european (Grafic 1.2).

În sens contrar au evoluat prețurile asociate componentei energetice a coșului de consum. Astfel, după o scumpire moderată în noiembrie, ca urmare a majorării contribuției pentru cogenerare, factura la energie electrică a

Grafic 1.2. Prețurile legumelor și fructelor în UE



consemnat un salt puternic în luna ianuarie 2021 (+18,4 la sută, variație lunară), odată cu liberalizarea acestei piețe (Caseta 1). Tot pe segmentul energiei, valorile negative ale variației anuale a prețurilor combustibililor s-au atenuat pe parcursul trimestrului IV (de la -7,8 la sută în septembrie la -6,8 la sută în decembrie), pentru ca în luna februarie variația anuală să redevină pozitivă, pentru prima dată de la începutul pandemiei (0,3 la sută). Evoluția a reflectat în bună măsură traiectoria cotației Brent, care a depășit 60 USD/baril în februarie 2021, optimismul din piață fiind alimentat de progresele consemnate de campaniile de vaccinare, precum și de menținerea stimulilor fiscali și monetari de amploare în marile economii ale lumii; pe partea ofertei au acționat decizia OPEC+ de a crește doar ușor nivelul producției în luna ianuarie 2021, dar și gradul ridicat de conformare în rândul membrilor cartelului.

Caseta 1. Liberalizarea pieței energiei electrice pentru consumatorii casnici: scurt istoric și evoluții curente

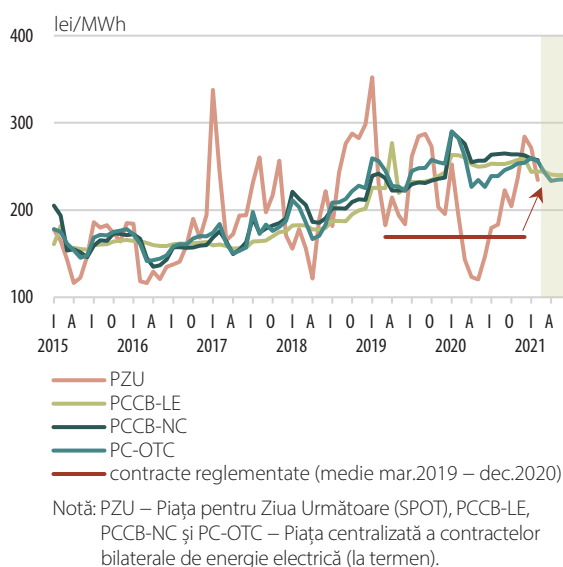
Procesul de liberalizare a pieței energiei electrice pentru consumatorii casnici a demarat în anul 2013, autoritățile stabilind un calendar de majorare graduală a ponderii componentei de piață concurențială, respectiv a ponderii energiei active achiziționate de pe piața liberă. Ultima etapă a acestui proces a avut loc la finele anului 2017. Pe măsura avansării calendarului de liberalizare s-a conturat o tendință de migrare a clienților către piața concurențială, destul de timidă însă până în decembrie 2017 (consumul acestora ajungând, în decurs de patru ani, la numai 10 la sută). Consumatorii care, până la începutul anului 2018, nu optaseră încă pentru o ofertă pe piața concurențială au devenit automat beneficiari ai așa-numitului serviciu universal – care reprezintă în mod normal un serviciu de ultimă instanță, dar care a fost utilizat temporar pe scară largă pentru a facilita tranziția fără sincope la piața liberă; din același motiv, tariful serviciului universal a continuat să fie supus avizării ANRE. Indiferent de tipul de tarif pentru energia activă, celelalte componente ale facturii rămâneau sub controlul autorității de profil: tarifele aferente serviciilor (transport, sistem, distribuție), contribuția pentru cogenerarea de înaltă eficiență și cota obligatorie de achiziție de certificate verzi.

Deschiderea completă a pieței energiei electrice la începutul anului 2018 a fost însă de scurtă durată, plafonarea prețurilor prin OUG nr. 114/2018 și, ulterior, prin ordonanțele militare emise în contextul pandemiei blocând procesul. Acesta a fost reluat la începutul anului 2021, prețul energiei active urmând să reflecte din nou mecanismele pieței; restul componentelor din factură, cumulând circa jumătate din prețul final, rămân sub controlul autorității de profil. Dacă în cursul anului 2018 prețul final pentru clienții aflați în serviciul universal era supus avizării ANRE, în prezent acest lucru nu mai este valabil.

În pofida intervențiilor legislative apărute în domeniu, procesul de migrare a clienților către piața concurențială s-a intensificat în ultimii ani, consumul acestora ajungând să dețină la sfârșitul anului 2020 o pondere de aproximativ 40 la sută. Diferența dintre factura plătită de consumatorii aflați în regim concurențial și cei alimentați în regim reglementat s-a majorat sensibil însă în acest interval,

cea dintâi fiind cuplată la evoluțiile pieței, ale cărei condiții s-au deteriorat semnificativ în anii recentii. Perioada 2019-2020 a fost caracterizată de deficiențe la nivelul ofertei de electricitate, producția de energie pe bază de cărbune fiind puternic afectată de majorarea amplă a costurilor de achiziție a certificatelor de emisii CO₂, iar cea generată de hidrocentrale, de condițiile meteorologice nefavorabile (mai ales în anul 2020, care a fost unul extrem de secetos). Această situație a determinat poziționarea cotațiilor de pe piața *en gros* pe un trend ascendent, contractele la termen cu livrare în primele luni din anul 2021 ajungând să se tranzacționeze la aproximativ 240 lei/MWh (față de o medie de sub 200 lei/MWh în anul 2018). În tot acest timp, prețul de achiziție a energiei electrice reglementat de autorități s-a menținut în jurul valorii de 170 lei/MWh (Grafic A). Pe baza acestor informații și presupunând constante celelalte elemente ale facturii, reîntoarcerea pieței

Grafic A. Prețurile energiei electrice



Sursa: OPCOM, ANRE, calcule BNR

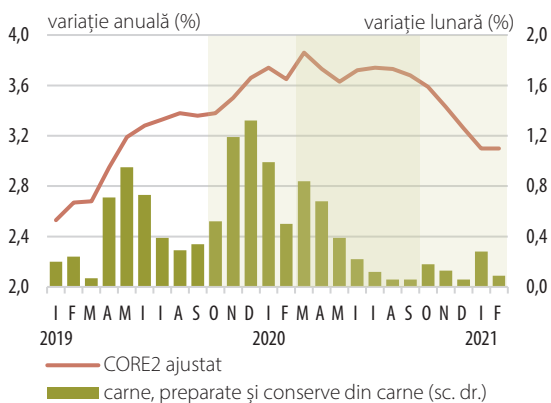
la coordonate concurențiale începând cu 1 ianuarie 2021 ar fi implicat un salt al prețurilor finale de peste 10 la sută.

Liberalizarea de la începutul anului 2021 a adus o creștere a facturii finale, în medie cu 18,4 la sută (variație lunară). În absența semnării unui contract pe piața liberă, consumatorii aflați în regim reglementat au fost trecuți automat în serviciul universal, până la momentul optării pentru o ofertă concurențială, pentru a asigura continuitatea furnizării energiei electrice, tarifele de pe acest segment fiind, însă, în general, mai ridicate comparativ cu cele de pe piața liberă. Având în vedere că majoritatea clienților aflați în regim reglementat nu optaseră până la finele anului 2020 pentru o ofertă concurențială, principalii furnizori (la recomandarea ANRE) au oferit clienților casnici posibilitatea de a se decide asupra unei oferte de pe piața liberă până la jumătatea anului 2021, urmând ca în acest interval diferența dintre tariful aferent serviciului universal (plătit până la momentul semnării unui nou contract) și cel din noua ofertă să fie decontată cu ocazia regularizărilor.

Cel mai probabil, stabilizarea pieței energiei electrice ulterior liberalizării va fi un proces de durată, piața aflându-se într-o fază timpurie de dezvoltare. Încep să se observe însă preocupări tot mai accentuate privind sporirea nivelului de transparență, de informare și conștientizare în rândul consumatorilor, iar numărul participanților și al ofertelor competitive este în continuă creștere. Toate aceste elemente sunt de natură să conducă în timp la o intensificare a concurenței și,

implicit, la condiții tot mai avantajoase pentru clientul final. De altfel, sunt probabile ajustări descendente ale prețurilor în perioada următoare, date fiind ofertele mai atractive de pe piață în acest moment (comparativ cu serviciul universal), precum și posibilitatea clienților de a beneficia retroactiv de acestea.

Grafic 1.3. Influența grupei produselor din carne asupra inflației de bază



Notă: Ariile evidențiază cele 12 variații lunare care intră în compoziția ratei anuale a inflației. Efectul de bază favorabil este dat de dimensiunea net inferioară a variațiilor lunare din oct. 2020 – feb. 2021 față de cele aferente aceleiași perioade din anul anterior.

Sursa: INS

Inflația de bază și-a redus sensibil rata anuală de creștere în trimestrul IV 2020 și în primele luni ale anului 2021 până la 3,1 la sută în luna februarie (-0,6 puncte procentuale față de septembrie), în mare măsură pe seama unui efect statistic manifestat la nivelul componentei alimentare (Grafic 1.3). Excluzând influența acestui factor, inflația de bază ar fi continuat să evolueze stabil, în condițiile în care efectele deficitului de cerere agregată din economie au devenit tot mai slabe, pe fondul recuperării pierderilor suferite în primele luni ale pandemiei într-un ritm sensibil peste așteptări, iar pe filiera costurilor se acumulează presiuni inflaționiste. Astfel, companiile resimt o majorare a costurilor unitare cu forța de muncă (chiar și excluzând impactul măsurilor de sprijin), precum și a costurilor asociate măsurilor de combatere a pandemiei. Dacă demersurile de împiedicare a răspândirii virusului s-au tradus în costuri sporite pentru

majoritatea operatorilor economici, influențele crizei pandemice la nivelul cererii adresate diferitelor componente ale coșului de consum sunt deosebit de eterogene. Cele mai afectate rămân serviciile de piață care presupun interacțiune fizică (transporturi, hoteluri, restaurante, turism, servicii de recreere și cultură), în timp ce consumul unor categorii de bunuri (cum sunt cele destinate optimizării spațiilor locative, în contextul sporirii timpului în care oamenii s-au aflat la domiciliu) a consemnat chiar creșteri ample, pe fondul susținerii oferite veniturilor populației, dar și ca efect al unei redistribuiri a cheltuielilor dinspre servicii. De altfel, modificarea structurii consumului populației în anul 2020 a fost materială, cu repercusiuni inclusiv din perspectiva inflației resimțite de populație (Casetă 2).

Casetă 2. Modificarea structurii consumului populației în contextul pandemiei și impactul asupra ratei inflației

Răspândirea agresivă a virusului SARS-CoV-2 a condus la reconfigurarea obiceiurilor de consum ale populației, restricțiile de mobilitate determinând scăderea masivă a consumului de servicii care presupun interacțiune fizică, în timp ce desfășurarea majorității activităților la domiciliu a favorizat creșterea cererii pentru produse destinate amenajării locuinței. Totodată, orientarea către produse de strictă necesitate s-a consolidat, iar mobilitatea mai restrânsă s-a reflectat în achiziții mai reduse de combustibili. Având în vedere amploarea schimbărilor intervenite în comportamentul de consum, alături de faptul că indicii prețurilor de consum sunt indici de tip Laspeyres, care presupun utilizarea unei structuri a cheltuielilor de

consum de la un moment anterior, nu este lipsită de relevanță analiza influenței acestor modificări asupra ratei inflației efectiv resimțite de consumatori în lunile ulterioare declanșării pandemiei. Astfel, caseta de față își propune să calculeze pentru perioada respectivă o rată experimentală a inflației pe baza unui indice de tip Paasche, a cărui schemă de ponderare este derivată din cheltuielile contemporane de consum și, prin urmare, reflectă mai fidel rata inflației în cazul producerii unor schimbări ample în structura consumului.

Similar practicii internațională, și în România indicele prețurilor de consum (IPC) este calculat ca un indice de tip Laspeyres – indicii cu bază fixă din luna t se obțin prin raportarea prețurilor curente la prețurile medii din anul $t-2$, ponderile utilizate, determinate pe baza *Anchetei Bugetelor de Familie (ABF)*, corespunzând aceluiași an.

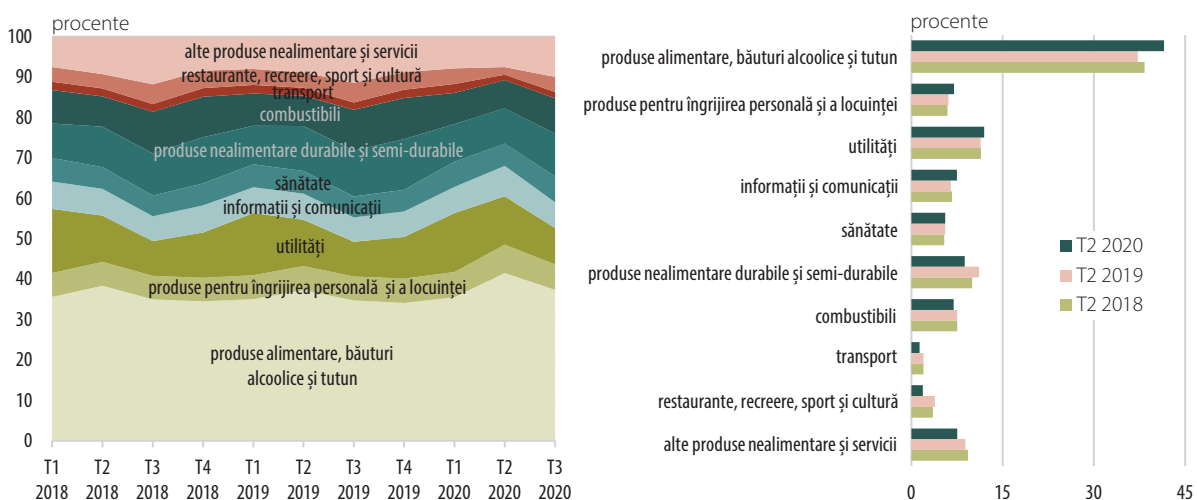
$$I_{Laspeyres} = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{p_i^t}{p_i^0} w_i^0}{\sum_{i=1}^n w_i^0}$$

unde $\frac{p_i^t}{p_i^0}$ reprezintă indicele de preț al lunii curente (t) față de perioada de referință (0), iar w_i^0 reprezintă ponderea din perioada de referință (0) pentru componenta i a coșului de consum. Actualizarea ponderilor are loc anual, în ianuarie, pentru seria de indici lunari din anul 2020 fiind folosite ponderile aferente anului 2018. Pentru asigurarea continuității seriilor de indici cu baze diferite, aceștia sunt înlănțuiți cu ajutorul unor coeficienți de racordare, determinați la nivelul fiecărei luni decembrie ca raport între un indice de tip Laspeyres cu baza veche (2017 în cazul lunii decembrie 2019) și unul cu baza nouă (2018, bază folosită tot pentru decembrie 2019). Racordarea asigură astfel ca variațiile de preț obținute la nivel agregat să nu reflecte diferențele existente la nivelul ponderilor, ci doar pe cele de la nivelul prețurilor.

Rezultatele anchetei ABF derulate pe parcursul trimestrului II 2020 relevă schimbările apărute în structura consumului la debutul pandemiei, tendință doar parțial inversată ulterior, odată cu relaxarea graduală a restricțiilor (Grafic A). Măsurile impuse pentru a încetini răspândirea virusului, precum limitarea mobilității consumatorilor și restrângerea (sau chiar sistarea) activității comercianților care nu furnizau mărfuri esențiale, alături de reducerea veniturilor curente și apariția incertitudinilor privind câștigurile viitoare, au determinat diminuarea (și în unele cazuri chiar prăbușirea) consumului pentru o serie de bunuri și servicii. În acest sens, este evidentă reducerea ponderii cheltuielilor cu restaurante, recreere, sport și cultură sau a celor cu unele produse nealimentare durabile și semi-durabile (îmbrăcăminte, încălțăminte, mobilier). De asemenea, perceperea, la începutul pandemiei, a unei posibilități de apariție a problemelor de aprovizionare a dat naștere unui comportament de tip *panic buying* în rândul populației, vizibil îndeosebi la nivelul cererii pentru produsele alimentare. Alimentelor le-a revenit o pondere mai mare în coșul de consum și ca urmare a reorientării consumatorilor dinspre HoReCa spre prepararea mâncării la domiciliu – de regulă, importanța cheltuielilor cu alimentele crește în trimestrul II (probabil în asociere cu sărbătorile pascale), însă modificarea din anul 2020 este mai amplă, ponderea corespundentă apropiindu-se de 42 la sută, cu circa 4 puncte procentuale peste valorile din anii

anteriori. În plus, adoptarea unor măsuri de igienă mai stricte i-a determinat pe consumatori să aloce o parte mai importantă din bugetul de consum pentru achiziția de produse destinate îngrijirii personale și locuinței, în timp ce desfășurarea majorității activităților la domiciliu a avut, de asemenea, influențe asupra structurii coșului de consum, de exemplu în sensul creșterii ponderii cheltuielilor cu IT&C (telefonie, echipamente audio-video și de procesare a informațiilor, accesorii) și al scăderii celei aferente cheltuielilor de transport.

Grafic A. Evoluția structurii cheltuielilor de consum (ponderi în total)



Notă: Categoria „produse nealimentare durabile și semi-durabile” include cheltuieli pentru îmbrăcăminte, încălțăminte, articole de mobilier și aparate de uz casnic.

Sursa: INS (Ancheta Bugetelor de Familie), calcule BNR

Pentru a putea evalua mai bine inflația efectiv resimțită de populație de la debutul pandemiei a fost calculată o rată experimentală a inflației pentru trimestrele II și III 2020 (cele mai recente perioade pentru care sunt disponibile date ABF), cu ajutorul unui indice Paasche:

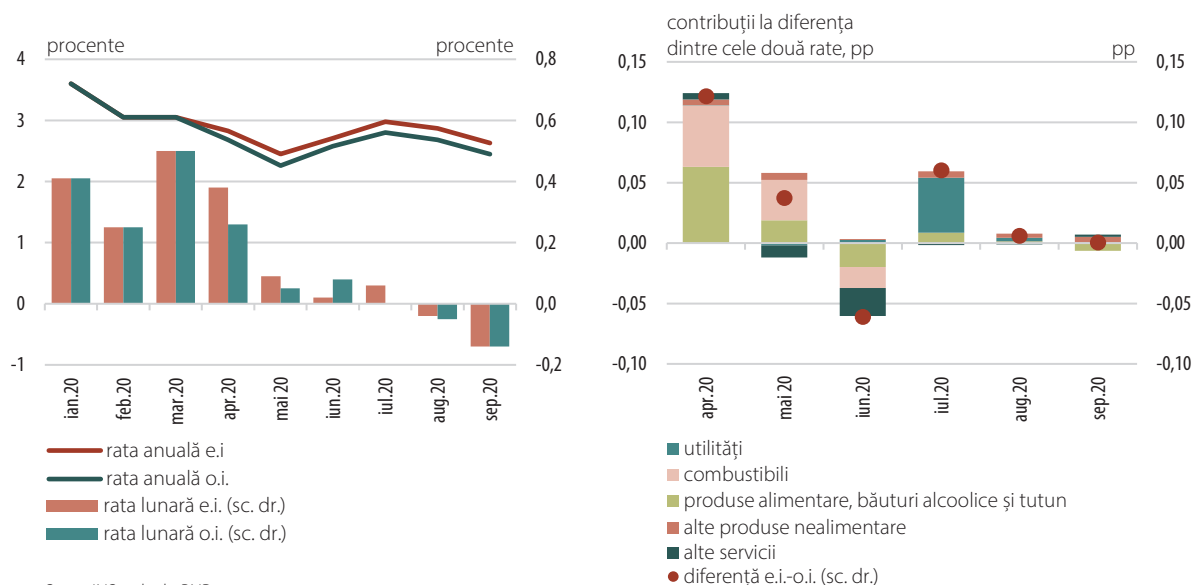
$$I_{Paasche} = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{p_i^t}{p_i^0} w_i^t}{\sum_{i=1}^n w_i^t}$$

unde $\frac{p_i^t}{p_i^0}$ reprezintă indicele de preț al lunii curente (t) față de perioada de referință (0), iar w_i^t reprezintă ponderea din perioada curentă (t) pentru componenta i a coșului de consum. Și în cazul indicelui Paasche, schimbarea ponderilor presupune calcularea coeficienților de racordare între noua și vechea serie, lucru realizat la nivelul lunilor aprilie și iulie.

Pentru România, rezultatele acestui calcul experimental indică o rată a inflației superioară cu circa 0,16 puncte procentuale celei oficiale, diferența apărând în primele luni după debutul pandemiei (Grafic B). Componentele coșului de consum cu cea mai mare contribuție la acest ecart sunt produsele alimentare (care au înregistrat atât o majorare a ponderii, cât și o accelerare a ritmului de creștere a prețurilor, favorizată de noul context) și combustibilii, ponderea și prețul acestora

fiind sensibil diminuate de restricțiile de circulație impuse de pandemie pe plan intern și internațional. Traiectoriile prețurilor celor două grupe se inversează însă în iunie, ceea ce, împreună cu dinamica pozitivă ceva mai amplă a prețurilor serviciilor (segment cu o pondere mai mică în IPC experimental), conduce la o rată lunară mai mică a inflației obținute prin calculul experimental comparativ cu rata oficială corespunzătoare lunii respective. În iulie, ieftinirea gazelor naturale, cu o pondere mai mare la nivelul inflației oficiale față de cea experimentală⁵, explică aproape integral diferența dintre cele două rate; ecartul dintre cele două măsuri se micșorează semnificativ pe parcursul celorlalte luni incluse în analiză.

Grafic B. Rata experimentală a inflației (e.i.) vs. rata oficială a inflației (o.i.)



Merită menționat faptul că literatura de specialitate arată că majorarea prețurilor produselor cumpărate frecvent poate avea o influență suplimentară asupra inflației percepute, dincolo de efectul matematic atribuit ponderii acestora în coșul de consum (D'Acunto *et al.*, 2019). Întrucât bunurile alimentare, cu ale căror prețuri consumatorii sunt cel mai adesea confrunțați, au fost în debutul pandemiei principalul motor inflaționist din economie, este posibil ca inflația percepută de consumatori să se fi ridicat la un nivel superior celui indicat de calculul experimental.

Demersuri similare de recalculare a ratei inflației în funcție de noua structură a consumului au fost implementate pe parcursul anului 2020 și de alte instituții, printre care BCE, FMI, Institutul Național de Statistică al Marii Britanii, însă în aceste cazuri se remarcă discontinuitatea seriilor utilizate pentru recalcularea ponderilor, fiind folosite surse alternative (date privind cifra de afaceri în comerț, date privind tranzacțiile cu cardul, sondaje etc.). Rezultatele sunt apropiate de cele obținute în cazul României, inflația resimțită fiind evaluată a depăși cu circa 0,1-0,2 puncte procentuale măsurile oficiale. Un impact mai amplu este estimat de Cavallo (2020) care obține valori semnificativ mai ridicate pentru inflația anuală reponderată comparativ cu cea oficială în cazul SUA (peste 0,7 puncte procentuale în mai 2020).

⁵ Deși ponderea grupei „utilități” crește odată cu debutul pandemiei, responsabile pentru aceasta sunt energia electrică și segmentul apă, canal, salubritate, în timp ce gazele naturale au o pondere mai restrânsă (influență de natură sezonieră).

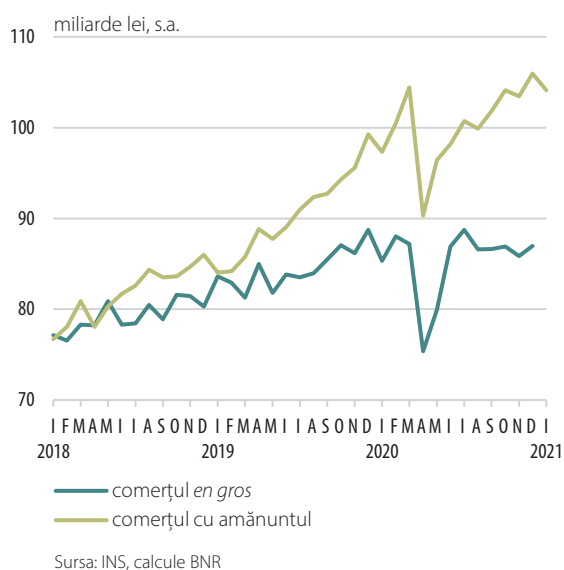
O limitare a abordării utilizate pentru calculul experimental o reprezintă faptul că schimbarea frecventă a ponderilor poate conduce la încorporarea în calculul indicelui a unor episoade de volatilitate (luni cu comportament de consum atipic, dar tranzitoriu, determinat de sezonalitate, oferte promoționale, realizare de stocuri etc.), generând astfel devierea sa artificială. În acest sens, a fost realizat un exercițiu suplimentar, rata anuală a inflației fiind recalculată, începând cu anul 2019, pe baza unui indice de tip Paasche, cu schimbări trimestriale ale ponderilor. Cu toate că există unele diferențe la nivelul ratelor lunare, acestea sunt marginale și se compensează reciproc, astfel că la finele anului 2019 rata anuală a inflației IPC calculată în acest mod este similară celei oficiale (4,05 la sută față de 4,04 la sută). Pentru o perioadă mai lungă însă, o astfel de abordare poate conduce la supra/subestimarea indicelui, pe fondul volatilității ponderilor pe termen scurt, problemă cunoscută în literatura de specialitate ca „devierea indicilor în lanț” (*chain drift*). Din acest motiv este recomandată schimbarea ponderilor doar o dată pe an (Eurostat, 2012; FMI, 2017). În practică, din rațiuni care țin de disponibilitatea și acuratețea datelor, este indicată utilizarea unor ponderi din ani anteriori – de regulă $t-2$.

În concluzie, rezultatele acestui exercițiu experimental indică faptul că în primele luni de la debutul pandemiei rata inflației a fost ușor superioară măsurii oficiale și în cazul României, similar altor rezultate obținute în literatura de specialitate. Un astfel de exercițiu este util în momente caracterizate de schimbări bruște și ample ale structurii consumului, dar pe termen mai lung modificarea frecvență a ponderilor poate afecta calitatea indicelui de preț astfel calculat.

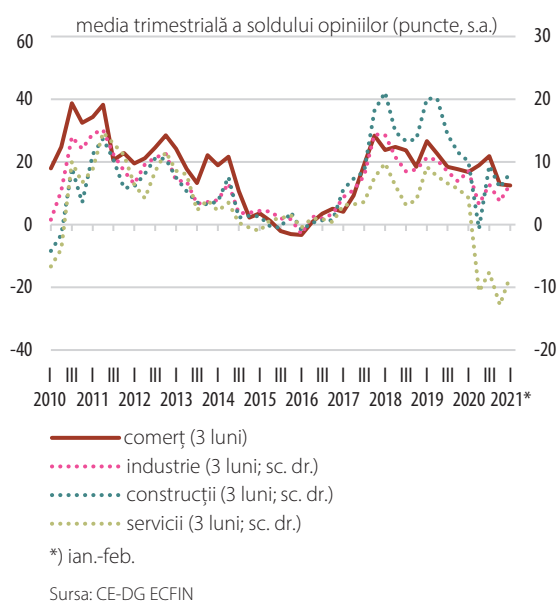
Referințe

- Banca Centrală Europeană – *Economic Bulletin*, issue 7, Box 3, 2020
- Cavallo, A. – „Inflation with Covid Consumption Baskets”, NBER Working Paper No. 27352, 2020
- D’Acunto, F., Malmendier, U., Ospina, J. și Weber, M. – „Exposure to Daily Price Changes and Inflation Expectations”, NBER Working Paper No. 26237, 2019
- Eurostat – *Final Report. Task Force Chain-Linking in STS*, 2012
- Eurostat – *Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) Methodological Manual*, 2018
- Fondul Monetar Internațional – *Update of Quarterly National Accounts Manual: Concepts, Data Sources and Compilation*, 2017
- Institutul Național de Statistică – *Buletin statistic de prețuri nr. 1*, 2020
- Lent, J. – „Chain Drift in Some Price Index Estimators”, *Proceedings of the Survey Research Methods Section of the American Statistical Association*, Vol. 313, 2000
- Office for National Statistics – *Effect of Reweighting the Consumer Prices Basket during the Coronavirus (COVID-19) Pandemic: April to September 2020*, 2020a
- Office for National Statistics – *Re-weighted Consumer Prices Basket – Adjusting for Consumption Changes during Lockdown: July 2020*, 2020b
- Reinsdorf, M. – „COVID-19 and the CPI: Is Inflation Underestimated?”, IMF Working Paper WP/20/224, 2020
- von Auer, L. – „The Nature of Chain Drift”, 17th Meeting of the Ottawa Group on Price Indices, 2019

Grafic 1.4. Cifra de afaceri în comerțul cu bunuri alimentare



Grafic 1.5. Anticipații privind evoluția prețurilor

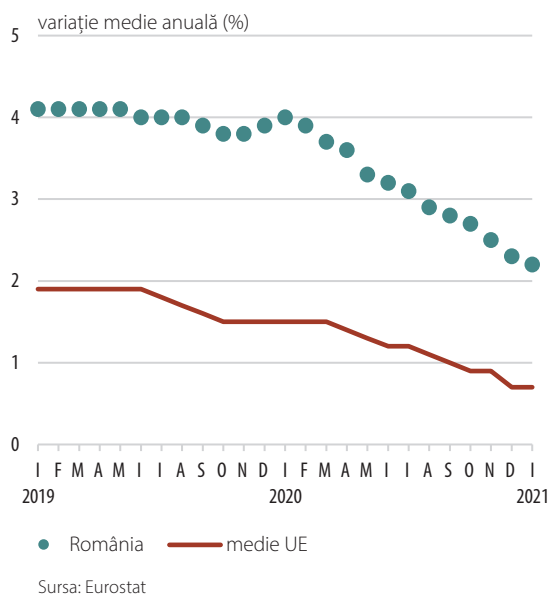


În structură, rata anuală de creștere a prețurilor mărfurilor alimentare incluse în inflația de bază s-a diminuat în perioada analizată de la 5,3 la sută în septembrie la 4,0 la sută în februarie 2021. Dincolo de efectul de bază favorabil asociat scumpirii puternice a cărnii de porc în aceeași perioadă a anului 2019 (în contextul deficitului de ofertă generat de epidemia de pestă porcină coroborat cu excedentul de cerere semnificativ din economie la acel moment), tendința dezinflaționistă pe grupa mărfurilor alimentare a fost probabil favorizată de scăderea vânzărilor *en gros*, ca urmare a restrângerii cererii din partea industriei ospitalității (Grafic 1.4). Totuși, presiuni inflaționiste specifice se acumulează pe această componentă, date fiind randamentele deosebit de slabe înregistrate la principalele culturi (grâu, porumb, floarea-soarelui) în anul 2020. Serviciile de piață au consemnat o ușoară dezinflație, rata anuală de creștere a prețurilor coborând la începutul anului 2021 ușor sub punctul central al intervalului țintei, pe fondul unui nou recul al activității odată cu înăsprirea restricțiilor de mobilitate și cu creșterea reticenței populației de a consuma servicii care presupun interacțiune fizică ridicată. În sensul temperării inflației pe acest segment a acționat și atenuarea ritmului anual de depreciere a monedei naționale în raport cu euro. În ceea ce privește componenta nealimentară a inflației de bază, caracterizată de regulă de un grad mai ridicat de inerție, rata anuală de creștere s-a menținut în jurul valorii de 2,5 la sută pe parcursul perioadei analizate.

Anticipațiile inflaționiste pentru următoarele trei luni s-au redus considerabil în trimestrul IV, până la valori situate sub mediile pe termen lung pentru toate cele patru categorii de agenți economici (industrie, comerț, servicii, construcții). Se remarcă

grupa serviciilor, unde anticipațiile operatorilor privind evoluția prețurilor au coborât până la minimul seriei istorice, reflectând perspectivele sumbre ale acestui segment în contextul impunerii unor noi restricții de mobilitate (Grafic 1.5). Începutul anului 2021 a marcat însă o revenire pe majoritatea segmentelor, pe fondul îmbunătățirii perspectivelor creșterii economice, precum și al acumulării de presiuni pe filiera costurilor. Așteptările analiștilor bancari cu privire la evoluția prețurilor în următorii doi ani s-au modificat marginal, menținându-se în apropierea punctului central al țintei de inflație.

Grafic 1.6. IAPC mediu anual



Inflația medie anuală a continuat să se reducă până la 2,6 la sută conform structurii naționale în intervalul decembrie-februarie (față de 3,0 la sută în septembrie 2020). Calculată pe baza structurii armonizate, inflația medie anuală s-a diminuat până la 2,3 la sută în decembrie 2020, 2,2 la sută în ianuarie, respectiv 2,1 la sută în februarie 2021 (față de 2,8 la sută în trimestrul precedent), valori care încă plasează România printre statele membre ale UE cu cel mai înalt nivel al inflației (după Polonia, Ungaria și Cehia). Ecartul față de inflația medie UE s-a diminuat ușor, până la 1,5 puncte procentuale în ianuarie (Grafic 1.6).

Rata anuală a inflației IPC, precum și cea a inflației de bază CORE2 ajustat s-au situat la sfârșitul anului 2020 la valorile prognozate în ediția precedentă a *Raportului asupra inflației*. La nivelul componentelor exogene, erorile de prognoză s-au anulat reciproc,

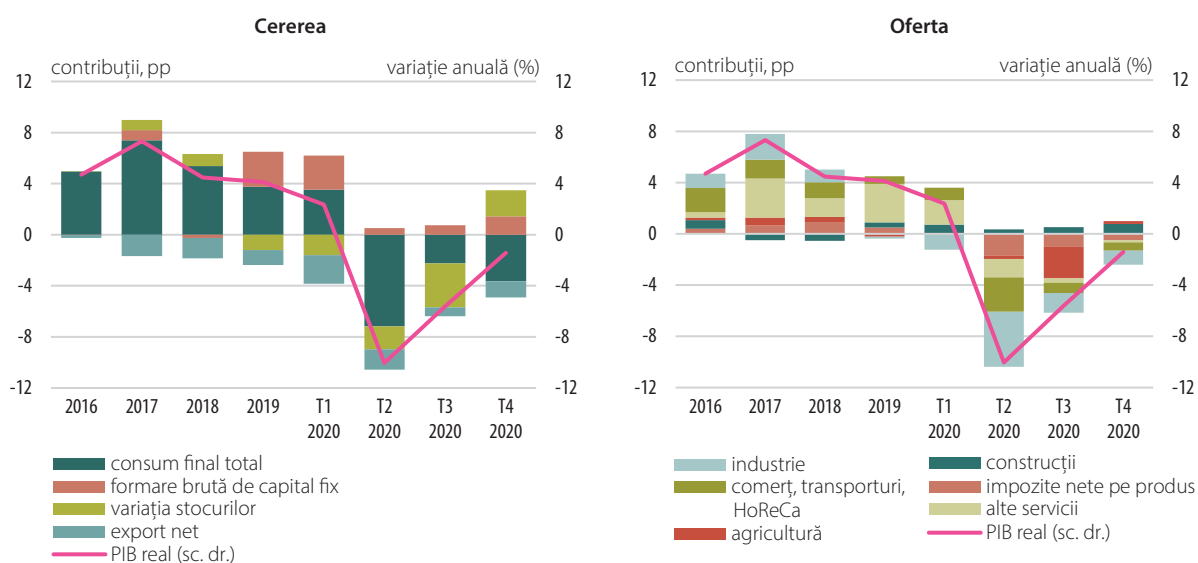
evoluția sub așteptări pe segmentul LFO fiind compensată de cea peste așteptări înregistrată în cazul țigaretelor și al prețurilor administrate.

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

Într-un context dominat de relaxarea restricțiilor de mobilitate, revenirea cererii externe și o situație în linii mari favorabilă pe piața muncii, economia românească s-a redresat în a doua jumătate a anului 2020, PIB real recuperând în mare măsură pierderea provocată de criza pandemică. În termeni anuali, contracția severă din perioada aprilie-iunie s-a atenuat cu 6,6 puncte procentuale în semestrul II, până la -3,4 la sută, tendința fiind și mai pronunțată dacă se elimină din calcul performanța slabă a producției agricole. Temperarea declinului economic a fost atribuită deopotrivă absorbției interne (scăderea mai lentă a consumului fiind însoțită de o nouă creștere a investițiilor) și cererii externe nete, al cărei efect de erodare asupra dinamicii PIB real s-a redus comparativ cu primele două trimestre (Grafic 2.1).

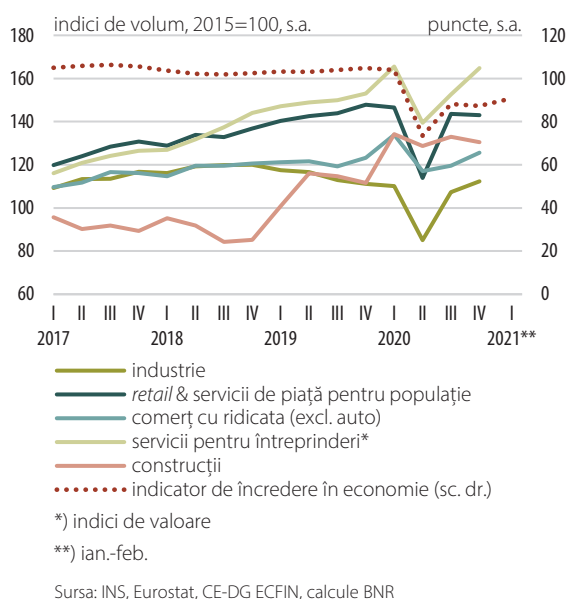
Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



Sursa: INS, calcule BNR

Redresarea economiei locale în semestrul II 2020 a fost vizibilă la nivelul principalelor sectoare economice, indicii lunari de volum semnalând revenirea activității în proximitatea nivelurilor consemnate în primele două luni ale anului. Rolul decisiv aparține stimulilor fiscali, orientați către susținerea capitalului de lucru și a investițiilor în rândul companiilor. Cu toate acestea, adaptarea sectoarelor economice la condițiile de pandemie nu a fost generalizată, activitățile care presupun interacțiune fizică (transporturi, hoteluri, restaurante, turism, servicii de recreere și cultură) resimțind în continuare efectele menținerii și ulterior înăsprii măsurilor de distanțare, precum

Grafic 2.2. Sectoare economice

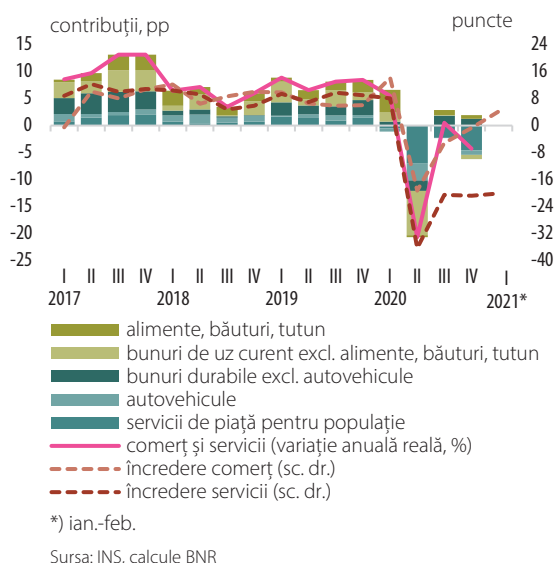


și pe cele ale prudenței din rațiuni sanitare, manifestată de populație. În schimb, vânzările comerciale s-au dinamizat, odată cu relaxarea restricțiilor de mobilitate, concomitent cu ameliorarea graduală a veniturilor populației (ca urmare a revenirii activității economice, în paralel cu menținerea măsurilor de sprijin financiar adoptate de autorități pentru păstrarea relațiilor de muncă). Sectorul construcțiilor, puțin afectat de pandemie, și-a continuat parcursul ascendent, atât pe segmentul clădirilor, cât și pe cel al proiectelor de infrastructură. Redresarea absorbției interne a stimulat activitatea industrială, însă meritul principal în revenirea sectorului prelucrător aparține ameliorării cererii externe, în special din partea economiilor europene, unde detensionarea antrenată de ieșirea din starea de urgență a fost însoțită de impulsul exercitat de ascensiunea economiei chineze (Grafic 2.2).

Consumul final al populației a înregistrat o temperare a declinului anual în semestrul II (până la -5 la sută), pe fondul unor evoluții robuste la nivelul pieței muncii. Tendința nu a fost însă uniformă pe parcursul acestei perioade, în condițiile în care relaxarea treptată a măsurilor de limitare a mobilității a fost urmată de o reînăsprire a restricțiilor în toamna anului anterior. Totodată, revenirea cererii s-a produs cu intensități diferite la nivelul segmentelor de consum. Astfel, activitățile de petrecere a timpului liber au rămas pe o pantă puternic negativă (scădere anuală de peste 30 la sută a volumului de încasări din servicii de piață prestate populației în a doua jumătate a anului, în vizibilă atenuare totuși față de trimestrul II). Un factor inhibitor suplimentar este reprezentat și de o anumită reticență din partea populației de a recurge la aceste tipuri de servicii, dat fiind riscul epidemiologic crescut. Totodată, reducerea deplasărilor populației (inclusiv ca urmare a adoptării pe scară largă a muncii de la distanță) s-a reflectat în scăderea vânzărilor de carburanți (cu 5,7 la sută, variație anuală), în timp ce achizițiile de autovehicule, după ce cunoscuseră o anumită redresare în trimestrul III, și-au accelerat scăderea în ultima parte a anului, semnalând o posibilă erodare a încrederii consumatorilor, asociată reintensificării crizei pandemice.

În schimb, noile coordonate economice și sociale au antrenat creșterea achizițiilor în cazul altor grupe de produse, care au fost favorizate totodată și de o anumită redistribuire a resurselor financiare ale populației, determinată de ajustarea cererii (sau de imposibilitatea exercitării sale) pe segmentele amintite anterior. Astfel, vânzările produselor de bricolaj și ale celor pentru dotarea locuinței (mobilă și bunuri din gama electro-IT) au consemnat în continuare o evoluție favorabilă (creștere anuală de circa 11 la sută în semestrul II), potențată de necesitatea unor îmbunătățiri ale spațiului de locuit în contextul majorării semnificative a timpului petrecut la domiciliu (Grafic 2.3). Cererea de bunuri alimentare și cea de produse de igienă, cosmetice și farmaceutice și-au continuat parcursul robust (creșteri cu 2,7 la sută și respectiv cu 6,2 la sută). Totodată, consumatorii și-au menținut un interes ridicat pentru achizițiile realizate *online*, semnalele din piață indicând majorarea semnificativă a numărului

Grafic 2.3. Activitatea comercială și servicii pentru populație



de clienți noi în perioada parcursă de la debutul pandemiei, dar și lărgirea gamei de produse achiziționate prin intermediul platformelor *online* de către clienții existenți, tendințe care s-au intensificat pe parcursul perioadei tradiționale de reduceri de prețuri din luna noiembrie („Black Friday”). În ceea ce privește evoluția viitoare a cererii de consum, temperarea vitezei de redresare a acesteia manifestată către finalul anului 2020 este posibil să se prelungească și în primele luni ale anului 2021, după cum sugerează încetinirea dinamicii anuale a comerțului cu amănuntul (până la 1,6 la sută în ianuarie) și introducerea de noi restricții în luna martie, pe fondul creșterii numărului de îmbolnăviri.

Execuția bugetului general consolidat a generat în trimestrul III 2020 un deficit de 22,1 miliarde lei (echivalent cu 2,1 la sută din PIB), semnificativ mai mare decât cel consemnat în aceeași perioadă

a anului anterior (7,0 miliarde lei, respectiv 0,7 la sută din PIB). Soldul negativ s-a redus totuși în raport cu cel din trimestrul II⁶ – relativ în linie cu *pattern*-ul intraanual consacrat al execuției bugetare⁷ –, ca urmare a creșterii veniturilor bugetare totale⁸. Evoluția acestora a reflectat în principal impactul majorării încasărilor din venituri nefiscale⁹ și din unele componente fiscale (TVA¹⁰ și accize¹¹), precum și a sumelor primite de la UE¹², în sens opus acționând cu precădere scăderea veniturilor din impozitul pe profit¹³. Cheltuielile bugetare totale s-au mărit însă ușor în acest interval¹⁴, predominant datorită creșterii cheltuielilor de capital¹⁵, precum și a celor cu bunuri și servicii¹⁶ și a altor cheltuieli¹⁷, doar parțial compensate ca impact de comprimarea celor cu asistența socială¹⁸ și a altor transferuri.

⁶ 27,1 miliarde lei, respectiv 2,6 la sută din PIB.

⁷ Scăderea deficitului a fost mai estompată totuși decât cele înregistrate în anii anteriori.

⁸ Context în care ritmul lor anual real de creștere s-a redresat ușor (la -0,8 la sută, de la -2,3 la sută în trimestrul anterior).

⁹ Probabil inclusiv pe fondul evoluției pozitive a veniturilor din proprietate.

¹⁰ În pofida relativei creșteri a volumului restituirilor de taxă.

¹¹ Ambele categorii de venituri au continuat însă să se comprime în termeni anuali reali.

¹² Inclusiv pe fondul decontării din fonduri externe nerambursabile a unor sume aferente indemnizațiilor acordate pe perioada suspendării temporare a contractului individual de muncă din inițiativa angajatorului; impactul majorării sumelor primite de la UE asupra deficitului bugetar a fost însă doar parțial compensat de cel al creșterii cheltuielilor cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile.

¹³ Evoluția acestora a reflectat și impactul continuării acordării de bonificații pentru efectuarea plății impozitului până la termenul scadent (25 iulie 2020).

¹⁴ Dinamica lor anuală reală s-a majorat la 15,9 la sută (de la 11,6 la sută), predominant pe seama revenirii în teritoriul pozitiv a ritmului anual de creștere a cheltuielilor de personal.

¹⁵ Acestea și-au conservat astfel ritmul anual alert de creștere.

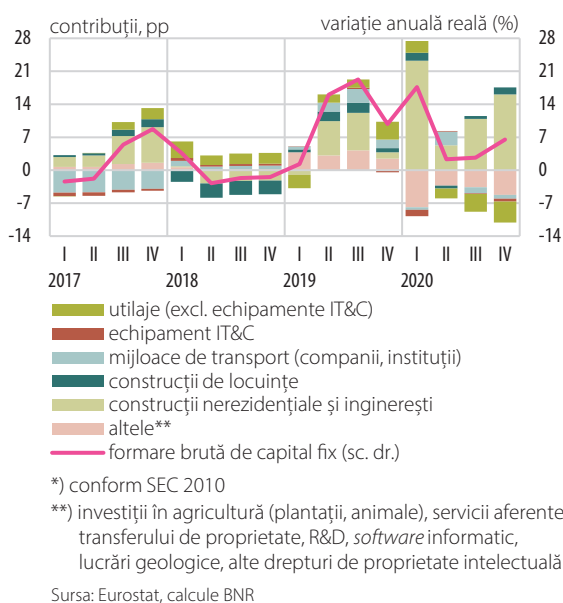
¹⁶ În termeni anuali reali dinamica acestora s-a redus totuși.

¹⁷ Incluzând plățile aferente ajutorului de stat acordat producătorilor agricoli afectați de secetă.

¹⁸ Reflectând impactul diminuării plăților aferente indemnizațiilor de șomaj tehnic acordate pentru întreruperea activității ca urmare a efectelor pandemiei; în sens opus au acționat însă începerea decontării unei părți a salariului brut al angajaților care revin din șomaj tehnic, precum și majorarea nominală a punctului de pensie cu 14 la sută în septembrie, respectiv a alocațiilor de stat pentru copii începând cu luna august 2020 cu circa 19 la sută. În aceste condiții, creșterea anuală reală a cheltuielilor cu asistența socială a decelerat, rămânând totuși la un nivel de două cifre, superior dinamicii cheltuielilor bugetare totale.

În ultimul trimestru din 2020, deficitul bugetului general consolidat s-a reamplificat, până la 34,6 miliarde lei (3,3 la sută din PIB), dar în condițiile unei relative atenuări a ecarterului față de nivelul din aceeași perioadă a anului anterior (21,6 miliarde lei, respectiv 2,0 la sută din PIB). Majorarea în raport cu nivelul din trimestrul III a fost determinată exclusiv de creșterea cheltuielilor bugetare totale¹⁹, alimentată – dincolo

Grafic 2.4. Investiții*



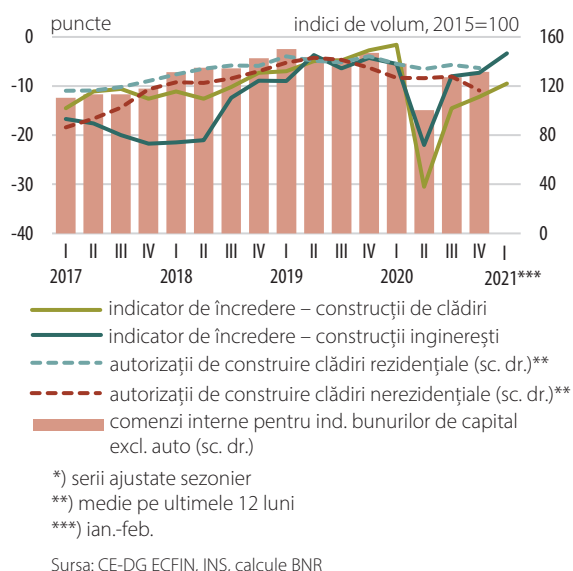
de sporirea cheltuielilor cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile – de plusul de cheltuieli de capital și cu bunuri și servicii²⁰, respectiv cu alte transferuri. Veniturile bugetare totale au crescut și ele, însă într-o măsură mai redusă, prelungirea ușoarei redresări a acestora²¹ fiind susținută inclusiv de componenta fiscală.

În aceste condiții, pe ansamblul anului 2020, deficitul bugetului general consolidat a crescut la 101,9 miliarde lei, echivalentul a 9,7 la sută din PIB, de la 48,6 miliarde lei, respectiv 4,6 la sută din PIB, în anul anterior.

Formarea brută de capital fix și-a continuat parcursul favorabil în semestrul II (+4,4 la sută în termeni anuali), evoluție atribuită lucrărilor de construcții, al căror volum a crescut cu circa 28 la sută²², cu susținere din partea tuturor segmentelor (Grafic 2.4). Astfel, reluarea creșterii (moderate) a veniturilor și ameliorarea situației pandemice în primele luni de vară ale anului 2020 au favorizat revenirea încrederii în rândul populației, evoluția regăsindu-se și la nivelul cererii pentru locuințe (cu un interes crescut pentru achiziții de terenuri, case și apartamente cu grădină în zonele periurbane, pe fondul modificărilor determinate de contextul sanitar asupra stilului de viață). Evoluția moderat pozitivă a situației financiare a populației a continuat și în ultima parte a anului, fiind însoțită de o redresare ușoară a creditelor bancare (inclusiv ca urmare a demarării, în luna septembrie, a programului „Noua casă”). În aceste condiții, lucrările de construcții rezidențiale și-au păstrat ritmul alert de creștere pe tot parcursul semestrului II (circa 17 la sută).

Dinamica acestui segment este de așteptat să rămână pozitivă în perioada următoare, semnalele

Grafic 2.5. Indicii ale perspectivei pe termen scurt în investiții*



¹⁹ A căror dinamică anuală reală a încetinit totuși la 11,2 la sută.

²⁰ În termeni anuali, ambele categorii de cheltuieli au înregistrat însă scăderi.

²¹ Ritmul anual de creștere reală a veniturilor bugetare totale a revenit marginal în teritoriul pozitiv (la 0,4 la sută).

²² Conform datelor de conturi naționale privind formarea brută de capital fix.

din piață indicând continuarea execuției unor proiecte rezidențiale de anvergură, însă o intensificare de ritm este puțin probabilă, având în vedere tendința de plafonare observată la nivelul autorizațiilor de construire în perioada recentă (Grafic 2.5).

Pe segmentul construcțiilor nerezidențiale, noile coordonate economice și sociale conturate în anul 2020 au generat evoluții neuniforme. Astfel, ritmul consistent al lucrărilor în semestrul II (14,4 la sută în termeni anuali) a fost susținut în principal de subsectorul industrial&logistic (I&L), dezvoltatorii adaptându-și livrările de spații noi în funcție de cerere. Astfel, principalele solicitări aparțin companiilor de *retail* (cu o mențiune specială pentru operatorii de *e-commerce*), precum și firmelor de curierat, cu scopul de maximizare a eficienței operaționale și a volumului vânzărilor prin scurtarea lanțurilor de aprovizionare și a timpului de livrare. Privind în perspectivă, este ilustrativ rezultatul unui sondaj Colliers (publicat în luna noiembrie 2020), potrivit căruia 8 din 10 companii din I&L intenționează să își accelereze investițiile în următoarele 12 luni sau să le mențină la un ritm similar anilor precedenți. În schimb, extinderea digitalizării și a sistemului de telemuncă afectează cererea pe segmentul *office*, semnalele din piață indicând posibilitatea reconversiei viitoare a unor clădiri de birouri în ansambluri rezidențiale. Deși din perspectiva ofertei modificările ocazionate de acest proces vor majora volumul lucrărilor de construcții, din perspectiva cererii absorbirea acestor spații ridică un semn de întrebare, având în vedere prețul destul de ridicat estimat pentru locuințele respective.

Pe o pantă crescătoare s-au menținut și lucrările de construcții ingineresti (+12 la sută în termeni anuali în semestrul II), în conjunctura favorabilă creată în anul 2020 de agenda electorală în paralel cu apropierea de final a cadrului multianual de finanțare europeană 2014-2020. Efectul de impulsivitate a absorbției de fonduri generat de calendarul bugetului european se va resimți cel puțin și pe parcursul anului curent, conferind construcțiilor ingineresti o perspectivă pozitivă, după cum sugerează și îmbunătățirea indicatorului de încredere aferent companiilor de profil²³.

Achizițiile de echipamente²⁴ (exclusiv mijloace de transport) s-au restrâns cu 17 la sută în semestrul II, pierderile provocate sectorului corporativ de primul val de restricții și incertitudinea cu privire la redresarea activității determinând ajustarea resurselor proprii de finanțare, cu efect inclusiv asupra celor destinate investițiilor. În schimb, apelul la împrumuturi bancare (canal cu pondere relativ scăzută în finanțarea acumulărilor de capital) s-a accentuat vizibil, după cum sugerează creșterea cu 90 la sută a volumului creditelor noi în lei, cu scadență de peste 5 ani, acordate companiilor în semestrul II față de aceeași perioadă din anul anterior (traectoria prelungindu-se și în prima lună a anului 2021). Dinamizarea s-a produs pe fondul tendinței descrescătoare a ratelor dobânzilor, dar o contribuție însemnată au avut și măsurile adoptate de autorități pentru susținerea financiară a companiilor afectate. Notabile sunt, în această privință, cele două scheme de garantare a creditelor pentru investiții – „IMM Invest România” și „IMM Leasing” de echipamente și utilaje, cu un plafon total al garanțiilor pentru anul 2020 de 20 miliarde lei și respectiv 1,5 miliarde lei. Totodată, la finele anului 2020 Comisia Europeană a aprobat prelungirea perioadei de valabilitate a

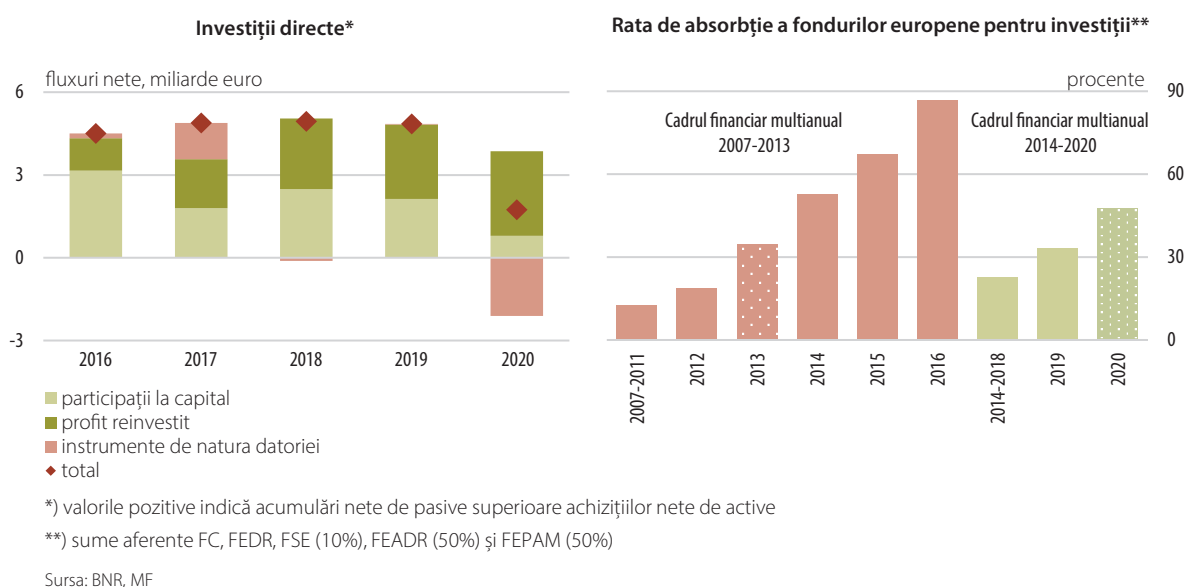
²³ Conform CE-DG ECFIN.

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

programului „IMM Invest” până la 30 iunie 2021, precum și suplimentarea bugetului acestuia, în vederea sprijinirii operatorilor din sectorul agroalimentar (subprogramul „AGRO IMM Invest”). O altă măsură, lansată la începutul lunii decembrie, constă în acordarea către IMM de granturi pentru investiții, în sumă cuprinsă între 50 000 de euro și 200 000 de euro, bugetul total alocat fiind de 550 milioane euro.

Alături de suportul guvernamental destinat susținerii investițiilor, un rol important va continua să revină fondurilor europene nerambursabile aferente exercițiului de finanțare 2014-2020. Tot pe această filieră România va avea posibilitatea accesării unor fonduri de aproape 80 miliarde euro, alocate în următorul cadru bugetar european (2021-2027) și destinate, în bună măsură, finanțării unor proiecte de investiții în domeniul infrastructurii de transport, al tranziției verzi și digitalizării. Utilizarea acestor resurse ar putea contracara temperarea investițiilor străine directe, pe fondul persistenței incertitudinii la nivel mondial²⁵ (Grafic 2.6).

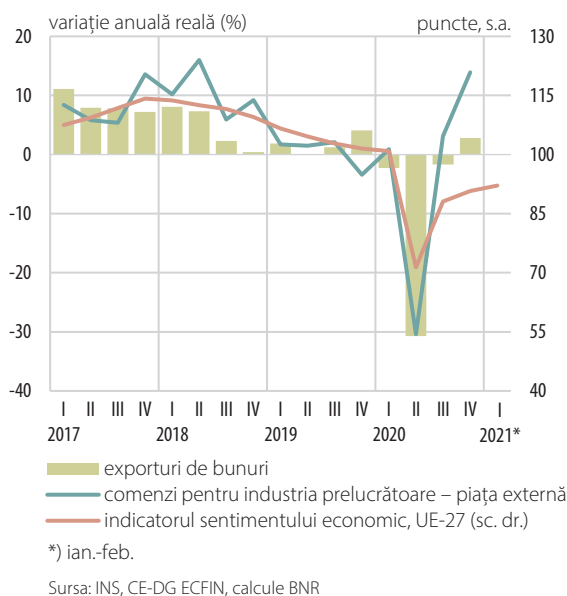
Grafic 2.6. Investiții directe și absorbția de fonduri europene pentru investiții



Revenirea parțială a cererii la nivel mondial s-a reflectat și în intensificarea relațiilor comerciale, un rol important aparținând dinamizării economiei chineze. În acest context, exporturile locale s-au revigorat în trimestrul III și au rămas pe traiectorie crescătoare și pe final de an, performanța fiind însă insuficientă pentru a întrerupe tendința de adâncire a dezechilibrului comercial, întrucât revenirea absorbției interne (inclusiv pe seama unor noi importuri consistente impuse de contextul pandemiei) și intensificarea achizițiilor de *input*-uri pentru producția destinată exportului au antrenat un salt semnificativ al importurilor. Pentru perioada următoare perspectiva este neclară, procesul de redresare a economiilor principalilor parteneri părând să se tempereze. Mai precis, semnalele de optimism generate la nivel global de demararea

²⁵ Reticența privind inițierea de proiecte noi, antrenată de creșterea aversiunii globale la risc începând din primăvara anului 2020, este reflectată la nivelul fluxurilor de ISD destinate României – în anul 2020 intrările nete sub forma participațiilor la capital, inclusiv reinvestirea profiturilor, s-au redus cu aproape 1 miliard de euro, iar fluxurile de credite intragrup s-au inversat, cumulând ieșiri nete în valoare de 2,1 miliarde euro.

Grafic 2.7. Exporturi



procesului de vaccinare și de rezolvarea unor surse de instabilitate politică sunt umbrite de prelungirea măsurilor restrictive pe plan european, în contextul celui de-al doilea val al pandemiei (chiar dacă efectul acestora nu va mai atinge intensitatea din primăvara anului 2020, măsurile afectând în principal doar sectorul serviciilor). Totodată, lanțurile internaționale de producție pot fi în continuare afectate de întreruperi temporare, ilustrativă fiind ajustarea activității unor mari producători auto și din industria electronică din cauza crizei de cipuri și semiconductori, survenită în luna februarie 2021 (Grafic 2.7).

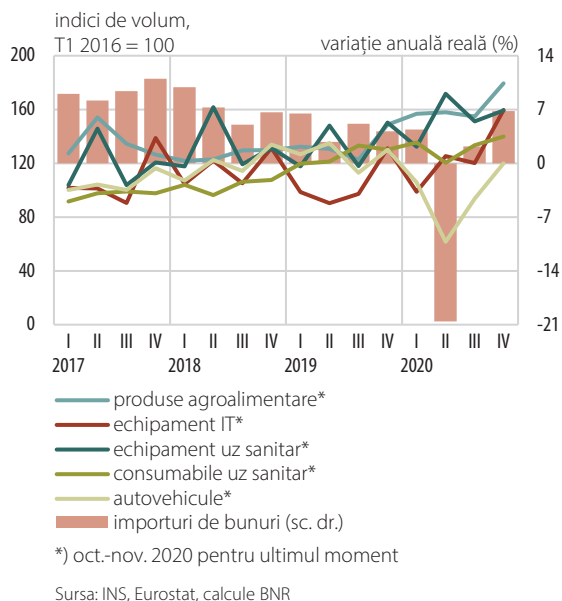
În termeni anuali, exporturile de bunuri au consemnat o ușoară creștere în semestrul II (0,6 la sută, variație reală). Contribuția decisivă a revenit dinamizării cererii auto mondiale, care s-a resimțit atât asupra exporturilor de autoturisme (creștere de volum cu 16 la sută în perioada august-noiembrie), cât și a livrărilor de componente, inclusiv cauciuc și echipamente electrice. Se remarcă, totodată, redresarea exporturilor de produse electrocasnice, chimice, de mobilă, produse din lemn și alte mijloace de transport.

Importurile de bunuri și-au inversat și ele traiectoria în semestrul II (+4,6 la sută în termeni reali, comparativ cu aceeași perioadă din anul anterior). Un aport semnificativ au consemnat achizițiile de produse agroalimentare, pe fondul revenirii cererii de consum și al recoltei modeste din anul 2020 (evoluție care a evidențiat din nou capacitatea limitată a producției locale pe acest segment). Pe o pantă crescătoare au continuat să se plaseze importurile specifice contextului pandemic – de materiale și echipamente sanitare, precum și de

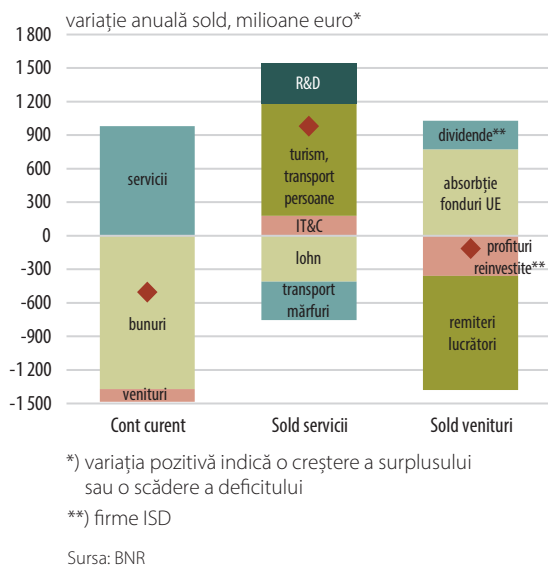
computere și echipamente periferice. Totodată, volumul achizițiilor s-a revigorat în cazul combustibililor (posibil pentru fructificarea condițiilor avantajoase de preț), al produselor chimice și în cel al componentelor auto (în asociere cu redresarea industriei de profil) (Grafic 2.8).

În consecință, soldul balanței bunurilor a continuat să se deterioreze în semestrul II (cu 3,7 la sută în termeni anuali) și a rămas principalul canal de erodare a contului curent pe ansamblul anului 2020, chiar dacă ritmul de adâncire a deficitului acestuia din urmă s-a temperat considerabil comparativ cu anii anteriori, pe fondul ajustărilor de cerere și ofertă la scară locală și internațională, asociate contextului de criză.

Grafic 2.8. Importuri



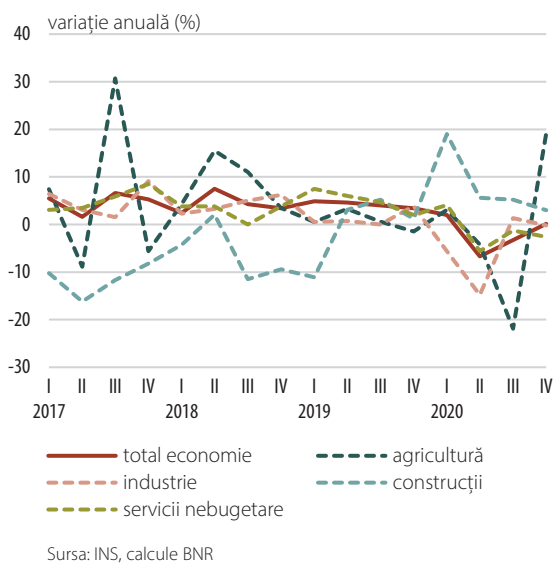
Grafic 2.9. Contul curent și principalele modificări în structură (2020)



O contribuție suplimentară la creșterea deficitului contului curent în anul 2020 a revenit înrăutățirii soldului aferent contului veniturilor primare, determinată mai ales de scăderea sumelor trimise în țară de lucrătorii din străinătate și de creșterea ieșirilor sub forma profiturilor reinvestite de firmele constituite ca investiții directe. Această din urmă operațiune are efect negativ doar din punct de vedere al înregistrării în contul curent, semnificația sa economică fiind pozitivă, întrucât sumele respective reprezintă influxuri cu caracter stabil în contul financiar al balanței de plăți. Influența nefavorabilă asupra contului curent, exercitată de contul bunurilor și de cel al veniturilor primare, a fost atenuată de majorarea surplusului contului de servicii (mai ales datorită încasărilor pe segmentul IT&C și restrângerii activității de turism și transport internațional de pasageri), dar și a celui aferent contului veniturilor secundare, în principal pe seama

creșterii absorbției de fonduri europene (pentru dezvoltarea agriculturii și pentru obiective cu caracter social) (Grafic 2.9). Comparativ cu anul 2019, deficitul contului curent s-a adâncit până la 11 miliarde euro (reprezentând 5 la sută din PIB). Finanțarea acestuia pe seama fluxurilor de capital negeneratoare de datorie s-a menținut însă la aproximativ trei pătrimi, în condițiile în care temperarea investițiilor directe sub forma participațiilor la capital (asociată creșterii incertitudinii la nivel global) a fost contrabalansată de intensificarea absorbției de fonduri europene nerambursabile în cadrul exercițiului bugetar 2014-2020.

Grafic 2.10. Productivitatea sectoarelor economice

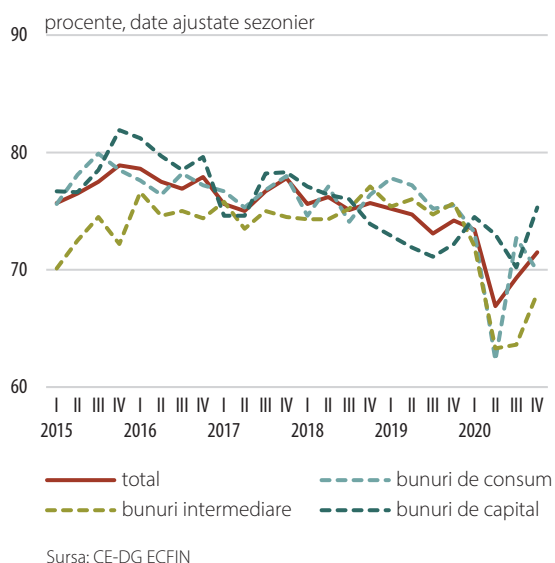


Productivitatea muncii

Productivitatea muncii a recuperat în a doua jumătate a anului 2020 o mare parte din pierderea de ritm consemnată odată cu instalarea pandemiei (+5,2 puncte procentuale față de trimestrul II, până la -1,5 la sută variație anuală). Cu toate că dinamica s-a menținut negativă, o contribuție decisivă în acest sens a revenit sectorului agricol, unde productivitatea s-a contractat puternic în trimestrul III în urma rezultatelor agricole deosebit de slabe din anul 2020 (Grafic 2.10). În același timp, productivitatea calculată pentru sectorul nebugetar excluzând efectul agriculturii a continuat să afișeze pe ansamblul semestrului II valori similare celor din urmă cu un an.

În structură, se remarcă productivitatea segmentului industrial (+24,9 puncte procentuale, până la 3,1 la sută dinamică anuală în trimestrul III, respectiv până la 5,2 la sută în trimestrul IV), care beneficiază de o conjunctură mai favorabilă

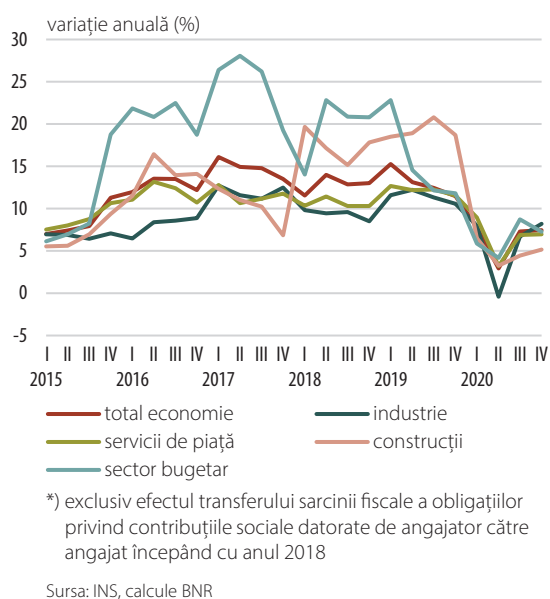
Grafic 2.11. Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie



față de celelalte sectoare ale economiei afectate în mod similar la debutul pandemiei. Spre deosebire de sectorul serviciilor, îndeosebi al celor care presupun apropiere fizică (hoteluri, restaurante, turism, servicii de recreere și cultură, transporturi), specificul activității a permis producătorilor din industrie să își adapteze procesele de fabricare la rigorile impuse de contextul epidemiologic, astfel încât noul val pandemic și restricțiile de mobilitate aflate încă în vigoare să afecteze doar în mică măsură activitatea acestui segment. Ca atare, al doilea semestru al anului a adus o revenire puternică a volumului de comenzi noi provenind atât din piața internă, cât mai ales din cea externă. Pe componente însă, intensitatea utilizării capacităților de producție este în continuare redusă din perspectivă istorică, menținându-se restrânsă în cazul tuturor categoriilor de bunuri, ușoara revigorare a indicatorului agregat datorându-se cu precădere evoluțiilor din industriile

producătoare de bunuri de consum. Aceste elemente sugerează rolul încă dominant pe care consumul îl are în revenirea economică, antrenat de stimuli fiscali și de acumularea de economii în rândul populației în contextul restrângerii oportunităților de cheltuire a veniturilor, în timp ce reticența de a realiza investiții în noi capacități de producție reprezintă în continuare comportamentul dominant în rândul agenților economici (Grafic 2.11).

Grafic 2.12. Câștigul salarial nominal brut*



Evoluții pe piața muncii

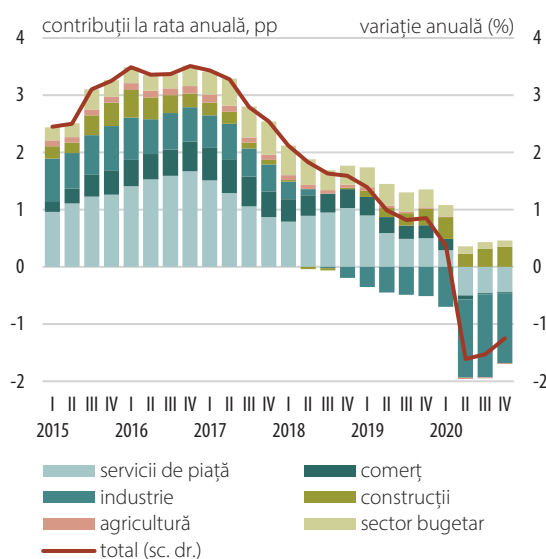
În intervalul iulie-decembrie 2020, coordonatele pieței muncii au cunoscut o ușoară ameliorare comparativ cu trimestrul II, perioada de vârf a crizei pandemice, în mare parte ca efect al măsurilor în vigoare de sprijinire a ocupării forței de muncă, a căror perioadă de implementare a fost recent extinsă până la data de 30 iunie 2021. Astfel, creșterea anuală a câștigului salarial a accelerat, rata șomajului a avut un parcurs relativ stabil, iar contracția anuală a efectivului de salariați s-a temperat; totodată, rata locurilor de muncă vacante și-a întrerupt trendul descendent.

Dinamica anuală a câștigului salarial mediu brut pe economie a accelerat în luna iulie 2020 la ușor peste 7 la sută (+4 puncte procentuale față de trimestrul II), reflectând în bună măsură ieșirea angajaților din șomaj tehnic, iar până la finele anului

s-a menținut, în medie, în jurul acestei valori; (Grafic 2.12). Dincolo de manifestarea unei rigidități la scădere a salariilor, acest ritm robust se datorează majorărilor din

sectorul sanitar, unde personalul medical implicat în tratarea pacienților infectați cu noul tip de coronavirus a beneficiat de stimulente și sporuri, dar și unui efect compozițional la nivelul pieței muncii, în contextul în care cele mai ample restrângeri de personal s-au înregistrat în rândul lucrătorilor cu un nivel de pregătire redus și care, în general, sunt mai slab remunerați. Un ritm consistent de creștere se va păstra probabil și în perioada următoare, mai ales în condițiile majorării cu 3,1 la sută a salariului minim brut pe economie începând cu ianuarie 2021 (până la 2 300 de lei), influențe de sens contrar putând exercita recurgerea companiilor la strategii de înlocuire a angajaților existenți cu alții noi (cu abilități și experiență similare), dar cu salarii mai mici (comportament destul de frecvent în perioada 2010-2013²⁶), mai ales în contextul intensificării concurenței între persoanele aflate în căutarea unui loc de muncă (inversarea raportului de forțe dintre companii și potențiali candidați).

Grafic 2.13. Efectivul salariaților din economie



Sursa: INS, calcule BNR

Contractia anuală a efectivului salariaților din economie a cunoscut o nouă temperare în trimestrul IV 2020, până la -1,25 la sută (față de -1,5 la sută în trimestrul III, respectiv -1,6 la sută în trimestrul II; Grafic 2.13). Reduceri ample ale schemelor de personal s-au menținut însă în sectoarele afectate de pandemie, precum HoReCa, activitățile recreative, transporturile aeriene sau în industria ușoară, în timp ce recrutările au continuat în IT (influențate de intensificarea procesului de digitalizare), în construcții (pe fondul dinamismului proiectelor de infrastructură) și în sectorul sanitar. Rata șomajului BIM s-a redus în trimestrul III 2020 până la 5,2 la sută (de la 5,4 la sută în intervalul anterior), cele mai recente date cu frecvență lunară sugerând plasarea în jurul acestui nivel până la finele anului 2020. În luna ianuarie 2021 rata șomajului BIM s-a poziționat la 5,6 la sută, valoarea nefiind însă comparabilă cu datele disponibile pentru perioadele

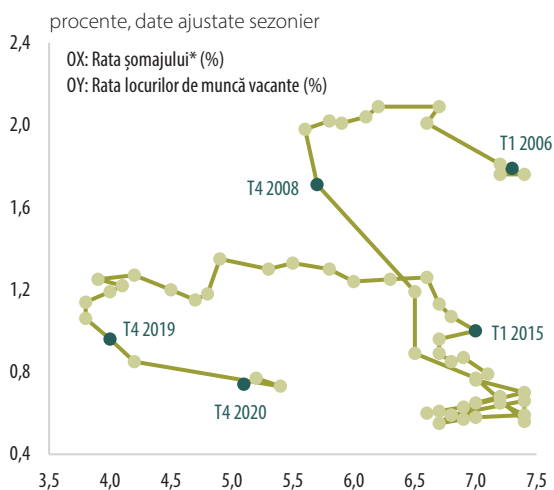
anterioare, întrucât metodologia de calcul a fost modificată pentru a răspunde celor mai recente reglementări aplicate statisticilor europene²⁷. Traectoria ratei șomajului ANOFM a avut un parcurs relativ stabil începând cu a doua jumătate a anului 2020, oscilând în jurul valorii de 3,3 la sută în intervalul iulie 2020 – ianuarie 2021. Relativa reziliență a pieței muncii reflectă influența programelor guvernamentale de sprijinire a ocupării, care probabil se va menține și în perioada următoare, dată fiind extinderea perioadei de sprijin până la jumătatea anului 2021. Aceste scheme au contribuit la conservarea forței de muncă pe termen scurt, însă menținute pe un orizont îndelungat ele pot împiedica realocarea eficientă a resurselor, astfel încât sunt dezirabile și politici

²⁶ Iordache, S., Militaru, M., Pandioniu, L. – „Revenire economică, dar recuperare lentă a locurilor de muncă: rolul rigidităților salariale și al altor fricțiuni. Evidențe empirice fundamentate la nivel microeconomic pe baza sondajului WDN”, *Caiete de studii* nr. 44, 2016.

²⁷ Potrivit comunicatului INS din data de 10 martie, începând cu anul 2021 persoanele care produc bunuri agricole destinate exclusiv sau majoritar autoconsumului nu mai fac parte din populația ocupată, și implicit nici din cea activă. Schimbarea a fost realizată în conformitate cu noile reglementări privind statisticile europene și are drept scop asigurarea comparabilității seriilor de date între statele membre. Până la revizuirea istorică a seriei, datele provizorii publicate pentru luna ianuarie 2021 nu sunt comparabile cu cele publicate pentru perioadele anterioare.

active care să favorizeze o tranziție mai lină spre noua realitate economică (programe de reconversie profesională, instruire în scopul dobândirii/dezvoltării de abilități compatibile cu cerințele actuale ale pieței²⁸).

Grafic 2.14. Curba Beveridge



*) pentru T4 2020 rata șomajului este calculată pe baza datelor provizorii estimate cu frecvență lunară

Sursa: INS, Eurostat, estimări BNR

Capacitatea economiei de a crea locuri de muncă a continuat să fie restrânsă, în condițiile menținerii unui grad ridicat de incertitudine cu privire la evoluția crizei pandemice, rata locurilor de muncă vacante înregistrând o relativă stagnare în ultimele două trimestre ale anului 2020 (Grafic 2.14). Potrivit unor informații publicate de anumite agenții de recrutare, cele mai multe posturi disponibile vizează profesii din sfera serviciilor care implică lucrul de la distanță și deținerea unui nivel ridicat de abilități digitale. În plus, rezultatele unui sondaj realizat de BestJobs²⁹ evidențiază că peste jumătate dintre angajatorii chestionați se așteaptă ca în perioada următoare angajații (inclusiv cei potențiali) să dezvolte rapid astfel de competențe. Deja există semnale din piață privind demararea unor programe de reconversie profesională de către mediul privat, îndeosebi în sectorul IT. Totuși acest proces de realocare a resurselor va fi probabil unul destul de

lent, având în vedere problemele structurale de la nivelul ofertei de forță de muncă din România. Potrivit indicelui economiei și societății digitale calculat de Comisia Europeană, țara noastră se situează pe locul 27 din 28 de țări europene în ceea ce privește competențele digitale elementare, în contextul în care mai puțin de o treime dintre persoanele cu vârsta cuprinsă între 16 și 74 de ani au aptitudini digitale de bază (față de 58 la sută media UE) și doar 10 la sută dețin astfel de competențe peste nivelul elementar (ultimul loc în UE).

Pentru perioada următoare, ambele sondaje DG-ECFIN și Manpower relevă doar o îmbunătățire marginală a oportunităților de angajare față de intervalul anterior, rezultatele menținându-se cu mult sub valorile din perioada similară a anului anterior. Numai 9 la sută dintre angajatorii intervievați în studiul Manpower se așteaptă să revină în trimestrul I 2021 la nivelurile de angajare anterioare declanșării pandemiei, sectorul cu perspectivele cele mai sumbre fiind HoReCa, puternic afectat de introducerea de noi restricții asupra desfășurării activității odată cu izbucnirea celui de-al doilea val de infectări.

²⁸ Care sunt tot mai înclinate spre noua generație de tehnologii: robotică, inteligență artificială, printare 3D, cloud computing, e-commerce, analiza și prelucrarea bazelor mari de date.

²⁹ Pentru perioada 1-22 octombrie 2020, pe un eșantion de 220 de companii.

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

Dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă și a celor de import a rămas negativă în a doua parte a anului 2020, rolul decisiv revenind evoluțiilor din domeniul energetic. Totuși, majorările aproape generalizate ale cotațiilor internaționale ale materiilor prime (inclusiv ale țițeiului la sfârșitul anului 2020 și începutul anului 2021), alături de menținerea unui ritm ridicat de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă, respectiv a celor asociate măsurilor adoptate pentru încetinirea răspândirii virusului, contribuie la acumularea unor presiuni inflaționiste.

2.1. Prețurile de import

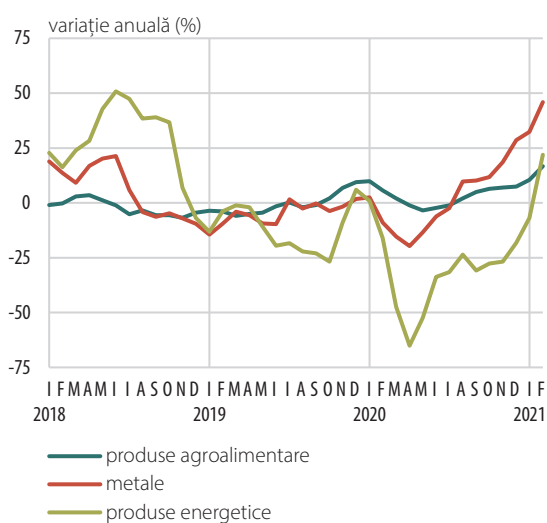
În ultimele luni prețurile internaționale ale materiilor prime s-au înscris pe o pantă ascendentă, tendința fiind una aproape generalizată (Grafic 2.15). Mișcarea reflectă revigorarea cererii globale, dar și îmbunătățirea așteptărilor privind traiectoria acesteia în perioada imediat următoare, alimentate, pe de o parte, de măsurile

de relaxare monetară și fiscală, de anvergură nemaiîntâlnită până în prezent, anunțate de principalele economii ale lumii, iar pe de altă parte, de progresele consemnate de campaniile de vaccinare. Dincolo de efectele de runda întâi, aceste evoluții au potențialul să se răsfrângă asupra anticipațiilor agenților economici privind inflația, în SUA existând deja semnale în acest sens, regăsite inclusiv în majorarea randamentelor obligațiunilor.

În domeniul energiei, cotația Brent a urmat o traiectorie moderat-ascendentă pe parcursul lunilor de vară, pentru ca în perioada septembrie-octombrie 2020 să se reducă (ajungând temporar sub nivelul de 40 dolari SUA/baril), pe fondul temerilor cu privire la impactul noului val pandemic. Ulterior, prețul petrolului a început să crească, spre finele lunii februarie 2021 depășind pragul de 65 dolari SUA/baril³⁰, întâlnit înainte de izbucnirea pandemiei COVID-19. Evoluția a fost susținută

de tonusul pozitiv al piețelor, dar și de decizia OPEC+ de a crește doar ușor nivelul producției în luna ianuarie 2021 și de gradul ridicat de conformare a membrilor cartelului. Astfel, după contractia amplă înregistrată în trimestrul II, dinamica anuală negativă a cotației s-a atenuat până la -30,9 la sută pe ansamblul intervalului iulie-septembrie 2020, respectiv până la -25,2 la sută în perioada octombrie 2020 – ianuarie 2021, pentru ca în luna februarie 2021 rata anuală să revină în plaja valorilor pozitive, atingând 12,7 la sută. Prețurile altor materii prime energetice (gaze naturale, cărbuni)

Grafic 2.15. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, calcule BNR

³⁰ În prima decadă a lunii martie 2021 cotația Brent s-a plasat chiar la valori peste 70 dolari SUA/baril, la impactul exercitat de decizia OPEC+ de a limita în continuare producția adăugându-se reacția pieței la anunțul privind atacurile asupra unor unități de stocare a petrolului din Arabia Saudită, unul dintre principalii exportatori.

au fost caracterizate de creșteri pe parcursul lunilor de toamnă, perioada decembrie 2020 – februarie 2021 marcând intrarea variației anuale în teritoriul pozitiv, pe fondul unei cereri crescute generate de temperaturi mai reduse decât media sezonieră. Rata anuală de creștere a indicelui agregat al cotațiilor metalelor (inclusiv produse minerale) s-a poziționat în plaja valorilor pozitive încă din trimestrul III 2020 (5,7 la sută), tendința de accelerare menținându-se până la începutul anului 2021 (19,7 la sută în trimestrul IV 2020, respectiv 38,9 la sută în intervalul ianuarie-februarie 2021). Evoluțiile au fost imprimate de unele deficiențe pe latura ofertei (induse inclusiv de contextul pandemic), dar mai ales de parcursul favorabil al sectorului industrial. De asemenea, prețurile mărfurilor alimentare și-au continuat ascensiunea, variația anuală a indicelui agregat FAO accelerând la 6,9 la sută în trimestrul IV 2020, respectiv la 13,6 la sută în perioada ianuarie-februarie 2021 (față de aproximativ 2 la sută în trimestrul III 2020). Traectoria este explicată de materializarea unor recolte deficitare în mai multe zone ale lumii, asociate condițiilor meteorologice nefavorabile (la rezultatele slabe deja înregistrate în emisfera nordică, în speță în Europa, zona Mării Negre și SUA, s-a adăugat înrăutățirea perspectivelor în emisfera sudică, îndeosebi Argentina), presiuni suplimentare exercitând și anunțul Rusiei referitor la dublarea taxelor pentru exportul de cereale pe care îl va impune începând cu luna martie 2021; totodată, creșterea prețurilor a fost favorizată și de cererea robustă din partea Chinei. O excepție notabilă este reprezentată de prețul cărnii, a cărui contracție anuală a coborât până la -11,1 la sută în ultimul trimestru al anului 2020 (-1,7 puncte procentuale față de intervalul anterior), fiind imprimată de segmentul cărnii de porc, în contextul în care China a suspendat importurile din Germania, ulterior izbucnirii unor focare de pestă porcină africană în această țară; intervalul ianuarie-februarie 2021 a marcat o atenuare până la -5,8 la sută, carnea de pasăre înregistrând creșteri importante de preț, pe fondul apariției a numeroase cazuri de gripă aviară în mai multe țări europene.

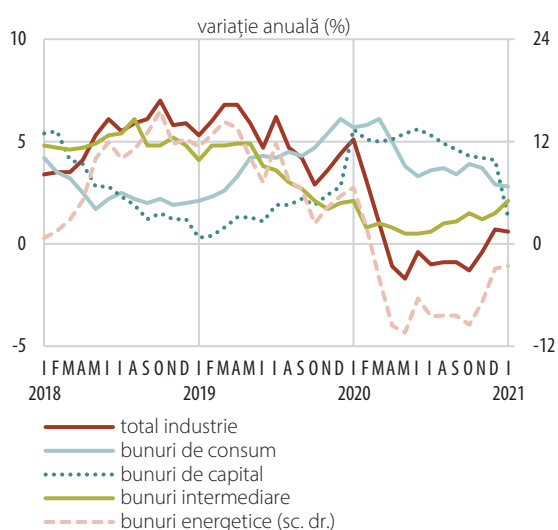
Astfel, influența deflaționistă exercitată de mediul extern asupra evoluțiilor interne s-a diminuat în intervalul iulie-septembrie 2020, indicele valorii unitare a importurilor³¹ urcând la 95,5 la sută (+0,8 puncte procentuale față de perioada anterioară). Leul a înregistrat o ușoară depreciere față de euro, însă presiunile de creștere asupra prețurilor locale au fost limitate de tendința de depreciere a dolarului SUA în raport cu principalele valute. Contribuții importante la dinamica IVU au avut produsele minerale, metalele comune, precum și bunuri ale industriei chimice, mai ales săpunuri, detergenți și produse farmaceutice, care, odată cu izbucnirea pandemiei COVID-19, au beneficiat de o creștere a cererii la nivel global. În ceea ce privește bunurile relevante pentru coșul de consum, pe segmentul agroalimentar produsele vegetale au consemnat o atenuare a creșterii IVU, imprimată de grupa fructelor (care au înregistrat o corecție descendentă de aproape 20 puncte procentuale, până la 110,5 la sută), în timp ce la nivelul cerealelor și al uleiurilor presiunile au rămas limitate în trimestrul III, creșteri ample, cu două cifre, ale cotațiilor internaționale remarcându-se în ultimele luni ale anului 2020. În cazul produselor din carne IVU s-a restrâns până la 86,8 la sută (-10,4 puncte procentuale față de intervalul precedent), tendință care se va menține probabil în perioada următoare, date fiind cele mai recente evoluții ale cotațiilor pe piețele internaționale. În cadrul bunurilor nealimentare reducerile IVU au fost generalizate (articolele vestimentare, încălțăminte, mijloace de transport).

³¹ Exprimat în euro.

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

În intervalul octombrie 2020 – ianuarie 2021, prețurile producției industriale pentru piața internă s-au plasat, în medie, la un nivel relativ similar celui înregistrat în aceeași perioadă a anului precedent (variație anuală de -0,1 la sută, în temperare față de -0,9 la sută în trimestrul III; Grafic 2.16). Prețurile bunurilor energetice s-au comprimat în termeni anuali cu 5,4 la sută, în atenuare față de -8,4 la sută în trimestrul III. Determinantă în acest sens a fost majorarea cotațiilor interne ale energiei electrice de pe piața liberă *en gros*, în principal ca efect al acutizării deficitului de ofertă³².

Grafic 2.16. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Sursa: INS, Eurostat

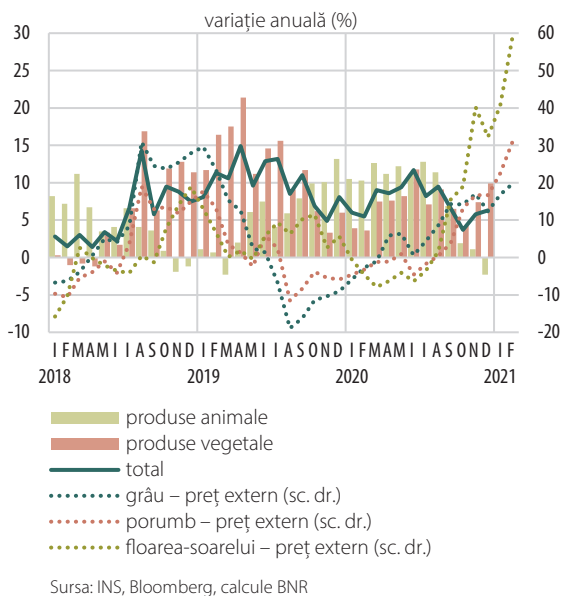
Influențe deflaționiste au fost exercitate atât de factori externi (deși a cunoscut o anumită diminuare, dinamica anuală a cotației Brent s-a menținut puternic negativă în acest interval, efectul asupra prețurilor locale fiind amplificat de deprecierea dolarului SUA în raport cu moneda națională), cât și de factori interni, liberalizarea pieței autohtone a gazelor naturale pentru clienții casnici aducând o corecție în sens descendent a cotațiilor *en gros* spre niveluri mai apropiate de cele întâlnite pe plan european. Totuși, majorarea cotațiilor internaționale ale principalelor materii prime, dar și măsurile de combatere a pandemiei, care presupun cheltuieli specifice, relevă acumularea unor presiuni la nivelul costurilor de producție. Deocamdată, acestea sunt mai vizibile pe segmentul bunurilor intermediare, în linie cu evoluția cotațiilor metalelor, și al celor de consum exclusiv alimente, băuturi, tutun. În cazul industriei alimentare, rata anuală de creștere a prețurilor s-a temperat în perioada octombrie 2020 –

ianuarie 2021 până la 2,2 la sută (-0,7 puncte procentuale față de trimestrul III 2020), efectul diminuării costurilor de producție prezent la nivelul ramurilor de procesare a cărnii estompând presiunile inflaționiste generate de costurile în creștere cu cerealele și semințele de floarea-soarelui asociate recoltei slabe – excluzând evoluția ramurilor de procesare a cărnii, dinamica anuală a prețurilor de producție a alimentelor este estimată a se situa în perioada analizată la circa 6 la sută, în accelerare cu 3 puncte procentuale față de intervalul iulie-septembrie 2020.

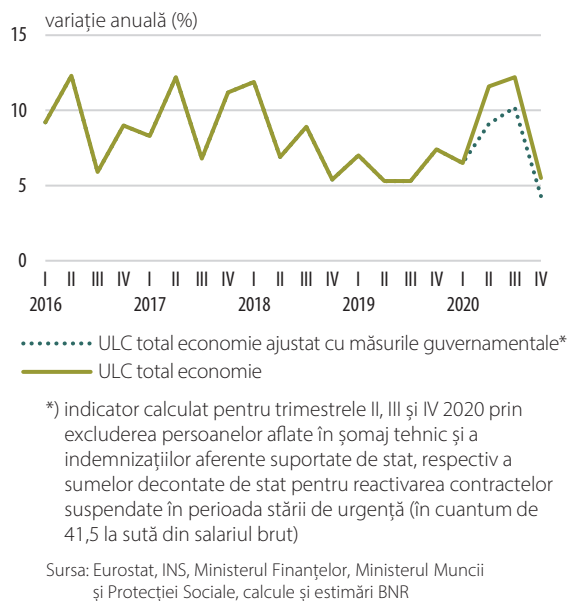
Pe ansamblul trimestrului IV 2020 variația anuală a prețurilor producției agricole a cunoscut o temperare față de media trimestrului III, până la 5,3 la sută (-2,8 puncte procentuale), tendința caracterizând atât segmentul vegetal (-0,5 puncte procentuale, până la 7,1 la sută), dar mai ales pe cel al produselor de origine animală (-10,1 puncte procentuale, până la 0,2 la sută); Grafic 2.17. În primul caz se remarcă evoluții ample, dar divergente în structură, în plaja valorilor de două cifre: scăderi puternice

³² Majorarea consumului de electricitate generată de sosirea sezonului rece nu a fost însoțită de o creștere suficientă a producției. La problemele existente în sectorul de producție a energiei pe bază de cărbune (confruntat cu sporirea costurilor de achiziție a certificatelor de emisie CO₂ din anii recentți, al căror preț a atins în 2020 și 30 de euro, un maxim al ultimilor 12 ani) și în hidrocentrale (anul 2020 fiind unul extrem de secetos) s-a adăugat reducerea cantității de energie produsă de centralele eoliene.

Grafic 2.17. Prețurile producției agricole



Grafic 2.18. Costurile unitare cu forța de muncă



pe segmentul legumelor, ca urmare a ofertei abundente, respectiv accelerări de ritm la nivelul prețurilor cerealelor și al semințelor de floarea-soarelui, pe fondul producției slabe (atât la nivel european, cât și pe plan intern). În ceea ce privește produsele de origine animală, tendința a fost imprimată de segmentul cărnii de porc, unde dinamica anuală a prețurilor s-a adâncit în teritoriul negativ.

Costurile unitare cu forța de muncă

Rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă a cunoscut o atenuare în a doua jumătate a anului 2020, însă dinamica a rămas consistentă (circa 9 la sută pe ansamblul semestrului II 2020, față de aproape 12 la sută în trimestrul II; Grafic 2.18). Valoarea ridicată reflectă comportamentul firmelor de a reține un surplus de forță de muncă, încurajat de suportul financiar oferit de stat pentru păstrarea relațiilor de muncă. Indicatorul ajustat pentru impactul asociat recurgerii firmelor la acest sprijin (șomaj tehnic, reactivarea contractelor suspendate pe perioada stării de urgență) a înregistrat o dinamică mai moderată, de aproximativ 7 la sută.

La nivelul industriei, dinamica anuală a costurilor salariale unitare a coborât la 2,8 la sută în trimestrul IV 2020, de la 3,5 la sută în trimestrul III. Temperarea a fost imprimată de redresarea parțială a activității economice în sectoarele din domeniul energetic, puternic afectate de izbucnirea pandemiei COVID-19, în timp ce la nivelul industriei prelucrătoare s-a observat o ușoară accelerare de ritm a ULC până la 2,6 la sută în trimestrul IV (de la 2,3 la sută în perioada anterioară). În acest ultim caz, deteriorarea indicatorului a caracterizat în bună măsură ramurile relevante pentru coșul de consum, precum sectorul alimentar, care continuă

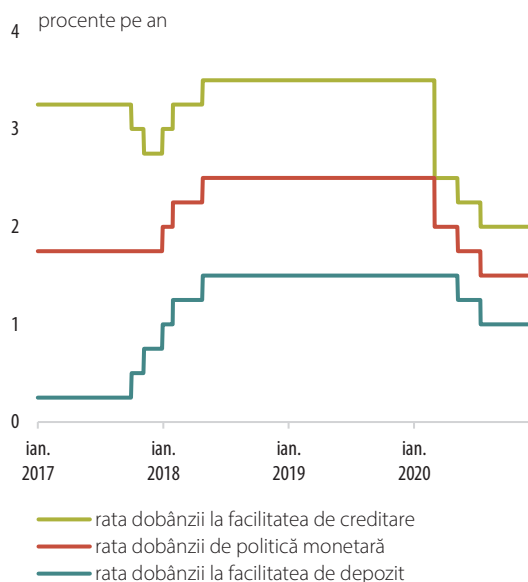
să se confrunte cu probleme de competitivitate, industria ușoară și a mobilei, dar și cea farmaceutică, evoluția producției fiind mai puțin favorabilă comparativ cu primele trei trimestre ale anului 2020. În toate aceste cazuri ratele anuale de creștere a ULC depășesc 8 la sută, ceea ce poate semnala acumularea de presiuni din partea costurilor salariale.

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În luna noiembrie 2020³³, BNR a menținut neschimbate rata dobânzii de politică monetară și ratele dobânzilor la facilitățile permanente, precum și rata RMO pentru pasivele în lei ale instituțiilor de credit³⁴, dar a redus rata RMO aplicabilă pasivelor în valută la 5 la sută, de la 6 la sută³⁵, pentru ca în ianuarie 2021 să reducă cu încă 0,25 puncte procentuale rata dobânzii de politică monetară – până la nivelul de 1,25 la sută – și ratele dobânzilor la facilitățile permanente, la 0,75 la sută, respectiv 1,75 la sută. Prin aceste decizii s-a urmărit susținerea redresării activității economice pe orizontul prognozei, în vederea aducerii și consolidării pe termen mediu a ratei anuale a inflației în linie cu ținta de inflație de 2,5 la sută \pm 1 punct procentual, în condiții de protejare a stabilității financiare (Grafic 3.1).

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Deciziile Consiliului de administrație al BNR din luna noiembrie 2020 au fost adoptate în condițiile în care noile date și evaluări au evidențiat o redresare peste așteptări a economiei în cursul verii, anticipată a se întrerupe însă sau chiar inversa ușor spre finele anului sub impactul noului val pandemic, dar și o creștere, în contextul electoral³⁶, a incertitudinilor asociate conduitei viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, de natură a induce riscuri mari la adresa perspectivei pe termen scurt și mediu a inflației.

Rata anuală a inflației a continuat să scadă în septembrie³⁷ și octombrie, până la 2,24 la sută, ușor sub nivelul prognozat, de la 2,58 la sută în iunie 2020, în principal ca urmare a ieftinirii legumelor și fructelor. În schimb, dinamica inflației CORE2 ajustat a rămas stabilă în trimestrul III, la 3,7 la sută, și a scăzut doar marginal în octombrie – la 3,6 la sută,

³³ Conform deciziei Consiliului de administrație al BNR din data de 20 martie 2020, având în vedere gradul de incertitudine ce caracterizează evoluțiile economice și financiare în contextul pandemiei de coronavirus, calendarul ședințelor de politică monetară anunțat anterior a fost suspendat, urmând ca acestea să aibă loc ori de câte ori va fi necesar.

³⁴ La 8 la sută.

³⁵ Începând cu perioada de aplicare 24 noiembrie – 23 decembrie 2020.

³⁶ Alegerile pentru Parlamentul României fiind programate a avea loc pe 6 decembrie 2020.

³⁷ La 2,45 la sută, de la 2,68 la sută în august.

în linie cu previziunile –, continuând să reflecte presiuni inflaționiste ale factorilor fundamentali din perioada pre-pandemie și așteptările inflaționiste asociate, la care s-au alăturat influențe venite din redresarea cererii de consum în trimestrul III, dar și din perturbări/constrângeri pe partea ofertei și din costuri asociate pandemiei și măsurilor de prevenire a răspândirii infecției cu coronavirus. Toate acestea, împreună cu decalajele temporale inerente, erau de natură să întârzie evidențierea la nivelul inflației de bază a efectelor dezinflaționiste ale deficitului consistent de cerere agregată deschis abrupt în trimestrul II, ca urmare a contracției severe suferite de activitatea economică³⁸.

În același timp, noile evaluări arătau că economia va recupera probabil în semestrul II o proporție mai mare din contracție decât se anticipa în luna august, în condițiile unei redresări mai consistente în trimestrul III³⁹ – în pofida performanțelor mai slabe ale agriculturii –, așteptată a se întrerupe însă sau chiar inversa ușor în ultimele luni ale anului, în contextul reactivării pandemiei și al instituirii de noi restricții, mai puțin severe totuși decât cele din primăvară. Evoluția implica o resorbire mai consistentă a deficitului de cerere agregată în semestrul II 2020 față de prognoza precedentă, pe seama restrângerii acestuia cu peste două treimi în trimestrul III și a staționării lui în trimestrul următor la o valoare ușor inferioară celei anticipate anterior.

În aceste condiții, noua prognoză pe termen mediu a evidențiat o modificare de *pattern* al inflației viitoare doar pe orizontul apropiat de timp, când aceasta se anticipa să coboare vizibil sub nivelurile previzionate anterior. Astfel, rata anuală a inflației era așteptată să scadă la 2,1 la sută în decembrie 2020⁴⁰ și la 2,0 la sută la finele primului trimestru al anului viitor, dar apoi să urce și să se mențină pe orizontul relevant pentru politica monetară în proximitatea punctului central al țintei, similar previziunilor anterioare.

Totodată, responsabile de decelerarea mai pronunțată a inflației pe orizontul scurt de timp erau evoluțiile recente și cele anticipate de pe segmentul LFO. Acțiunea de ansamblu a factorilor de natura ofertei se prefigura a redeveni însă inflaționistă începând cu primul semestru din 2021, în principal pe seama unor efecte de bază, dar și în contextul liberalizării în luna ianuarie 2021 a pieței energiei electrice. Mici influențe în sens ascendent se anticipau să vină și din cotații ale unor mărfuri agroalimentare, din costuri asociate măsurilor de prevenire a infectării cu virusul SARS CoV-2, precum și din perturbații în lanțurile de producție/aprovizionare – toate de natură a afecta evoluția inflației de bază.

În același timp, presiunile dezinflaționiste ale factorilor fundamentali erau așteptate să devină pregnante doar de la mijlocul anului viitor, alături de caracterul gradual

³⁸ De 10,3 la sută în termeni anuali și 11,9 la sută în termeni trimestriali (date statistice disponibile la momentul efectuării analizei de politică monetară).

³⁹ Reflectată și de evoluțiile de pe piața muncii – mai favorabile decât cele anticipate, efectele adverse ale crizei pandemice fiind în continuare relativ limitate, în condițiile repornirii activității în numeroase sectoare, dar și ca urmare a extinderii măsurilor de sprijin guvernamental vizând păstrarea relațiilor de muncă.

⁴⁰ Față de 2,7 la sută în proiecția precedentă.

al manifestării efectelor deficitului de cerere agregată⁴¹, determinante pentru întârziere fiind persistența inflației de bază și creșterea amplă a costurilor salariale în 2020, anticipată a se corecta în anul următor. În schimb, în perspectivă apropiată, influențe dezinflaționiste notabile erau așteptate să decurgă din dinamica prețurilor importurilor, inclusiv pe fondul evoluției probabile a cursului de schimb al leului, precum și din efecte de bază asociate scumpirii unor alimente procesate⁴².

Incertitudinile asociate noii perspective continuau însă să fie extrem de ridicate și de natură a induce riscuri în dublu sens la adresa evoluției viitoare a inflației. O sursă majoră rămânea pandemia de coronavirus și măsurile restrictive asociate, având în vedere posibila prelungire a noului val pandemic, dar și anunțurile privind disponibilitatea în viitorul apropiat a unui vaccin eficace, precum și caracterul mai puțin sever al restricțiilor de mobilitate curente, alături de capacitatea sporită de adaptare a populației și firmelor la situația epidemiologică. Incertitudini și riscuri crescute decurgeau însă din conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, mai ales în absența proiectului de buget pentru 2021 și în contextul electoral, date fiind, pe de o parte, potențiala creștere mai pronunțată a cheltuielilor bugetare în 2020, sub impactul crizei pandemice și al măsurilor de sprijin, dar și ca efect al majorării unor cheltuieli cu caracter permanent – cu repercusiuni asupra execuțiilor bugetare viitoare, implicit asupra primei de risc suveran –, și, pe de altă parte, posibila inițiere în perspectivă apropiată a necesarei consolidări bugetare. Mediul extern genera la rândul său incertitudini și riscuri semnificative, în condițiile redresării relativ mai solide a economiilor europene în trimestrul III, care putea fi însă întreruptă sau chiar inversată ușor de intensificarea noului val pandemic și a măsurilor restrictive asociate.

Date fiind evoluția creditului în valută și nivelul adecvat al rezervelor valutare, Consiliul de administrație al BNR a decis însă reducerea ratei rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în valută ale instituțiilor de credit la nivelul de 5 la sută, de la 6 la sută, măsura⁴³ 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.

Potrivit datelor și evaluărilor ulterioare, rata anuală a inflației a continuat să coboare sub punctul central al țintei în ultimele două luni ale anului 2020, ajungând în decembrie la 2,06 la sută – nivel marginal inferior celui prognozat și aproape înjumătățit față de cel atins în decembrie 2019⁴⁴ –, pe fondul relativei accentuări a

⁴¹ Anticipat a se închide ceva mai târziu decât în prognoza anterioară, în condițiile unei contracții economice mai estompate în 2020 decât cea previzionată anterior – pe fondul influențelor stimulativе venite din programele guvernamentale și din condițiile monetare –, dar și ale unei creșteri economice ceva mai modeste în 2021, în contextul noului val pandemic și al refacerii ceva mai temperate a cererii externe, precum și al unui impuls fiscal mai nefavorabil.

⁴² Pe acest fond, rata anuală a inflației CORE2 ajustat era așteptată să scadă doar ușor în decembrie 2020, la 3,3 la sută, similar previziunilor anterioare, pentru ca apoi să cunoască o corecție descendentă consistentă, coborând în a doua parte a anului 2021 și rămânând ulterior sub punctul central al țintei, la valori marginal inferioare celor anticipate anterior.

⁴³ Intrată în vigoare începând cu perioada de aplicare 24 noiembrie – 23 decembrie 2020.

⁴⁴ În decembrie 2019 rata anuală a inflației s-a situat la 4,04 la sută.

decelerării inflației de bază⁴⁵. Rata anuală a acestei componente⁴⁶ a scăzut în noiembrie la 3,4 la sută și în decembrie la 3,3 la sută, conform așteptărilor, în principal pe seama efectelor de bază dezinflaționiste asociate evoluției prețurilor unor produse alimentare procesate⁴⁷, nivelul ei rămânând astfel marcat de presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali din perioada pre-pandemie și de așteptările inflaționiste asociate⁴⁸.

Totodată, activitatea economică a recuperat în trimestrul III 2020 o parte însemnată din contracția suferită anterior, deși ceva mai puțin decât s-a anticipat, reducându-și declinul în termeni anuali la -5,7 la sută, de la -10,3 la sută în trimestrul II, în condițiile unei creșteri trimestriale de 5,8 la sută, după scăderea de -12,2 la sută din trimestrul II; dinamica revenirii a fost drastic frânată de declinul producției agricole, în absența căruia economia și-ar fi redus contracția în termeni anuali la -3,2 la sută. Redresarea s-a datorat în principal cererii interne, și mai cu seamă consumului populației, care s-a redinamizat puternic în condițiile revigorării cumpărărilor de bunuri și servicii după ridicarea unor restricții de mobilitate⁴⁹. La rândul ei, formarea brută de capital fix a continuat să crească ușor în termeni anuali, în contextul reamplificării dinamicii construcțiilor, cu aportul solid al investițiilor publice și cu sprijinul programelor guvernamentale. În același timp, exportul net și-a diminuat vizibil contribuția negativă la dinamica anuală a PIB, în condițiile în care redresarea consistentă a exporturilor a devansat-o ca magnitudine pe cea a importurilor de bunuri și servicii, antrenând și o scădere a deficitului balanței comerciale în raport cu aceeași perioadă a anului trecut. Deficitul de cont curent și-a reluat însă creșterea în termeni anuali, ca urmare a reînfrățirii balanței veniturilor primare pe seama fluxurilor profiturilor reinvestite, iar gradul de acoperire a acestuia cu investiții străine directe și transferuri de capital a continuat să se reducă.

Situația de pe piața muncii a cunoscut, de asemenea, o relativă ameliorare de la mijlocul trimestrului III 2020, pe fondul redresării activității în sectoare importante, dar și cu aportul măsurilor guvernamentale destinate păstrării relațiilor de muncă. Efectivul salariaților din economie a crescut continuu în intervalul august-noiembrie, iar rata șomajului BIM a urmat o traiectorie prevalent descrescătoare. În același timp, rata locurilor de muncă vacante s-a mărit ușor în trimestrul III⁵⁰, piața muncii stopându-și astfel tendința de relaxare. În aceste condiții, creșterea anuală a câștigului salarial mediu brut nominal s-a reaccelerat în trimestrul III și a rămas apoi cvasiconstantă în intervalul octombrie-noiembrie, nu departe de nivelurile înregistrate în lunile premergătoare șocului pandemic.

Evoluțiile de pe piața financiară au evidențiat o ameliorare vizibilă a percepției investitorilor asupra perspectivei economiei românești ulterior evenimentelor politice

⁴⁵ În acest interval, influențele dezinflaționiste ale dinamicii prețurilor LFO au fost contrabalansate de cele venind din scumpirea combustibililor, produselor din tutun și a energiei electrice.

⁴⁶ Inflația CORE2 ajustat.

⁴⁷ O influență ușoară a venit și din temperarea deprecierei în termeni anuali a leului în raport cu euro.

⁴⁸ Nivelul reflecta probabil și mici influențe venite din redinamizarea consumului în a doua parte a anului 2020, dar și din perturbări pe partea ofertei și din costuri asociate pandemiei și măsurilor de prevenire a răspândirii infecției cu coronavirus.

⁴⁹ Pe fondul situației relativ ameliorate a pieței muncii și al reaccelerării creșterii venitului disponibil real, inclusiv sub impactul majorării pensiilor în luna septembrie 2020 și al scăderii ratelor dobânzilor la creditele populației.

⁵⁰ În premieră pentru ultimele opt trimestre.

din decembrie 2020, de natură să contribuie, împreună cu creșterea apetitului global pentru risc, și la relaxarea condițiilor lichidității de pe segmentul monetar. Sub influența acestora, principalele cotații ale pieței monetare interbancare și-au prelungit, iar apoi și-au accelerat descreșterea, în timp ce randamentele titlurilor de stat și-au accentuat mișcarea descendentă chiar după prima decadă a lunii decembrie 2020. Totodată, rata de schimb a leului a rămas relativ stabilă inclusiv în prima parte a lunii ianuarie 2021, în linie cu comportamentul său din 2020, susținut de diferențialul ratelor dobânzilor, în condițiile unei scăderi treptate a acestuia. În același timp, rata medie a dobânzii la creditele noi a consemnat pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului IV 2020 o nouă scădere în raport cu media trimestrului anterior, iar IRCC și-a accentuat ușor descreșterea în debutul anului curent.

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a continuat să se mărească în primele două luni ale trimestrului IV 2020, în condițiile accelerării creșterii creditelor în lei ale societăților nefinanciare, pe fondul programului „IMM Invest România” și al tendinței descrescătoare a ratelor dobânzilor, iar ponderea în total a componentei în monedă națională a urcat la 69,3 la sută – maximum perioadei post-ianuarie 1996.

Evaluările realizate în acest context au reconfirmat perspectiva creșterii ușoare a ratei anuale a inflației în primele două luni ale anului curent, exclusiv pe seama unor componente exogene ale IPC⁵¹, urmată de o corecție la finele trimestrului I – evoluție compatibilă cu cea mai recentă prognoză pe termen mediu⁵², care anticipa menținerea dinamicii inflației în proximitatea punctului central al țintei pe orizontul relevant pentru politica monetară, pe fondul manifestării efectelor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată. Acesta era așteptat să continue să se restrângă lent în trimestrele IV 2020 și I 2021, în loc să stagneze, așa cum se previzionase anterior⁵³, în condițiile în care pe ansamblul intervalului se anticipa o recuperare a contracției economice similară ca dimensiune celei previzionate în noiembrie 2020, însă într-o distribuție trimestrială diferită, în contextul unei redresări neîntrerupte a activității economice⁵⁴.

Se prefigura însă o schimbare importantă în conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, inclusiv în raport cu cea mai recentă prognoză pe termen mediu, în condițiile în care potențiala țintă de deficit bugetar pentru 2021 și unele măsuri anunțate/adoptate deja de noul guvern, precum cea privind plafonarea temporară a salariilor din sectorul bugetar, făceau probabilă inițierea în acest an a necesarei consolidări bugetare – cu implicații favorabile inclusiv asupra primei de risc suveran și, în final, asupra costurilor de finanțare. Persistau totuși incertitudini în ceea ce privește dimensiunea și instrumentele consolidării din acest an și în perspectivă, cel puțin până la aprobarea bugetului public pentru 2021, mai ales în condițiile creșterii ample,

⁵¹ Principalele influențe erau așteptate să decurgă din evoluția prețului combustibililor, inclusiv pe fondul efectului de bază asociat eliminării supraaccizei la carburanți în ianuarie 2020, precum și din dinamica prețurilor administrate, în contextul liberalizării începând cu 1 ianuarie 2021 a pieței energiei electrice pentru consumatorii casnici.

⁵² Incertitudinile asociate liberalizării pieței energiei electrice pentru consumatorii casnici erau însă considerabile, cu potențiale implicații mai pronunțate asupra dinamicii IPC pe orizontul scurt de timp decât cele previzionate.

⁵³ *Gap*-ul negativ al PIB era așteptat să rămână totuși la valori ceva mai joase, dată fiind închiderea lui ușor sub așteptări, deși deosebit de consistentă, în trimestrul III 2020.

⁵⁴ Aceasta se anticipa să fie marginală în trimestrul IV 2020, față de intreruperea sau contracția ușoară previzionate anterior, și relativ dinamică în primele trei luni din 2021, dar vizibil încetinită în raport cu prognoza precedentă.

posibil peste așteptări, a deficitului bugetar în 2020, sub impactul crizei pandemice și al măsurilor de sprijin adoptate, dar și ca efect al majorării unor cheltuieli cu caracter permanent.

Totodată, mediul extern genera incertitudini și riscuri crescute la adresa celei mai recente prognoze pe termen mediu, date fiind creșterea ratei de infectare cu coronavirus în unele țări europene și reinăsprirea recentă a restricțiilor de mobilitate, inclusiv în contextul apariției unor tulpini cu grad mai ridicat de contagiozitate, de natură să întârzie recuperarea economică în zona euro, probabil până când campaniile de vaccinare își vor arăta efectele.

Acest context a justificat reducerea cu încă 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, de natură să susțină, în condițiile decalajelor inerente de transmitere, redresarea activității economice pe orizontul prognozei, în vederea aducerii și consolidării pe termen mediu a ratei anuale a inflației în linie cu ținta de inflație de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, în condiții de protejare a stabilității financiare. Prin urmare, în ședința convocată în data de 15 ianuarie 2021, Consiliul de administrație al BNR a hotărât reducerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,25 la sută, de la 1,50 la sută; totodată, a decis reducerea cu câte 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit, la 0,75 la sută, și a celei aferente facilității de creditare, la 1,75 la sută. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a decis păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

Totodată, Consiliul de administrație al BNR a menținut decizia privind suspendarea calendarului ședințelor de politică monetară, urmând ca ședințele pe probleme de politică monetară să aibă loc ori de câte ori va fi necesar.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare au fost relativ stabile pe ansamblul trimestrului IV 2020, pentru ca în debutul trimestrului I 2021 să cunoască o descreștere pronunțată. La rândul său, rata dobânzii aferentă tranzacțiilor interbancare⁵⁵ și-a prelungit și apoi accelerat descreșterea în acest interval. Cursul de schimb leu/euro s-a menținut pe palierul mai înalt atins la finele trimestrului III 2020, în condițiile unor fluctuații modeste. Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat s-a reamplificat pe ansamblul perioadei octombrie-noiembrie 2020, iar cea a lichidității din economie a continuat să se mărească.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare a coborât în intervalul noiembrie-decembrie 2020 în preajma ratei dobânzii de politică monetară, după ce

⁵⁵ Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară (exclusiv BNR), ponderată cu volumul tranzacțiilor.

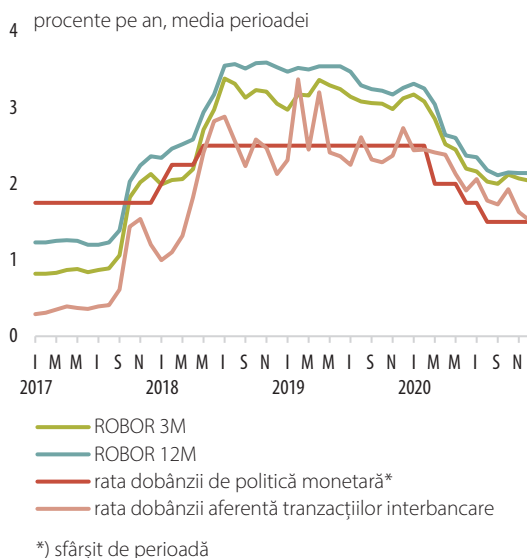
În prima lună a trimestrului IV s-a menținut în linie cu rata dobânzii la facilitatea de creditare, pentru ca în prima jumătate a lunii ianuarie 2021 să-și accentueze vizibil mișcarea descendentă, ajungând și rămânând în apropierea ratei dobânzii la facilitatea de depozit. În aceste condiții, valoarea sa medie și-a prelungit descreșterea în trimestrul IV (-0,18 puncte procentuale față de precedentele trei luni, până la 1,69 la sută) și și-a accelerat-o în prima jumătate a lunii ianuarie (coborând la 1,24 la sută).

Condițiile lichidității de pe piața monetară au resimțit în octombrie influențele înrăutățirii sentimentului pieței financiare internaționale⁵⁶ și ale creșterii îngrijorărilor investitorilor financiari legate de perspectiva poziției fiscale și a ratingului suveran al României, precum și efectele gestionării prudente a lichidității de către BNR⁵⁷, asociată cu o intensificare a apelului băncilor la facilitatea de creditare. Începând cu luna noiembrie, ele au cunoscut însă o relativă normalizare – inclusiv cu aportul operațiunilor *repo* ale băncii centrale⁵⁸ –, succedată de o ușoară relaxare spre finele trimestrului IV 2020, care s-a accentuat în prima decadă a lunii ianuarie a anului curent. Evoluția a survenit ca urmare a reinstalării unui excedent de lichiditate pe piața monetară – sub impactul operațiunilor în lei și în valută ale Trezoreriei –, drenat de banca centrală exclusiv prin intermediul facilității de depozit, în contextul ameliorării evidente a percepției investitorilor asupra perspectivei economiei românești ulterior evenimentelor politice din decembrie 2020, precum și al creșterii apetitului global pentru risc. Pe acest fond, ratele dobânzilor ON ale pieței monetare interbancare s-au menținut în luna octombrie în linie cu rata dobânzii la facilitatea de creditare, dar au coborât în

perioada noiembrie-decembrie în preajma ratei dobânzii de politică monetară, iar în prima decadă a lunii ianuarie 2021 în apropierea limitei de jos a coridorului ratelor dobânzilor.

La rândul lor, cotațiile ROBOR 3M-12M s-au mărit ușor în octombrie, pentru ca în următoarele două luni să își corecteze în mare măsură avansul, iar în debutul trimestrului I 2021 să își accelereze descreșterea. Ca medii trimestriale, cotațiile au consemnat variații minore în raport cu trimestrul anterior pe segmentul 3-6 luni (situându-se la 2,08 la sută în cazul ROBOR 3M, respectiv la 2,12 la sută în cazul maturității de 6 luni) și au scăzut mai însemnat pe scadența de 12 luni (-0,07 puncte procentuale, la 2,14 la sută). Din perspectiva valorilor zilnice, acestea au coborât moderat pe ansamblul trimestrului IV, dar vizibil mai pronunțat în debutul trimestrului I, cotația ROBOR 3M ajungând astfel la

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



⁵⁶ Pe fondul recrudescenței crizei pandemice și al incertitudinilor legate de pachetul fiscal stimulat și de scrutinul prezidențial din SUA.

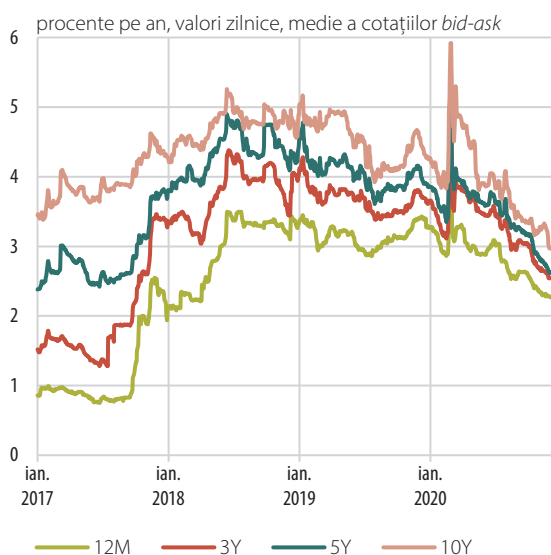
⁵⁷ Stocul mediu zilnic al operațiunilor *repo* a crescut totuși ușor în octombrie, la 1,2 miliarde lei, de la 0,8 miliarde lei în luna precedentă.

⁵⁸ În noiembrie, soldul mediu zilnic al operațiunilor *repo* s-a majorat la 2,6 miliarde lei, iar în decembrie s-a redus ușor, la 2,2 miliarde lei.

2,03 la sută la finele lunii decembrie, de la 2,11 la sută în septembrie, iar pe 15 ianuarie la 1,78 la sută (Grafic 3.2).

Pe piața titlurilor de stat, alături de mișcările de pe segmentul monetar, importanți factori de influență în trimestrul IV 2020 au fost fluctuațiile sentimentului pieței financiare internaționale – a cărei deteriorare din octombrie a fost succedată de o ameliorare vizibilă, pe fondul rezultatului alegerilor din SUA, dar mai ales al anunșurilor privind disponibilitatea în viitorul apropiat a unor vaccinuri eficiente contra COVID-19 –, precum și deciziile agențiilor Moody's și Fitch privind menținerea ratingului suveran al României în categoria *investment grade*⁵⁹ și, ulterior, atenuarea incertitudinilor privind situația politică internă, implicit politicile economice viitoare, după momentul electoral din decembrie.

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



În aceste condiții, cotațiile de referință de pe segmentul secundar al pieței și-au prelungit pe parcursul trimestrului IV mișcarea generală descrescătoare și chiar și-au accentuat-o din a doua decadă a lunii decembrie în cazul maturităților mai lungi, precum și în prima jumătate a lunii ianuarie pe segmentul scurt al scadențelor. Nivelurile medii ale cotațiilor⁶⁰ din luna decembrie au coborât astfel față de cele din ultima lună a trimestrului III cu valori cuprinse între circa 0,3 puncte procentuale în cazul titlurilor pe 6 și 12 luni și 0,6 puncte procentuale în cazul titlurilor pe 5 ani. În prima jumătate a lunii ianuarie acestea au coborât, din perspectiva valorilor zilnice, cu 0,21-23 puncte procentuale pe segmentul 6-12 luni (la 2,0 la sută, respectiv 2,07 la sută), cu 0,14-0,16 puncte procentuale pe maturitățile de 3-5 ani și cu 0,02 puncte procentuale în cazul titlurilor pe 10 ani (2,94 la sută), atingând astfel noi valori minime ale ultimilor 3-4 ani⁶¹

(Grafic 3.3). Pe acest fond, curba randamentelor și-a atenuat ușor înclinația pozitivă față de finele trimestrului III.

Și pe segmentul primar al pieței, randamentele medii acceptate au continuat să scadă în trimestrul IV, îndeosebi pe scadențele medii și lungi. Astfel, valorile atinse de acestea în cadrul ultimelor licitații din decembrie au fost inferioare celor din septembrie cu 0,23 puncte procentuale pentru titlurile pe 1 an și cu 0,5-0,6 puncte procentuale pentru titlurile cu maturități de 3, 4, 7 și 10 ani. În ianuarie, mișcarea descendentă s-a accentuat, randamentele titlurilor pe 1 an coborând la 2,14 la sută (-0,23 puncte procentuale față de decembrie), iar cele ale titlurilor cu maturitate reziduală de 7 și 10 ani până la 2,74 la sută, respectiv 2,97 la sută (-0,14 puncte procentuale, respectiv -0,36 puncte procentuale față de decembrie).

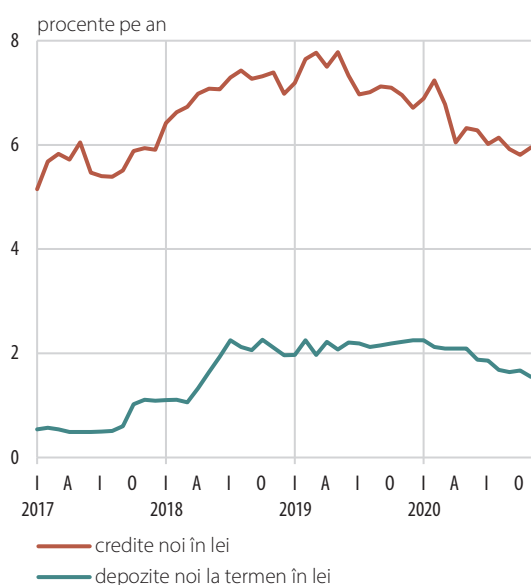
⁵⁹ Comunicate spre finele lunii octombrie.

⁶⁰ Medii ale cotațiilor *bid-ask*.

⁶¹ Circa 3 ani în cazul randamentelor pe 6 luni și peste 4 ani în cazul celor pe 10 ani.

Evoluțiile au fost mixte în prima lună a trimestrului IV 2020 din perspectiva principalelor maturități, pentru ca în noiembrie mișcarea descendentă să devină generalizată și mai pregnantă – în condițiile reamplificării interesului investitorilor pentru titlurile de stat în lei –, iar în decembrie și ianuarie să continue, inițial mai temperat, dar ulterior mai viguros. Și volumul lunar al emisiunilor s-a majorat considerabil în a doua lună a trimestrului IV, atât ca valoare absolută (maximul ultimelor 5 luni), cât și raportat la nivelul programat^{62,63}, în timp ce în octombrie⁶⁴ și în decembrie⁶⁵ acesta s-a plasat ușor deasupra mediei primelor nouă luni ale anului. Pe ansamblul trimestrului IV, volumul titlurilor puse în circulație a fost net superior celui din trimestrul precedent – valoarea emisiunilor nete scăzând totuși notabil –, iar raportul între volumul acceptat și cel anunțat a înregistrat o creștere ușoară (1,3 față de 1,1), în timp ce raportul între volumul solicitat și cel anunțat a rămas nemodificat la 2.

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Pe fondul ușoarelor fluctuații ale cotațiilor relevante ale pieței monetare interbancare și al scăderii IRCC, precum și în contextul programului „IMM Invest România”, rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebancari a consemnat pe ansamblul perioadei octombrie-noiembrie o nouă diminuare în raport cu media trimestrului anterior (-0,15 puncte procentuale, la 5,88 la sută). La rândul său, randamentul mediu al depozitelor noi la termen s-a redus cu 0,12 puncte procentuale (la o medie de 1,61 la sută), Grafic 3.4.

Pe segmentul populației, rata medie a dobânzii la creditele noi a coborât pe ansamblul perioadei cu 0,21 puncte procentuale în raport cu media din trimestrul III 2020, la 7,20 la sută. Evoluția a fost imprimată de rata medie aferentă creditelor noi pentru locuințe (-0,37 puncte procentuale, la 4,90 la sută), al căror flux s-a majorat în ambele luni,

cu un aport în creștere din partea programului „Noua casă”, ajungând în apropierea maximelor istorice⁶⁶. Costul mediu cu dobânda al împrumuturilor noi pentru consum a crescut în schimb ușor (+0,16 puncte procentuale față de media trimestrului, până la 9,21 la sută), iar volumul acestora s-a restrâns, mai evident în noiembrie. Rata medie

⁶² În noiembrie 2020, MF a pus în circulație pe piața externă titluri denumite în euro în valoare totală de 2,5 miliarde euro (1 miliard euro pe maturitatea de 9 ani, la un randament de 1,47 la sută, și 1,5 miliarde euro pe maturitatea de 20 de ani, la un randament de 2,65 la sută) și a organizat o licitație de titluri de stat denumite în euro și pe piața internă (volumul anunțat a fost de 500 milioane euro, iar maturitatea de 4 ani), respingând însă integral ofertele de cumpărare. Totodată, MF a derulat în această lună două programe de emisiuni de titluri de stat destinate populației: (i) programul „Fidelis” a cărui perioadă de subscriere a fost 9-27 noiembrie și prin care au fost puse în circulație atât titluri în lei cu maturitate de 1 an și 3 ani (în valoare de 628,6 milioane lei și respectiv 668,4 milioane lei, la randamente de 3,5 la sută și 4,0 la sută), cât și în euro cu maturitate de 5 ani (în valoare de 288,6 milioane euro, la un randament de 1,85 la sută), listate la BVB, și (ii) programul „Tezaur”, pentru care subscrierea s-a desfășurat în perioada 17 noiembrie – 11 decembrie și prin care au fost emise titluri cu maturitate de 1, 2 și 3 ani la randamente de 3,5 la sută, 3,75 la sută și 4 la sută.

⁶³ Raportul între volumul acceptat și cel anunțat urcând la 1,6, de la 1,2 în octombrie.

⁶⁴ În prima lună a trimestrului IV 2020 a ajuns la scadență un volum ridicat de obligațiuni de stat (9,1 miliarde lei, pe 26 octombrie).

⁶⁵ În prima parte a lunii decembrie, MF a respins integral ofertele în cazul licitației pentru titluri pe 15 ani.

⁶⁶ Consemnate în iunie 2017 și octombrie 2019.

a dobânzii la creditele noi ale societăților nefinanciare s-a consolidat în preajma valorilor joase recent atinse⁶⁷, valoarea sa medie din intervalul octombrie-noiembrie (4,57 la sută) fiind similară celei din trimestrul III. La nivelul principalelor categorii de credite, rata medie a dobânzii a stagnat practic în raport cu trimestrul III în cazul împrumuturilor de valoare mică (sub echivalentul a 1 milion de euro), la 4,75 la sută, dar a crescut ușor pe segmentul împrumuturilor de valoare mare (+0,15 puncte procentuale, până la 4,32 la sută). Volumul total a creditelor noi acordate societăților nefinanciare și-a prelungit în octombrie ascensiunea din ultimele luni, inclusiv pe fondul programului „IMM Invest România”, atingând un maxim istoric datorită creșterii accentuate a împrumuturilor de valoare mare, dar a consemnat o ajustare descendentă în noiembrie, pe seama ambelor categorii de împrumuturi. Randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale populației și-a continuat mișcarea lent descrescătoare amorsată în decembrie 2019, coborând pe ansamblul perioadei octombrie-noiembrie cu 0,13 puncte procentuale față de media trimestrului III, la 1,51 la sută. O scădere similară ca amplitudine a fost consemnată și pe segmentul societăților nefinanciare (-0,12 puncte procentuale, la 1,64 la sută).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



Cursul de schimb leu/euro euro s-a menținut în trimestrul IV pe palierul mai înalt atins la finele trimestrului precedent, în condițiile unor fluctuații modeste (Grafic 3.5).

În prima lună a trimestrului IV 2020 presiunile asupra cursului de schimb leu/euro au rămas ridicate, ca urmare a înrăutățirii sentimentului pieței financiare internaționale⁶⁸, dar și pe fondul îngrijorărilor investitorilor financiari legate de perspectiva poziției fiscale și a ratingului suveran al României, precum și al persistenței deficitelor mari în schimburile comerciale cu exteriorul. În contextul înăsprii temporare a condițiilor lichidității de pe piața monetară și al diferențialului ratei dobânzii, raportul leu/euro a rămas totuși cvasistabil pe palierul mai înalt atins în ultima decadă a lunii anterioare, în timp ce în regiune ratele de schimb și-au reluat și prelungit ascensiunea până spre finele intervalului,

după o parțială ajustare descendentă consemnată în debutul acestuia⁶⁹.

Sentimentul pieței financiare internaționale s-a ameliorat vizibil în noiembrie, sub influența rezultatului alegerilor prezidențiale din SUA, dar mai ales ca efect al anunțurilor privind disponibilitatea în viitorul apropiat a unor vaccinuri eficiente

⁶⁷ În septembrie 2020, aceasta a coborât la 4,43 la sută – minimul ultimilor trei ani.

⁶⁸ Pe fondul recrudescenței crizei pandemice, mai ales în Europa, și sub impactul incertitudinilor legate de pachetul fiscal stimulant și de scrutinul prezidențial din SUA.

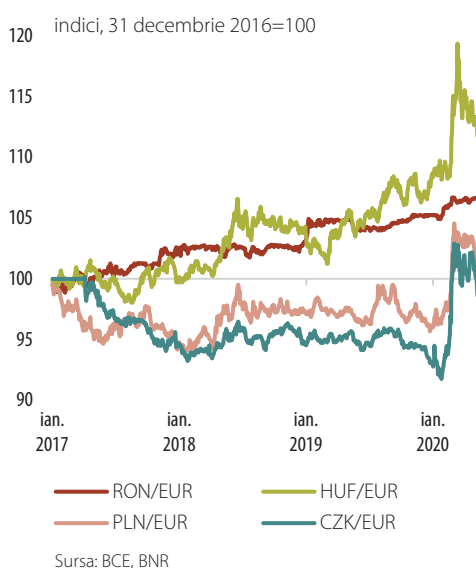
⁶⁹ Pe ansamblul lunii octombrie, leul s-a depreciat cu 0,3 la sută față de euro. În același timp, forintul s-a depreciat cu 0,5 la sută față de moneda unică europeană, zlotul cu 1,5 la sută, iar coroana cehă cu 1,7 la sută.

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	11 luni 2019			11 luni 2020		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	3 170	8 151	-4 981	6 693	13 035	-6 342
Investiții directe	1 430	5 872	-4 442	157	1 999	-1 842
Investiții de portofoliu	1 282	3 536	-2 254	94	11 475	-11 381
Derivate financiare	-34	x	-34	-44	x	-44
Alte investiții	-17	-1 257	1 240	5 203	-439	5 642
– numerar și depozite	-1 053	-635	-419	4 859	-356	5 215
– împrumuturi	-121	-1 239	1 118	62	259	-197
– altele	1 157	616	541	283	-341	624
Active de rezervă ale BNR (net)	509	0	509	1 283	0	1 283

*) „+” creștere/„-” scădere

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



împotriva COVID-19. Pe acest fond, raportul euro/dolar a reînceput să crească, iar cursurile de schimb ale principalelor monede din regiune au înregistrat ample scăderi, corectându-și în bună măsură creșterile acumulate în precedentele două luni⁷⁰. Și rata de schimb leu/euro a cunoscut o ajustare descendentă în prima decadă a intervalului, inclusiv ca urmare a deciziilor agențiilor Moody's și Fitch privind menținerea ratingului suveran al României în categoria *investment grade*, anunțate spre finele lunii octombrie. Descreșterea a fost totuși relativ modestă și inversată practic integral în a doua parte a lunii, în condițiile trendului de deteriorare a balanței comerciale și ale persistenței temerilor legate de sustenabilitatea finanțelor publice, mai ales în absența proiectului de buget pentru 2021 și în contextul electoral (Tabel 3.1).

Presiunile asupra cursului de schimb leu/euro s-au epuizat practic spre finele anului, pe fondul îmbunătățirii percepției investitorilor asupra perspectivei economiei românești după evenimentele electorale din decembrie, precum și ca efect al creșterii ulterioare a apetitului global pentru risc, de natură să contribuie și la relaxarea condițiilor lichidității de pe segmentul monetar, implicit la restrângerea diferențialului ratelor dobânzilor, mai ales în debutul anului 2021. În acest context, rata de schimb a leului a rămas relativ stabilă, inclusiv în prima parte a lunii ianuarie 2021 (Grafic 3.6).

Pe ansamblul trimestrului IV 2020, soldul total al tranzacțiilor de pe piața valutară interbancară și-a reamplificat valoarea negativă, exclusiv pe seama majorării cererii excedentare de devize a rezidenților, în condițiile unui rulaj total al pieței relativ scăzut din perspectivă istorică.

Față de trimestrul anterior⁷¹, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 0,2 la sută în termeni nominali⁷² și s-a apreciat cu 0,4 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a apreciat cu 3,0 la sută în termeni nominali și cu 3,7 la sută în termeni reali, în condițiile

⁷⁰ În luna noiembrie, pe baza valorilor medii ale cursurilor de schimb, coroana cehă s-a apreciat cu 2,8 la sută față de euro, zlotul cu 1,0 la sută, iar forintul cu 0,7 la sută.

⁷¹ Pe baza valorilor medii din decembrie, respectiv septembrie, ale cursului de schimb.

⁷² O depreciere ușoară în raport cu euro a mai consemnat în acest interval zlotul (0,1 la sută), în timp ce forintul și coroana cehă s-au apreciat față de moneda unică europeană cu 0,4 și, respectiv, 1,6 la sută.

în care valoarea monedei americane a scăzut semnificativ în raport cu euro⁷³. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul IV, leul și-a diminuat ușor deprecierea în raport cu euro și și-a majorat semnificativ aprecierea față de dolarul SUA.

2.3. Moneda și creditul

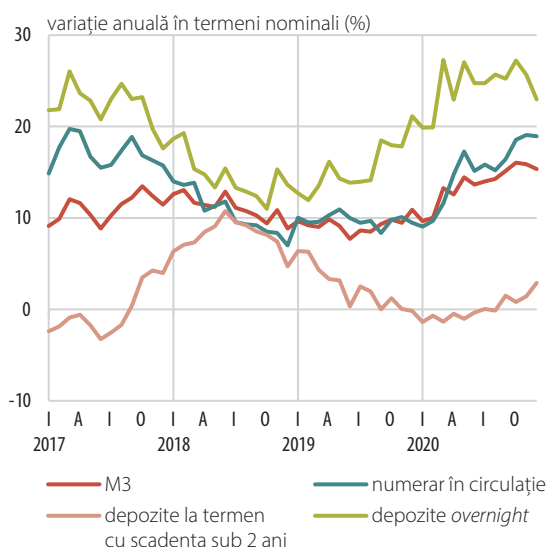
Tabel 3.2. Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

	variație procentuală în termeni nominali				
	2019	2020			
	IV	I	II	III	IV
	ritm mediu al trimestrului				
M3	10,1	11,0	13,6	14,5	15,8
M1	16,3	18,7	22,2	22,5	23,5
Numerar în circulație	9,8	10,1	15,7	15,8	18,8
Depozite <i>overnight</i>	19,0	22,4	24,9	25,2	25,3
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	0,4	-1,1	-0,6	0,5	1,7

Moneda

Dinamica anuală⁷⁴ deosebit de înaltă a masei monetare (M3) a continuat să crească în intervalul octombrie-decembrie 2020, ajungând la 15,8 la sută – maximum perioadei post-martie 2009⁷⁵ –, de la 14,5 la sută în trimestrul III⁷⁶. Expansiunea monetară s-a corelat și în acest interval cu relaxarea execuției bugetare și cu amplificarea injecțiilor de lichiditate asociate utilizării fondurilor UE, ea reflectând și efecte ale unor măsuri de sprijin aplicate în contextul crizei pandemice, inclusiv ale moratoriilor de credite (Tabel 3.2).

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



Similar precedentelor două trimestre, ambele componente majore au susținut ascensiunea M3 în acest interval. Astfel, dinamica masei monetare în sens restrâns (M1) a atins maximum ultimilor patru ani, pe seama accelerării creșterii numerarului în circulație și a depozitelor ON ale populației (la maxime ale ultimilor circa 12 ani, respectiv 3 ani), în timp ce avansul depunerilor similare ale societăților nefinanciare s-a temperat, rămânând totuși deosebit de robust. La rândul lor, depozitele cu durata inițială de până la 2 ani și-au consolidat variația ușor pozitivă, în condițiile accelerării creșterii plasamentelor în lei ale societăților nefinanciare, concomitent cu mărirea marginală a dinamicii depozitelor similare aparținând populației. Drept consecință, ponderea M1 în M3 și-a prelungit trendul ascendent, ajungând în decembrie la 69,2 la sută – nivel record al perioadei post-aprilie 1994 (Grafic 3.7).

Din perspectivă sectorială, accelerarea creșterii M3 s-a datorat saltului consemnat în acest interval de dinamica depozitelor totale incluse în M3 ale populației (la 16,4 la sută – maximum ultimilor 11 ani, de la 14,7 la sută în trimestrul III). Acesta

⁷³ Raportul euro/dolar și-a accentuat ascensiunea în decembrie, atingând spre finele lunii nivelul de 1,2281 (sursa: BCE) – maximum post-aprilie 2018.

⁷⁴ În absența altor precizări, în această secțiune variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni nominali.

⁷⁵ Date trimestriale.

⁷⁶ Și în termeni reali, variația medie anuală a M3 și-a continuat ascensiunea, ajungând la 13,3 la sută în trimestrul IV 2020, de la 11,5 la sută în precedentele trei luni.

a reflectat avansul veniturilor din salarii și al celor provenite din fonduri UE pentru agricultură⁷⁷, alături de efectele moratoriilor de credite și ale comprimării cumpărărilor populației, în principal pe seama serviciilor, dar și impactul reamplificării dinamicii deținerilor de titluri de stat ale persoanelor fizice⁷⁸. Creșterea plasamentelor societăților nefinanciare⁷⁹ a rămas, la rândul său, deosebit de alertă (16,1 la sută – doar marginal inferioară celei din trimestrul III), pe fondul continuării redresării activității economice, precum și al dinamizării creditului acordat acestui sector, dar și în contextul măsurilor guvernamentale vizând atenuarea impactului economic al crizei pandemice, inclusiv prin susținerea lichidității firmelor⁸⁰.

Din perspectiva contrapartidelor M3, plusul de ritm al expansiunii monetare a venit în principal din reamplificarea dinamicii activelor externe nete ale sistemului bancar⁸¹, concomitent cu scăderea variației depozitelor în valută, dar și a celor în lei ale administrației publice centrale, care au surclasat ca impact relativa temperatură a creșterii creditului guvernamental. Un ușor efect expansionist a generat și dinamizarea creditului acordat sectorului privat.

Creditul acordat sectorului privat

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat s-a reamplificat pe ansamblul trimestrului IV 2020, ajungând la 4,7 la sută, de la 3,8 la sută în trimestrul precedent⁸². Evoluția a reflectat accelerarea creșterii componente în lei, la 7,9 la sută, de la 6,5 la sută în intervalul iulie-septembrie – inclusiv în condițiile maximului istoric atins de fluxul acesteia în decembrie –, în contextul redresării activității economice, dar mai ales pe fondul programelor guvernamentale de sprijin (în principal „IMM Invest România”⁸³ și „Noua casă”) și al tendinței descrescătoare a ratelor dobânzilor; soldul componente a resimțit și influențele pozitive ale moratoriilor de suspendare a obligațiilor de plată față de instituțiile de credit⁸⁴. În schimb, creditul în valută (exprimat în euro) și-a accentuat ușor contracția în termeni anuali, aceasta atingând cea mai mare valoare din ultimii doi ani⁸⁵. Pe acest fond, ponderea în total a împrumuturilor în lei a

⁷⁷ Potrivit comunicatelor de presă ale APIA, în perioada octombrie-noiembrie s-au efectuat plăți de subvenții în cadrul campaniei de plăți în avans pentru anul 2020 în valoare de 1,43 miliarde euro, în creștere cu circa 8 la sută față de perioada similară a anului 2019.

⁷⁸ Prin programul „Fidelis”, derulat în perioada 9-27 noiembrie, au fost emise titluri denumite în monedă națională în valoare de 1,3 miliarde lei, respectiv în euro, în valoare de 288,6 milioane euro.

⁷⁹ Plasamentele instituțiilor financiare nemonetare (IFNM) și-au accentuat ușor variația negativă pe ansamblul trimestrului IV, ponderea lor în totalul depozitelor sectorului privat rămânând însă modestă (4,2 la sută).

⁸⁰ Măsurile adoptate au inclus instituirea posibilității de amânare fără penalizări a achitării unor obligații fiscale, prelungită în luna octombrie, acordarea de bonificații pentru plata la scadență a impozitului pe profit și a celui pe veniturile microîntreprinderilor, acordarea de sprijin financiar firmelor în vederea susținerii pieței muncii (inclusiv prin subvenționarea temporară și parțială a salariilor din firmele afectate de pandemie), precum și instituirea posibilității suspendării temporare a plății unor rate aferente creditelor bancare ale firmelor.

⁸¹ Pe fondul emisiunii de euroobligațiuni efectuate de MFP în noiembrie, în valoare totală de 2,5 miliarde euro.

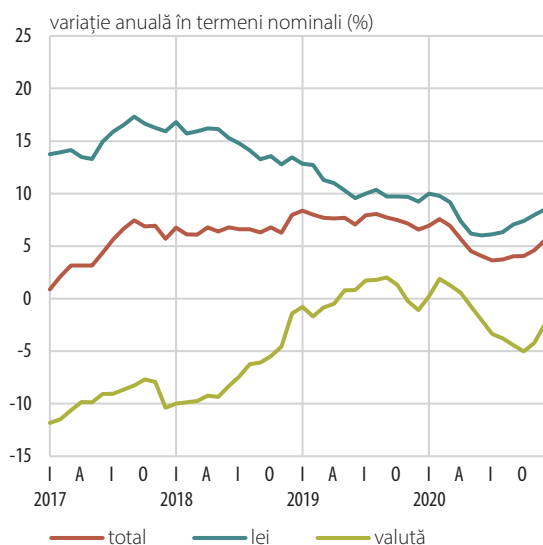
⁸² Și în termeni reali, ritmul mediu de creștere anuală a creditului acordat sectorului privat s-a reaccelerat (2,5 la sută în trimestrul IV, de la 1,1 la sută în precedentele trei luni).

⁸³ „IMM Invest România” este un program de ajutor de stat aprobat în contextul crizei pandemice prin OUG nr. 42/2020 și completat prin OUG nr. 89/2020, prin care statul garantează până la 90 la sută din valoarea unor credite în lei acordate IMM și microîntreprinderilor și subvenționează dobânda pe o perioadă de opt luni de la data acordării creditului și alte costuri ale finanțării (comisioane de administrare și risc) pe toata durata de derulare a creditului garantat în cadrul programului.

⁸⁴ Prin OUG nr. 37/2020 s-a acordat unor debitori – persoane fizice și persoane juridice – posibilitatea de a-și amâna plata ratelor scadente la împrumuturi pe o perioadă de maximum nouă luni și nu dincolo de 31 decembrie 2020, începând din luna aprilie 2020. În paralel, o mare parte a instituțiilor de credit au adoptat la nivel individual soluții de amânare la plată începând cu luna martie pentru clienții ale căror venituri au fost afectate temporar de efectele pandemiei COVID-19.

⁸⁵ Evaluare pe baza datelor trimestriale.

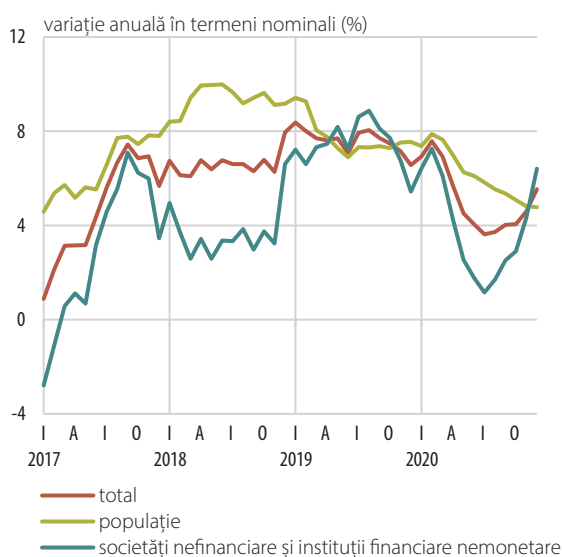
Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede



continuat să urce relativ alert pe ansamblul perioadei, ajungând în decembrie la 69,5 la sută – recordul perioadei post-ianuarie 1996 (Grafic 3.8).

Din perspectiva sectoarelor instituționale, dinamizarea creditului acordat sectorului privat s-a datorat împrumuturilor în lei ale societăților nefinanciare, a căror creștere s-a accelerat considerabil (la maximum ultimelor opt trimestre) pe fondul programului „IMM Invest România”⁸⁶ și al trendului descendent al ratelor dobânzilor. În acest context, variația împrumuturilor pe termen mediu și lung ale sectorului s-a cvasidublat pentru al doilea trimestru consecutiv, atingând vârful ultimilor aproximativ șapte ani⁸⁷, cel mai probabil în asociere cu creșterea creditelor pentru investiții⁸⁸. În schimb, dinamica anuală a creditelor în valută acordate societăților nefinanciare (exprimate în euro) a intrat marginal în teritoriul negativ, în premieră pentru ultimii doi ani⁸⁹ (Grafic 3.9).

Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Creșterea creditului acordat populației a continuat însă să decelereze ușor, pe seama componentei în lei, a cărei dinamică a rămas totuși înaltă, coborând doar ușor sub palierul de două cifre⁹⁰. Decelerarea a decurs în principal din prelungirea trendului descendent al dinamicii împrumuturilor pentru consum, alte scopuri și dezvoltarea afacerilor, inclusiv cu aportul restrângerii finanțării atrase sub forma liniilor de credit⁹¹. Influențe similare au venit și din încetinirea creșterii deosebit de robuste a împrumuturilor pentru locuințe, care s-a temperat însă în acest interval, în condițiile revigorării creditării pe acest segment⁹², pe fondul reaccelerării creșterii veniturilor salariale și al relativei ameliorări a situației pieței muncii, dar și cu contribuția mărită a programului „Noua casă”.

⁸⁶ Cu un aport considerabil în octombrie, dar mai ales în decembrie – reflectat în creșterea la un nou maxim istoric a volumului creditelor noi.

⁸⁷ Date trimestriale.

⁸⁸ Acestea reprezentând, potrivit informațiilor comunicate public de FNGCIMM, circa jumătate din totalul creditelor aprobate în cadrul programului guvernamental.

⁸⁹ Evaluare pe baza datelor trimestriale.

⁹⁰ Creditul în valută (exprimat în euro) și-a menținut neschimbată contracția consistentă în termeni anuali.

⁹¹ Variația anuală a împrumuturilor acordate sub forma liniilor de credit (credite de tip reînnoibil automat, acordate pe descoperit de cont și prin carduri de credit) s-a adâncit în teritoriul negativ.

⁹² Volumul lunar al creditelor noi în lei pentru locuințe a atins în decembrie un nou maxim istoric.

4. Perspectivele inflației

Scenariul de bază al proiecției macroeconomice este condiționat de ipotezele referitoare la evoluția viitoare a situației epidemiologice. Astfel, pe termen scurt se presupune persistența actualelor măsuri de distanțare socială în România, ulterior fiind anticipată o detensionare graduală a crizei de sănătate publică, la care va contribui și progresul campaniei de vaccinare.

Rata anuală a inflației IPC își va menține tendința ascendentă până la finalul acestui an, când va atinge nivelul de 3,4 la sută. Această evoluție este asociată exclusiv dinamicii componentelor exogene ale coșului de consum. Odată cu disiparea anticipată a acestor influențe nefavorabile la începutul anului viitor, rata anuală a inflației IPC este prevăzută să încetinească, urmând să atingă nivelul de 2,8 la sută la finele anului 2022. Rata anuală a inflației de bază este de așteptat să-și continue scăderea în prima parte a intervalului de proiecție și, ulterior, să se stabilizeze la nivelul de 2,7 la sută, până la finele intervalului de prognoză.

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi relativ echilibrată, surse importante de riscuri și, mai ales incertitudini, fiind localizate atât în mediul intern, cât și în cel extern.

Scenariul de bază

4.1. Ipoteze externe

Revenirea economică a principalilor parteneri comerciali ai României a fost întreruptă în trimestrul IV 2020 de reinflamarea crizei de sănătate publică. Pe termen scurt, aceasta continuă să frâneze redresarea, deși economia a dovedit o reziliență sporită comparativ cu prima jumătate a anului trecut. În continuare, pe măsură ce situația medicală se va îmbunătăți, inclusiv pe fondul accelerării campaniilor de vaccinare, se anticipează relaxarea treptată a restricțiilor de mobilitate și intensificarea activității economice. Cererea externă, aproximată prin PIB UE efectiv, va înregistra dinamici anuale robuste în 2021-2022, influențate și de efecte de bază favorabile (Tabel 4.1)⁹³. În aceste condiții, deviația PIB UE efectiv este proiectată la valori în creștere pe tot intervalul proiecției, pozitive începând cu trimestrul II 2022. Comparativ cu prognoza anterioară, creșterea anuală a cererii externe a fost revizuită în sus, mai semnificativ în 2020, ca urmare a revenirii mai alerte din trimestrul III, și doar marginal în 2021-2022.

⁹³ Evaluări pe baza prognozei Consensus Economics (ianuarie 2021) și a publicației *European Economic Forecast*, Autumn 2020, a Comisiei Europene.

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2021	2022
Creșterea economică în UE efectiv (%)	4,2	2,9
Inflația anuală din zona euro (%)	1,0	1,1
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	1,3	1,1
Inflația anuală IPC SUA (%)	2,1	2,5
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,6	-0,6
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,21	1,22
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	57,9	54,8

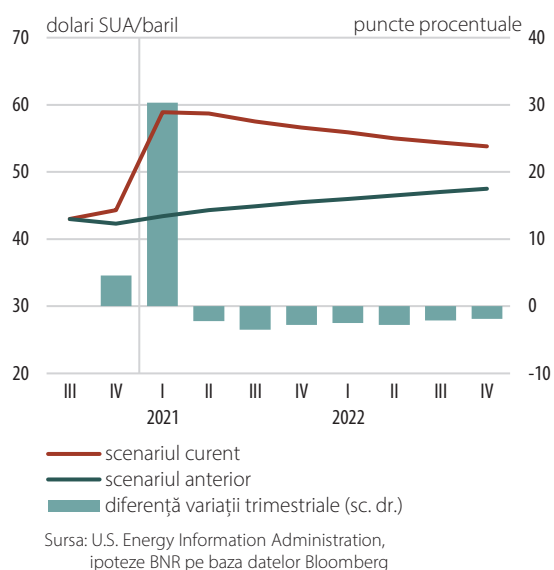
Sursa: ipoteze BNR pe baza datelor Comisiei Europene, BCE, Consensus Economics și Bloomberg

Evoluțiile anticipate rămân însă marcate de incertitudini, în special prin prisma coordonatelor crizei de sănătate publică, în contextul răspândirii unor tulpini mai contagioase ale virusului și al unor potențiale întârzieri ale livrărilor de vaccinuri.

Rata anuală a inflației din zona euro (IAPC) va consemna o tendință ușor ascendentă pe parcursul intervalului proiecției, menținându-se însă la niveluri inferioare valorii *benchmark* de 2 la sută. În cursul anului curent aceasta va fi influențată și de factori temporari, precum efecte de bază asociate scăderii bruște a cotațiilor petrolului în prima jumătate a anului trecut sau expirarea măsurii privind reducerea cotelor TVA în Germania. Pe fondul fragilității cererii

agregate, și rata anuală a inflației IAPC exclusiv energie (o măsură a inflației de bază din zona euro) este anticipată a se poziționa la valori reduse, în creștere lentă.

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



Scenariul de evoluție a ratei nominale a dobânzii EURIBOR la 3 luni indică menținerea acesteia la valori negative pe intervalul de prognoză, în contextul caracterului pronunțat acomodativ al politicii monetare a BCE.

După aprecierea euro în raport cu dolarul SUA din ultima parte a anului trecut, scenariul de bază anticipează o stabilizare a cotației pe parcursul intervalului proiecției. Având în vedere evoluțiile volatile recente, traiectoria cursului de schimb rămâne însă marcată de incertitudini semnificative.

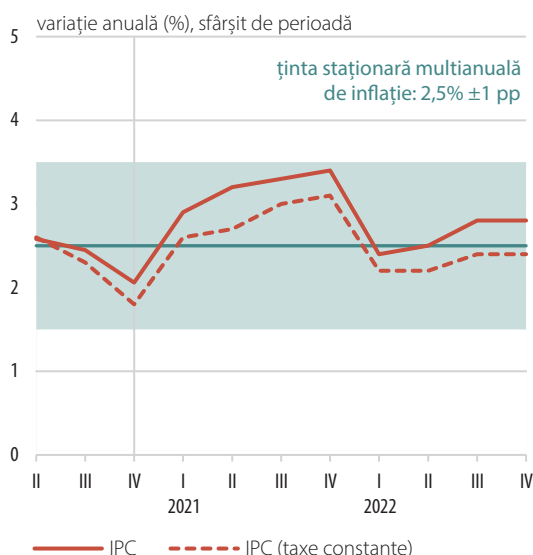
Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent, fundamentat pe baza cotațiilor *futures*, prevede o ușoară creștere a acestuia în următoarele două trimestre până în apropierea valorii de 59 USD/baril și o ajustare ulterioară, până la valori ușor sub 54 USD/baril la orizontul proiecției

(Grafic 4.1). Evoluția anticipată rămâne configurată de așteptările privind ritmul revenirii economiei globale și implicit a cererii, în timp ce pe partea ofertei factorul determinant este reprezentat de acordurile OPEC+ privind cuantumul limitărilor de producție și durata acestora.

4.2. Perspectivele inflației

După o amplă creștere înregistrată în luna ianuarie a anului curent, pe fondul majorării tarifelor la energia electrică⁹⁴ și a prețurilor combustibililor, rata anuală a inflației IPC

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației



Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2021				2022			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	2,9	3,2	3,3	3,4	2,4	2,5	2,8	2,8
Proiecție IPC*	2,6	2,7	3,0	3,1	2,2	2,2	2,4	2,4

*) calculat la taxe constante

este anticipată a-și menține tendința ascendentă până la finalul anului, când va atinge nivelul de 3,4 la sută. Această evoluție este asociată exclusiv dinamicii componentelor exogene ale coșului de consum. Odată cu disiparea influențelor temporare nefavorabile ale acestora la începutul anului viitor⁹⁵, rata anuală a inflației IPC este prevăzută să încetinească, urmând să atingă nivelul de 2,8 la sută la sfârșitul anului 2022 (Grafic 4.2). Rata anuală a inflației de bază este de așteptat să-și continue scăderea în prima parte a intervalului de proiecție și, ulterior, să se stabilizeze la nivelul de 2,7 la sută, până la finele intervalului de prognoză. Contribuția la rata anuală a inflației IPC provenind din partea modificării impozitelor indirecte⁹⁶ este estimată la 0,3 puncte procentuale la sfârșitul anului 2021 și la 0,4 puncte procentuale la finele anului 2022. Rata medie anuală a inflației IPC va avea la rândul său o tendință ascendentă pe parcursul anului curent, atingând nivelul de 3,2 la sută în decembrie 2021, după care este proiectată în reducere până la valoarea de 2,6 la sută la finele anului 2022 (Tabel 4.2).

Comparativ cu *Raportul* din noiembrie, rata anuală a inflației IPC a fost revizuită în sens ascendent cu 0,9 puncte procentuale pentru sfârșitul anului 2021, pe seama tuturor componentelor coșului de consum, mai puțin prețurile volatile ale alimentelor. Pe parcursul anului viitor, revizuirea în sus provine dintr-o contribuție mai ridicată din partea indicelui CORE2 ajustat, doar parțial contrabalansată de

aportul mai redus al prețurilor combustibililor.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată în reducere în prima parte a intervalului de prognoză, pe fondul unor efecte de bază favorabile asociate scumpirii semnificative a unor alimente procesate în urmă cu un an, dar și al atenuării graduale a presiunilor inflaționiste de natura ofertei asociate efectelor crizei COVID-19

⁹⁴ Începând cu luna ianuarie 2021 INS a operat o modificare metodologică referitoare la clasificarea prețurilor de consum, respectiv excluderea tarifelor la energia electrică și gazele naturale din grupa prețuri administrate, după finalizarea procesului de liberalizare a piețelor aferente. Pentru asigurarea coerenței seriilor folosite în prognoză, energia electrică și gazele naturale vor fi analizate în continuare împreună cu produsele cu prețuri administrate.

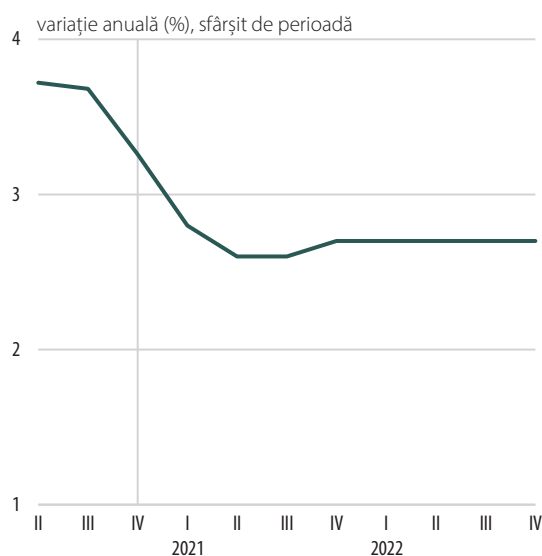
⁹⁵ Având în vedere sursele istorice ale erorilor de prognoză (pentru detalii a se vedea Caseta 3. Evaluarea erorilor de prognoză pentru rata anuală a inflației IPC din decembrie 2020), aceste evoluții sunt în mod particular grevate de incertitudini sporite.

⁹⁶ Aceasta se referă la actualizarea acczei la benzina și motorină și a celei la tutun, care, conform legislației în vigoare, se realizează anual în ianuarie, respectiv aprilie.

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

	variație anuală (%); sfârșit de perioadă							
	2021				2022			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
CORE2 ajustat	2,8	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7

Grafic 4.3. Inflația anuală CORE2 ajustat



Sursa: INS, proiecție BNR

Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

	puncte procentuale	
	2021	2022
Prețuri administrate	0,8	0,3
Combustibili	0,4	0,1
Prețuri LFO	0,1	0,3
CORE2 ajustat	1,7	1,7
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,4	0,3

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

(Tabel 4.3). În sens opus, al exercitării unor presiuni inflaționiste în creștere, sunt de așteptat să acționeze deviația PIB⁹⁷, reconfigurată mai substanțial în sus comparativ cu *Raportul asupra inflației* anterior, și majorările recente ale cotațiilor internaționale ale materiilor prime agroalimentare. Ulterior, rata anuală a inflației de bază este prevăzută a se stabiliza la 2,7 la sută începând cu ultimul trimestru al anului curent. Evoluția este anticipată a fi determinată de creșterea treptată a presiunilor inflaționiste din partea deviației PIB, a celor din partea prețurilor externe⁹⁸, cu impact asupra prețurilor bunurilor din import, precum și ale celor asociate poziționării anticipațiilor inflaționiste ușor peste ținta centrală. Aceste influențe sunt preconizate a fi contrabalansate de restrângerea în continuare a presiunilor inflaționiste de natura ofertei asociate preponderent efectelor crizei COVID-19 (Grafic 4.3).

Comparativ cu runda anterioară de proiecție, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sus, cu 0,6 puncte procentuale pentru sfârșitul anului curent și cu 0,7 puncte procentuale pe parcursul anului viitor. La aceasta au contribuit revizuirea în sus a deviației PIB, corecția în sens ascendent a dinamicii prețurilor bunurilor din import, precum și creșterile recente ale cotațiilor internaționale ale produselor agroalimentare. În sens contrar, cu impact doar marginal, acționează corecția în sens descendent a anticipațiilor inflaționiste.

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, tarifele la energia electrică și gazele naturale, prețurile volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor, produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este previzionată în creștere semnificativă, de la

o valoare aproximativ nulă în decembrie 2020 la 1,8 puncte procentuale la sfârșitul anului curent (nivel revizuit ascendent cu 0,6 puncte procentuale), ulterior urmând a se tempera până la 1,1 puncte procentuale la finele anului 2022 (Tabel 4.4).

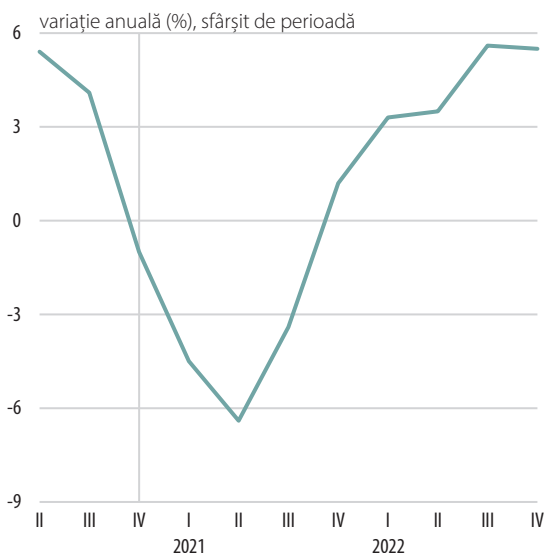
Dinamica anuală a prețurilor volatile ale alimentelor este prevăzută a se poziționa la finalul anului curent și al celui viitor la nivelurile de 1,2 la sută și, respectiv, de 5,5 la sută (Grafic 4.4), în ipoteza înregistrării unor recolte agricole încadrate în proximitatea

⁹⁷ Pentru detalii, a se consulta Secțiunea 4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție.

⁹⁸ Cuantificată prin intermediul ratei inflației IAPC exclusiv energie din zona euro.

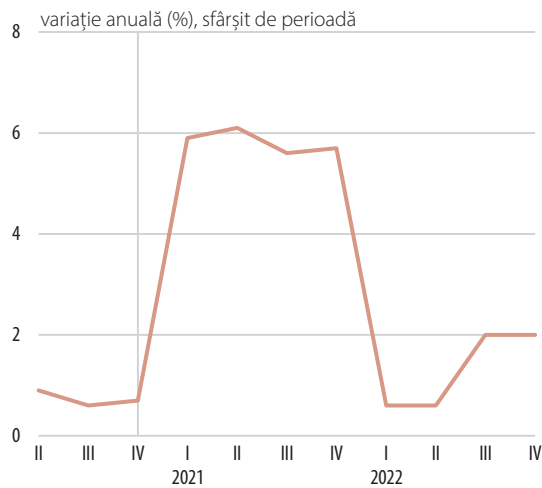
unei medii multianuale atât în 2021, cât și în 2022. Traectoria pentru anul curent este marcată și de efectele persistente ale recoltei abundente de legume și fructe pe plan local și la nivel european din a doua parte a anului 2020, valoarea ratei anuale pentru decembrie 2021 fiind revizuită descendent cu 2 puncte procentuale.

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO



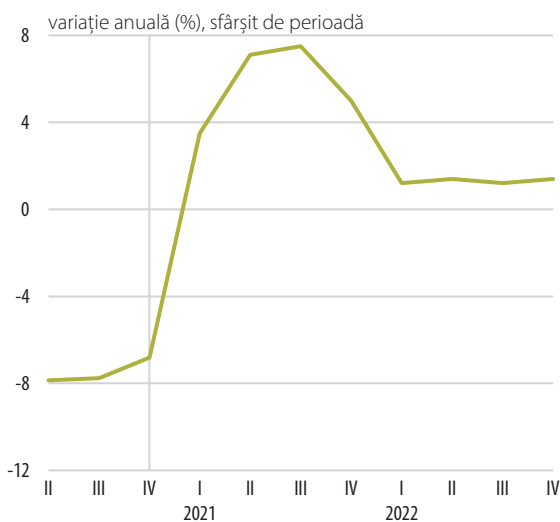
Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate și a tarifelor la energia electrică și gazele naturale



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor combustibililor



Sursa: INS, proiecție BNR

Traectoria prețurilor administrate și a tarifelor la energia electrică și gazele naturale prevede creșteri de 5,7 la sută și 2,0 la sută la sfârșitul anului 2021 și, respectiv, 2022 (Grafic 4.5). Cifra pentru finele anului curent a fost revizuită semnificativ în sus, cu 3,3 puncte procentuale, pe fondul majorării tarifului la energia electrică din ianuarie în contextul liberalizării acestei piețe, prețul reflectând mai bine deteriorarea semnificativă a condițiilor de pe piața *en gros* în ultimii ani. Creșterea amplă de preț de la începutul anului reflectă și faptul că majoritatea clienților aflați în regim reglementat nu optaseră la sfârșitul anului 2020 pentru o ofertă pe piața concurențială, aceștia trecând automat în serviciul universal (menit să asigure continuitatea furnizării energiei electrice), tarifele de pe acest segment fiind, însă, în general, mai ridicate comparativ cu ofertele concurențiale. În perioada următoare sunt anticipate o serie de corecții descendente (evaluate a conduce

la o reducere a tarifului de aproximativ 5 la sută), date fiind ofertele mai atractive de pe piață în acest moment (comparativ cu serviciul universal), precum și posibilitatea clienților de a beneficia retroactiv de acestea⁹⁹.

⁹⁹ Detalii în Caseta 1. Liberalizarea pieței energiei electrice pentru consumatorii casnici: scurt istoric și evoluții curente.

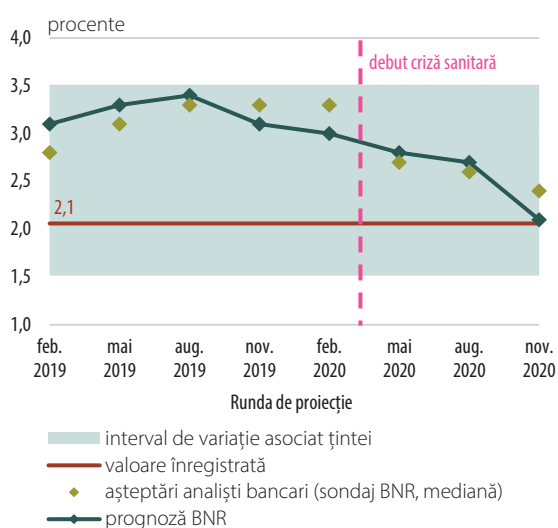
Dinamica anuală a prețurilor combustibililor este prognozată a reveni la valori pozitive începând cu trimestrul I al anului curent, pe fondul manifestării unui efect de bază substanțial, și a atinge nivelul de 5 la sută la sfârșitul anului 2021 și de 1,4 la sută la finele anului 2022 (Grafic 4.6). Valoarea pentru decembrie 2021 a fost reevaluată ascendent cu 2,4 puncte procentuale în contextul creșterilor recente ale cotațiilor țițeiului.

Dinamica anuală a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este proiectată la 5,1 la sută la finele anului curent, nivel doar marginal mai ridicat decât cel din prognoza anterioară, și la 4,4 la sută la sfârșitul anului viitor. Traectoria acestei categorii de prețuri este configurată pe baza legislației în vigoare privind stabilirea nivelului accizelor aplicabile acestor produse, luând în considerare și comportamentul operatorilor din acest domeniu privind rotunjirea în sus a prețului final în urma aplicării accizei.

Caseta 3. Evaluarea erorilor de prognoză pentru rata anuală a inflației IPC din decembrie 2020

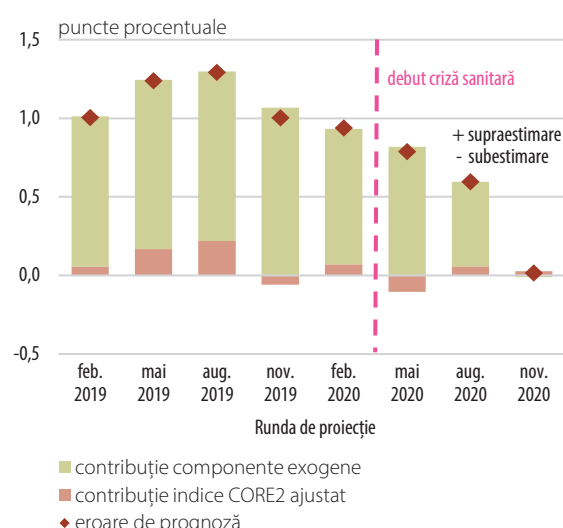
Continuând demersul din anii precedenți, caseta de față prezintă o evaluare a acurateții prognozelor realizate de BNR pentru rata anuală a inflației IPC la finele anului 2020. În continuare, eroarea de prognoză este definită ca diferență între valoarea previzionată și cea înregistrată, o diferență pozitivă implicând supraestimarea variabilei de interes, în timp ce o diferență negativă presupune subestimarea acesteia.

Grafic A. Prognozele succesive pentru rata anuală a inflației IPC în decembrie 2020



Sursa: INS, proiecții BNR, sondaj BNR

Grafic B. Descompunerea erorilor de prognoză pe componente ale coșului IPC



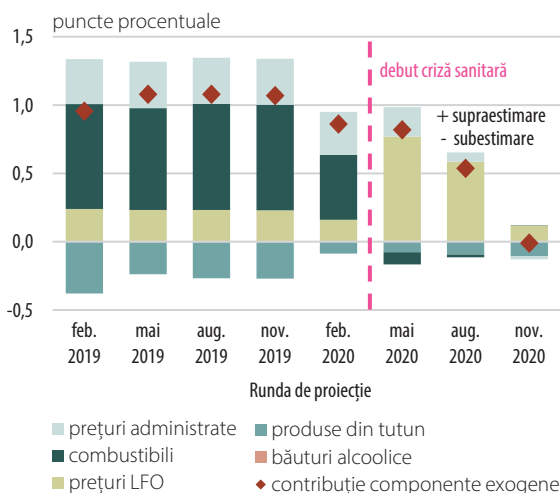
Sursa: calcule BNR

Rata anuală a inflației IPC în decembrie 2020 a făcut obiectul a opt runde de prognoză corespunzătoare *Rapoartelor asupra inflației* publicate în intervalul februarie 2019 – noiembrie 2020. Cu excepția runde de proiecție noiembrie 2020,

când valoarea proiectată a coincis cu cea înregistrată (2,1 la sută), aceasta din urmă a fost supraestimată de-a lungul celorlalte runde (Grafic A). Magnitudinea erorilor de prognoză, situată în intervalul (0;1,3) puncte procentuale, este comparabilă cu cea a erorilor calculate pe baza medianei prognozelor analizilor bancari, acestea din urmă fiind preluate din sondajele privind așteptările de inflație derulate de BNR în lunile în care au fost publicate ediții ale *Raportului asupra inflației* (în vederea asigurării comparabilității între prognoze pe baza unui set informațional similar).

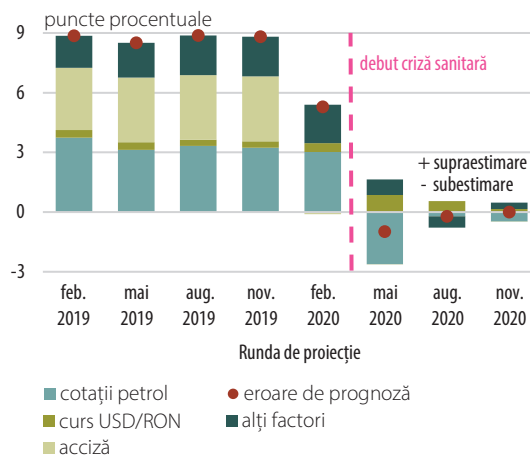
Descompunerea erorilor de prognoză pe componente ale coșului de consum relevă contribuția dominantă la explicarea acestora a celor exogene din punct de vedere al sferei de acțiune a politicii monetare (Grafic B). Astfel, în primele cinci runde de prognoză analizate, premergătoare crizei sanitare, cele mai mari contribuții la supraestimarea inflației au provenit din partea combustibililor (Grafic C), traiectoria acestora fiind afectată de scăderea substanțială în cursul anului trecut a cotațiilor petrolului Brent¹⁰⁰. În același timp, șocul neanticipat provenit din partea eliminării în ianuarie 2020 a supraaccizei la carburanți a contribuit, de asemenea, la tendința de supraestimare (Grafic D). Odată cu materializarea acestor șocuri și, implicit, cu încorporarea în proiecție a acestor informații, eroarea de prognoză aferentă prețului combustibililor s-a redus substanțial (a se vedea rundele de proiecție ulterioare debutului crizei sanitare).

Grafic C. Descompunerea contribuției la erorile de prognoză atribuită componentelor exogene ale coșului de consum



Sursa: calcule BNR

Grafic D. Descompunerea erorilor de prognoză pentru dinamica anuală a prețurilor combustibililor în decembrie 2020 pe contribuții ale factorilor analitici din cadrul MAPM



Sursa: calcule BNR

Dinamica anuală a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) pentru decembrie 2020 a fost semnificativ afectată de recolta favorabilă de legume și fructe, pe plan local și european, care a condus la reduceri succesive de prețuri la nivelul acestei categorii

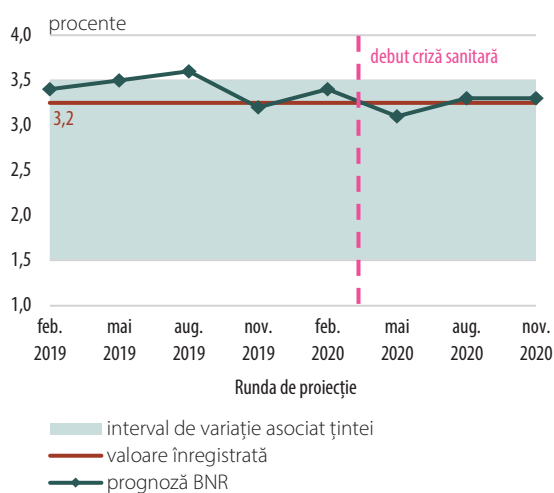
¹⁰⁰ Pe parcursul trimestrului II 2020 prețul petrolului Brent a înregistrat scăderi până la valori apropiate de 20 USD/baril – un minim al ultimilor 30 de ani, în contextul diminuării istorice a cererii globale de țiței, dar și al creșterii producției, cauzată de conflictul apărut în cadrul OPEC+ la începutul lunii martie (care a condus la eliminarea tuturor restricțiilor asupra cantităților extrase).

de produse în perioada iunie-noiembrie 2020. Acestea din urmă au compensat majorările din lunile de debut al crizei pandemice (cu precădere martie-aprilie)¹⁰¹, care au fost reflectate în proiecțiile realizate în mai 2020 și august 2020, contribuind la supraestimarea ratei anuale a inflației IPC în cadrul acelor runde de prognoză.

În ceea ce privește prețurile administrate¹⁰², erorile aferente au fost asociate reducerii în luna iulie 2020 a tarifelor reglementate la serviciul de furnizare a energiei electrice, precum și a celor la serviciul de furnizare a gazelor naturale (cea din urmă în contextul liberalizării pieței), evoluții neanticipate în rundele de prognoză februarie 2019 – mai 2020 în lipsa unor informații oficiale de la autoritățile de profil.

Produsele din tutun reprezintă singura componentă exogenă a coșului de consum pentru care dinamica anuală a prețurilor în decembrie 2020 a fost subestimată pe parcursul celor opt runde de proiecție. Acest lucru s-a datorat, pe de o parte, majorării de mai mare amploare decât cea previzionată (pe baza legislației în vigoare la momentul realizării prognozelor) a accizei specifice la țigarete, iar, pe altă parte, unor scumpiri neanticipate în luna noiembrie 2020, care nu au avut ca fundament o modificare a regimului de taxare.

Grafic E. Prognozele succesive pentru rata anuală a inflației CORE2 ajustat în decembrie 2020



Sursa: INS, proiecții BNR

În ceea ce privește erorile de prognoză înregistrate la nivelul inflației de bază, magnitudinea acestora a fost una redusă (Grafic E), situată în intervalul (-0,2;+0,4) puncte procentuale. Anterior izbucnirii crizei pandemice, rata anuală a inflației de bază pentru decembrie 2020 era prognozată la niveluri ușor mai ridicate comparativ cu ținta staționară, în principal pe seama excesului de cerere, revizuirea descendentă din runda de proiecție noiembrie 2019 survenind pe fondul intensității mai reduse a presiunilor inflaționiste pe termen scurt resimțite pe segmentul bunurilor alimentare. Ulterior apariției crizei sanitare, inflația CORE2 ajustat a evoluat sub influența acțiunii conjugate a șocurilor din partea cererii și a ofertei, manifestate în contextul pandemic. Astfel, ajustarea semnificativă a cererii interne din trimestrul II 2020 a generat presiuni dezinflaționiste substanțiale, care au fost compensate de cele inflaționiste asociate unor

factori de natura ofertei (perturbarea lanțurilor de producție și distribuție locale și globale de alimente și bunuri durabile, creșterea unor costuri asociate gestionării crizei sanitare).

¹⁰¹ În perioada menționată, 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 practicate de comercianți.

¹⁰² În analiza de față, tarifele la energia electrică și gazele naturale sunt incluse în grupa prețurilor administrate, conform clasificății INS valabile până la finele anului trecut.

4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție¹⁰³

Deviația PIB

Cele mai recente date aferente PIB¹⁰⁴ indică o creștere trimestrială a acestuia în trimestrul IV 2020 de +4,8 la sută, semnificativ peste valoarea așteptată. Față de același trimestru din anul 2019, PIB a înregistrat o scădere cu 1,4 la sută, iar dinamica medie anuală în 2020 a fost de -3,9 la sută. Valorile sugerează o continuare a dinamizării economiei și pe parcursul trimestrului IV, de natură a modifica punctul de start al proiecției și, astfel, de a avea efecte persistente pe întregul interval de prognoză (în special pentru profilul deviației PIB).

Relaxarea continuă a măsurilor de distanțare socială, începută încă din a doua jumătate a trimestrului II 2020, a contribuit la revenirea PIB real în trimestrul III cu 5,6 la sută în termeni trimestriali (valoare plasată sub cea din proiecția aferentă *Raportului asupra inflației* anterior¹⁰⁵). Date fiind scăderea marcantă a activității economice în trimestrul precedent, precum și persistența unora dintre restricțiile guvernamentale, recuperarea a fost însă doar parțială în trimestrul III, dinamica PIB în termeni anuali reducându-și declinul la -5,6 la sută, de la -10 la sută în trimestrul II. Creșterea PIB s-a reflectat la nivelul componentelor sale, în structură revirimentul provenind din partea cererii interne (consumul gospodăriilor populației având cea mai importantă contribuție, urmată de cea a formării brute de capital fix), în timp ce exporturile nete au avut un aport negativ de amploare.

În ceea ce privește trimestrul IV 2020, deși pe parcursul acestuia s-a observat o înăsprire a restricțiilor guvernamentale, pe fondul înrăutățirii situației medicale, PIB a continuat să manifeste un dinamism aparte, acesta fiind susținut de sectoarele agricultură, industrie și comerț. Se apreciază că măsurile de distanțare socială au afectat preponderent sectoarele care implică contact uman direct (precum transport, HoReCa sau activități profesionale, științifice și tehnice)¹⁰⁶, celelalte domenii continuându-și adaptarea la situația actuală. În structură, similar trimestrului precedent, creșterea economică a provenit din partea cererii interne, în timp ce exporturile nete au avut o nouă contribuție negativă, însă mai redusă. Aportul pozitiv al consumului final, ce a avansat însă într-un ritm considerabil mai atenuat comparativ cu trimestrul precedent, este suprapus unei contribuții ușor negative din partea FBCF¹⁰⁷ (a cărei evoluție reflectă și efectul statistic al creșterii puternice din trimestrul III). În structura detaliată a dinamicii PIB din trimestrul IV se observă însă contribuția ridicată a discrepanței statistice și a variației stocurilor (pentru care evoluțiile istorice fac dificilă atribuirea unui conținut economic explicit), ce s-ar putea transpune în revizuirii viitoare importante ale seriilor istorice aferente componentelor PIB. În acest context,

¹⁰³ 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.

¹⁰⁴ Seria istorică aferentă PIB real în varianta provizorie 1 a fost publicată de către INS în cadrul Comunicatului Nr. 54/9 martie 2021. Dinamicile anuale sunt calculate folosind serii de date brute.

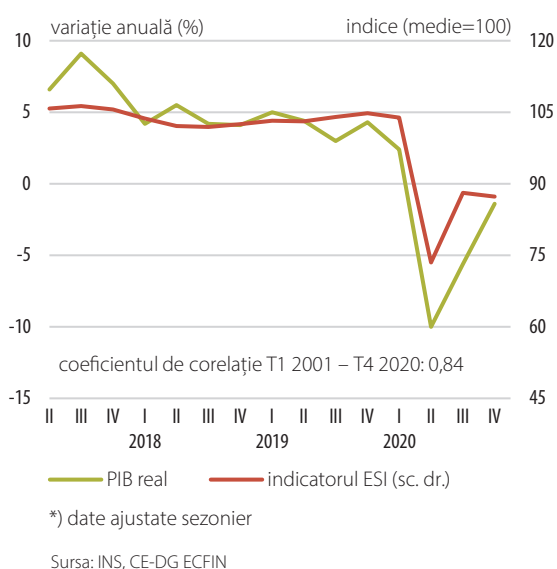
¹⁰⁵ De remarcat impactul puternic negativ al agriculturii din trimestrul III 2020.

¹⁰⁶ Se poate distinge scăderea trimestrială de -21 la sută a volumului cifrei de afaceri din serviciile de piață prestate populației în trimestrul IV 2020.

¹⁰⁷ Cu toate acestea, confirmând ipotezele din ediția precedentă a *Raportului*, formarea brută de capital fix a înregistrat o dinamică anuală pozitivă atât în trimestrul IV 2020, cât și pe ansamblul întregului an.

trebuie subliniate și afectarea calității datelor statistice de dificultățile create de criza pandemică și, prin urmare, posibilitatea revizuirilor frecvente și de amploare ale acestora¹⁰⁸.

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



După recuperarea din a doua jumătate a anului trecut, pentru trimestrul I 2021 se preconizează o relativă stagnare a economiei (ritmuri trimestriale doar ușor pozitive atât pentru PIB real, cât și pentru componentele sale), chiar și în contextul relaxării unor restricții în prima jumătate a trimestrului, favorizată de evoluția pozitivă a situației medicale din acea perioadă¹⁰⁹. În condițiile absenței unor indicatori lunari care să ghideze cu precizie sporită proiecția evoluțiilor din acest trimestru, rezultatele înglobează mai degrabă impactul advers al incertitudinii încă crescute, precum și efectele statistice asociate dinamicilor alerte din trimestrele precedente (ce implică un efect de bază ridicat). În absența unor șocuri adverse ample, dificil de anticipat la acest moment, ipoteza adoptată este cea de persistență a restricțiilor curente, activitatea în sectoarele care nu necesită contact uman direct, precum industria și comerțul, fiind de așteptat a

manifesta în continuare reziliență. O altă ipoteză constă în anticiparea unei dinamizări a economiilor partenerilor comerciali externi, pe fondul desfășurării campaniilor de vaccinare și al relaxării unor restricții de mobilitate. Aceste ipoteze depind însă de persistența problemelor asociate crizei medicale, ce reprezintă o sursă majoră de incertitudine¹¹⁰, dar și de factori idiosincracici¹¹¹. Prognozele pe termen scurt continuă să fie suplimentate de monitorizarea unei suite extinse de indicatori cu frecvență ridicată¹¹², prin fructificarea corelației acestora cu dinamica activității economice.

Deși activitatea economică a manifestat o revenire alertă în trimestrele III și IV 2020, declinul economiei din trimestrul II imprimă dinamicii PIB real o valoare negativă pe ansamblul întregului an, respectiv -3,9 la sută. Chiar și în condițiile stagnării relative estimate a economiei în trimestrul curent, dinamica medie anuală a PIB în anul 2021 ar urma să înregistreze o valoare pozitivă semnificativă, în accentuare raportat la perspectivele din precedentul *Raport asupra inflației*, cu un stimul important provenind din efecte de reportare (engl. *carry-over*) din anul precedent. Influențe favorabile sunt asociate și ipotezei de tranziție către un an climatic normal, ce

¹⁰⁸ Se poate remarca faptul că dinamica trimestrială a PIB din trimestrul III a suferit trei revizuri succesive, atât în sensul creșterii, cât și al scăderii, între Comunicatele INS din perioada 8 decembrie 2020 și 9 martie 2021.

¹⁰⁹ La momentul publicării *Raportului*, la nivel județean marea majoritate a acestora sunt încadrate în scenariile verde și galben.

¹¹⁰ Se pot evidenția apariția și răspândirea mai multor tulpini noi ale virusului în țările europene (în special varianta britanică), precum și dificultățile asociate producției și distribuției vaccinurilor, cu o eficacitate incertă împotriva acestor noi tulpini.

¹¹¹ Precum problemele de producție a procesoarelor pentru industria auto, care au determinat opriri temporare ale activității uzinelor Dacia și Ford.

¹¹² Pentru trimestrul I 2021 semnale favorabile privind activitatea economică provin din partea unor indicatori precum randamentele titlurilor de stat, ROBOR la 3 luni, stocul creditelor acordate sectorului privat, căutățile Google pentru cuvântul „șomaj”, sumele refuzate la plată cu instrumente de debit sau indicii Sentix.

implică disiparea contribuției negative a agriculturii la dinamica PIB de pe parcursul anului trecut. Prognoza este influențată și de factori precum redresarea anticipată a economiei zonei euro și a celei globale sau de configurațiile conduitei politicii fiscale și a celei de venituri și, respectiv, ale celei monetare. În structură, dinamica medie anuală a PIB real reflectă preponderent contribuțiile consumului final (negativă în 2020 și ulterior pozitivă, pe fondul unei resorbiri a șocurilor cauzate de criza pandemică). Pe întregul interval de prognoză formarea brută de capital fix are o contribuție pozitivă, iar aportul exporturilor nete este proiectat a fi negativ, dar cu valori atenuate față de anul precedent.

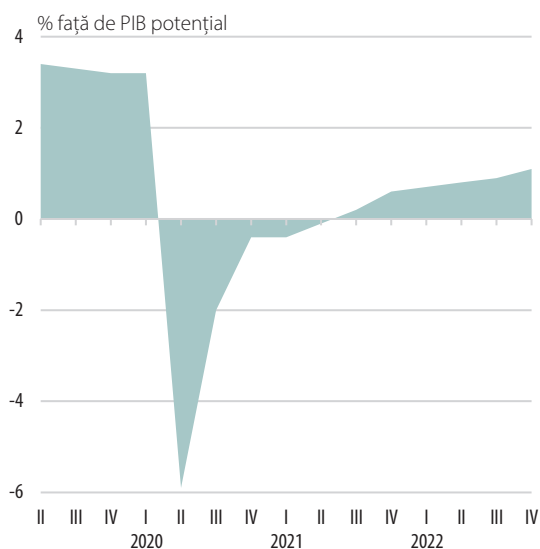
Pe parcursul anului 2020 dinamica PIB potențial este evaluată a fi decelerat brusc, efectele șocului pandemic fiind apreciate inclusiv sub forma unor pierderi de eficiență în utilizarea factorilor de producție. Ulterior, se proiectează redresarea graduală a creșterii potențiale, reflectând contribuțiile determinantilor analitici (capital, forță de muncă și productivitate). Acumularea robustă a stocului de capital înglobează dinamizarea (atât recentă, cât și proiectată) a formării brute de capital fix, pe seama extinderii lucrărilor în sectorul construcțiilor, a creșterii investițiilor publice și a orientării agenților economici către achiziții de tehnică de calcul și comunicare. Un aport în acest sens ar putea avea și implementarea unor proiecte viabile finanțate prin atrageri de fonduri UE structurale și de investiții, prevăzute a fi alocate prin intermediul Cadrului financiar multianual 2021-2027 sau prin programul „Next Generation EU”¹¹³. Contribuția proiectată a factorului muncă, ușor negativă în 2020, în ameliorare în 2021 și apoi ușor pozitivă, reflectă tendințele ratei de activitate și, respectiv, ale numărului mediu de ore lucrate pe angajat, coroborate cu evoluția șomajului structural. Acesta din urmă este proiectat a avea o creștere relativ moderată, localizată preponderent pe parcursul anului trecut, reziliența indicatorului fiind imprimată de măsurile guvernamentale de sprijinire a pieței muncii, în condițiile în care variabilele acestei piețe au reacționat în manieră substanțial mai atenuată raportat la comprimarea activității economice. Pe termen mai lung, aportul factorului rămâne grevat de tendințele demografice adverse care afectează economia României încă din perioada premergătoare pandemiei. Contribuția nefavorabilă a trendului TFP în prima parte a anului 2020 este corelată cu deteriorarea bruscă a activității economice, cu impact temporar asupra productivității firmelor. Ulterior, câștiguri de eficiență provin din eforturile susținute ale companiilor de a se adapta la contextul economic, inclusiv prin dezvoltarea unor inovații tehnologice și prin accelerarea procesului de digitalizare. Pe termen mediu și lung, dinamica trendului TFP este evaluată a fi relativ plafonată, pe fondul unor efecte adverse persistente ale pandemiei și al unor deficiențe structurale ale economiei¹¹⁴, asociate cadrului de reglementare sau calității infrastructurii (cu efecte inclusiv asupra mobilității forței de muncă). Comparativ cu *Raportul asupra inflației* anterior, traiectoria PIB potențial a fost revizuită în sens ascendent (în special pentru anul 2020, în contextul evoluției peste așteptări a PIB real în cea de-a doua jumătate a anului), continuând însă a se poziționa

¹¹³ Totuși, în scenariul de bază actual nu a fost luat în calcul un impact provenind din atragerea de fonduri europene prin programul „Next Generation EU”, în condițiile în care forma finală a Planului Național de Redresare și Reziliență urmează a fi transmisă Comisiei Europene la finele lunii aprilie 2021.

¹¹⁴ 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). Conform *IMD World Competitive Ranking 2020*, România ocupă locul 51 în clasamentul mondial de competitivitate (o retrogradare de 2 poziții comparativ cu anul 2019).

substanțial sub cea proiectată în cadrul rundelor de prognoză încheiate înainte de declanșarea pandemiei.

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

Ritmul extrem de susținut al activității economice din ultima parte a anului 2020 implică posibilitatea unei recuperări a pierderilor de PIB induse de pandemie într-un interval de timp considerabil mai scurt comparativ cu ipoteza din precedentul *Raport asupra inflației*. Componenta ciclică a activității economice (deviația PIB – Grafic 4.8) s-a contractat puternic pe parcursul trimestrului II (pe seama șocului negativ din partea cererii interne și a accentuării *gap*-ului negativ al PIB corespunzător partenerilor comerciali externi), însă pe fondul revenirii succesive, de amploare, a economiei din trimestrele III și IV, *gap*-ul PIB este probabil să își fi redus de o manieră apreciabilă valoarea negativă, estimările indicând o resorbire a unei bune părți a acestuia¹¹⁵ încă din a doua parte a anului 2020. Această ipoteză implică o reconfigurare importantă a profilului de evoluție a acestei variabile raportat la ipoteza din precedentul *Raport asupra inflației*, în care era preconizată

absorbția lentă și de durată a deficitului de cerere. *Gap*-ul PIB intră în teritoriul pozitiv în a doua jumătate a anului curent și atinge valoarea de 1,1 la sută la orizontul proiecției (trimestrul IV 2022, când magnitudinea proiectată a *gap*-ului PIB va continua să rămână semnificativ sub valoarea din trimestrul IV 2019, înainte de declanșarea pandemiei). Această traiectorie este corelată cu cea presupus lentă a procesului de revenire după criza medicală, respectiv cu durata campaniei de vaccinare până la atingerea pragurilor relevante de imunizare colectivă. La acest profil contribuie și aportul *gap*-ului PIB al partenerilor comerciali externi. Pe fondul amplelor decizii adoptate de autorități conduita politicii monetare acționează în sens stimulat (cu efecte persistente pe tot intervalul de prognoză), în timp ce impactul din partea politicii fiscale și a celei de venituri este proiectat a deveni restrictiv începând din acest an.

Reconfigurarea *gap*-ului PIB față de cel proiectat în *Raportul asupra inflației* publicat în luna noiembrie (care persista la valori negative până la finalul anului 2022) reflectă cu precădere încorporarea creșterii neașteptate a economiei în trimestrul IV 2020, de natură a modifica punctul de start al proiecției și, astfel, de a avea efecte persistente pe întregul interval de prognoză. În plus, *gap*-ul aferent activității economice a partenerilor externi a fost, la rândul său, revizuit în sus, însă acesta este proiectat a rămâne negativ o perioadă mai lungă de timp. Influențele menționate sunt parțial contrabalansate de cele din partea conduitei discreționare a politicii fiscale, în timp ce efectele stimulative ale conduitei politicii monetare sunt proiectate la valori apropiate celor din runda precedentă.

¹¹⁵ Deviațiile componentelor PIB sunt evaluate la valori ușor negative la finalul anului 2020, excepție făcând FBCF, al cărui *gap* este estimat la o valoare ușor pozitivă, în condițiile creșterilor înregistrate pe parcursul anului. Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria proiectată a deviației PIB este imprimată de cele ale cererii interne, în timp ce exporturile nete exercită o contribuție ușor negativă.

Componentele cererii agregate

Consumul final a înregistrat o dinamică negativă în anul 2020, pe fondul contribuției nefavorabile a consumului individual al gospodăriilor populației, doar parțial compensată de cea a consumului colectiv al administrației publice, în contextul cheltuielilor excepționale menite să atenueze efectele crizei pandemice. În timp ce consumul individual efectiv al gospodăriilor populației pe ansamblul anului 2020 a suferit o contracție relativ amplă, dinamica venitului disponibil real a fost marcată doar de o decelerare, mai ales în condițiile rezilienței peste așteptări a pieței muncii pe fondul măsurilor de sprijin implementate de autorități¹¹⁶. În cazul primei variabile, dinamica negativă reflectă și îngrădirea temporară sau, după caz, îngreunarea accesului la unele categorii de bunuri și servicii în perioada impunerii de restricții administrative de către autorități, precum și comportamentul gospodăriilor marcat de o precauție sporită dată fiind incertitudinea ridicată. În anii 2021 și 2022 se anticipează creșteri medii anuale susținute ale consumului, pe fondul resorbirii graduale a șocurilor asociate crizei pandemice, sub ipoteza unor modificări în sens favorabil ale venitului disponibil, a sporirii încrederii consumatorilor și a reluării unor decizii de consum amânate, având ca sursă de finanțare inclusiv rezervele financiare, de natura economisirilor, acumulate de gospodării.

Pe ansamblul anului 2020 formarea brută de capital fix a cunoscut o dinamică medie anuală pozitivă (pe seama cheltuielilor ridicate de investiții publice¹¹⁷, a evoluției favorabile a sectorului construcțiilor și a achizițiilor de tehnică de calcul și comunicare), reflectând creșterea componentei în special în cea de-a doua jumătate a anului. Cu toate acestea, dinamica anuală a componentei a înregistrat o decelerare față de anul 2019 (reflectând scăderea resurselor proprii ale companiilor destinate investițiilor, dar și contextul economic incert de natură a descuraja derularea proiectelor de investiții). FBCF este anticipată a înregistra în medie creșteri anuale în 2021 și 2022 (importante din perspectiva potențialului de creștere a economiei), evoluția componentei depinzând însă de refacerea încrederii firmelor și, respectiv, de conduita autorităților în privința cheltuielilor publice destinate investițiilor¹¹⁸, inclusiv a celor ce implică și utilizarea de fonduri europene (alocate prin intermediul Cadrului financiar multiannual 2021-2027, la care ar putea fi adăugate resurse aferente programului „Next Generation EU”), în contextul combaterii efectelor crizei pandemice. Totodată, recuperarea pe termen mediu a fluxurilor de investiții străine directe (ce au suferit o comprimare semnificativă evidențiată de datele din bilanța de plăți pentru anul 2020) este strict condiționată de normalizarea graduală a activității economice a partenerilor externi și a celei interne.

¹¹⁶ Pe parcursul anului 2020 evoluția venitului disponibil a fost grevată de decelerarea substanțială a dinamicii anuale a salariilor, anticipată apoi a se stabili pe intervalul de prognoză. În plus, contribuții negative provin din partea transferurilor lucrătorilor din străinătate și remunerării, evaluate a-și inversa dinamica în 2021. Evoluția favorabilă a transferurilor sociale reflectă majorarea cu 14 la sută a pensiilor în luna septembrie 2020.

¹¹⁷ În 2020, conform execuției bugetare în termeni *cash* publicate de Ministerul Finanțelor, cheltuielile pentru investiții, inclusiv cele de capital și cele aferente programelor de dezvoltare finanțate din surse interne și externe, au cumulat 53,2 miliarde lei, o creștere de aproximativ 22 la sută față de anul precedent și, în același timp, cel mai mare volum din ultimii 10 ani.

¹¹⁸ Planul Național de Investiții și Relansare Economică prevede scheme de garantare și instrumente pentru susținerea lichidității din economie printre care: programul „IMM Invest România” (prelungit până la 30 iunie 2021) pentru garantarea creditelor pentru capital de lucru și investiții pentru IMM (cu un plafon de 20 miliarde lei), la care se adaugă subprogramul „Agro IMM Invest” sau garanții de stat pentru creditarea companiilor mari pentru capital de lucru și investiții.

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

După contracția de amploare din decursul anului 2020 exporturile de bunuri și servicii sunt proiectate a manifesta o revenire în anul curent, care surprinde inclusiv efectele statistice de reportare ale recuperării din a doua jumătate a anului precedent. Evoluția anticipată a componentei are în vedere redresarea graduală a cererii externe efective pe parcursul intervalului de prognoză, dar și disiparea efectului restrictiv al cursului de schimb real efectiv asupra competitivității prin preț a produselor autohtone, începând cu al doilea semestru al anului curent. La acestea se adaugă, pe termen mai lung, cu efect inhibitor, caracteristicile structurale trenante ale economiei (de exemplu recuperarea lentă a decalajelor privind infrastructura sau gradul de sofisticare în procesele de producție).

Importurile de bunuri și servicii sunt anticipate a înregistra ritmuri anuale de creștere apropiate celor ale exporturilor, având în vedere și efectul de antrenare din partea acestora, în condițiile în care numeroase sectoare exportatoare din economie utilizează pe scară largă bunuri intermediare din import. Pe ansamblu, exportul net nominal de bunuri și servicii este estimat a exercita noi contribuții negative la creșterea PIB în anii 2021 și 2022.

În anul 2020 deficitul contului curent și-a continuat deteriorarea, atingând nivelul de 5 la sută din PIB, cu precădere pe fondul unei contracții a exporturilor de bunuri de mai mare amploare decât în cazul importurilor. În aceste condiții, deficitul contului curent a depășit în anul 2020 valoarea de tip „reper” de 4 la sută din PIB în perspectivă multianuală, stipulată de Comisia Europeană ca indicator de performanță pentru țările membre ale Uniunii Europene. Începând cu anul 2021 deficitul de cont curent exprimat ca pondere în PIB este proiectat a înregistra corecții marginale. Pe termen mediu, o corecție semnificativă a deficitului de cont curent este însă împiedicată de persistența unor deficiențe structurale, de natură a induce presiuni de creștere a importurilor. 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. Totuși, reevaluarea ascendentă a investițiilor directe se reflectă și în creșterea gradului de finanțare din fluxuri non-generatoare de datorie externă, influențe pozitive suplimentare fiind asociate transferurilor de capital, care au înregistrat o creștere anuală încă din 2020, în principal pe fondul unei absorbții mai semnificative a fondurilor UE. De asemenea, perspectivele la adresa finanțării externe sunt mai degrabă favorabile, pe fondul unor posibile intrări suplimentare celor presupuse în scenariul de bază, în eventualitatea unor rambursări accelerate în cadrul noilor facilități de finanțare (precum cele aferente programului „Next Generation EU”).

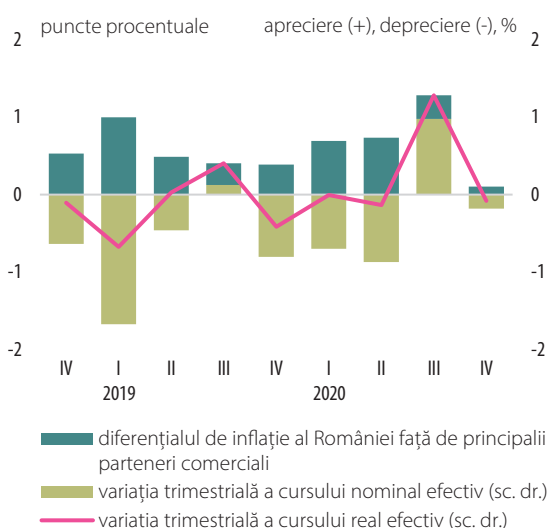
Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul cumulat asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor în lei și în valută practicate de instituțiile de

credit în relația cu clienții nebancari și al evoluției cursului de schimb real efectiv¹¹⁹ al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete¹²⁰, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici¹²¹.

Scenariul de bază al proiecției prevede menținerea la valori stimulative a efectului condițiilor monetare reale în sens larg asupra activității economice, de o amploare similară celei din *Raportul* anterior. În structură, ratele reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și la depozitele noi la termen sunt anticipate a avea un impact stimulat pe parcursul intervalului de proiecție, beneficiind atât de evoluția în termeni nominali, cât și de creșterea ușoară a anticipațiilor de inflație. Dinamica proiectată în termeni nominali înglobează impactul favorabil al deciziilor recente ale Consiliului de administrație al BNR privind reducerile succesive ale ratei dobânzii de politică monetară și îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară¹²².

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

În cadrul condițiilor monetare reale în sens larg, componenta aferentă efectului cursului de schimb real efectiv (Grafic 4.9), prin intermediul canalului exporturilor nete, este estimată a exercita o contribuție ușor restrictivă în primul semestru al anului 2021, iar ulterior cvasineutră.

Aportul efectului de avuție și de bilanț la setul de condiții monetare reale în sens larg este estimat a fi cvasineutru pe parcursul intervalului de prognoză. Printre componentele acestuia se remarcă, pe de o parte, poziționarea favorabilă a ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni). Pe de altă parte, însă, contrabalansează efectul nefavorabil al creșterii anticipate a primei de risc suveran. Această evoluție are loc în contextul fluctuațiilor aversiunii la risc a investitorilor față de piețele emergente, fiind susceptibile îndeosebi cele caracterizate de dezechilibre macroeconomice acumulate anterior

declanșării actualei crize, acestea fiind amplificate de contextul pandemic¹²³. În același timp, variația deviației cursului de schimb real efectiv al leului este anticipată a avea

¹¹⁹ 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.

¹²⁰ Adâncimea acestui canal pare a fi cunoscut o relativă diminuare, în condițiile afectării, în context pandemic, a lanțurilor de valoare adăugată de la nivel internațional, inclusiv ca urmare a măsurilor administrative impuse de majoritatea țărilor, având ca efect diminuarea fluxurilor comerciale multilaterale. Deși asistăm la o reluare parțială a acestor fluxuri, adâncimea acestui canal rămâne incertă, în contextul măsurilor de combatere a pandemiei.

¹²¹ 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.

¹²² Acest impact acționează, conform mecanismului de transmisie a politicii monetare, cu un decalaj temporal.

¹²³ O atenție sporită este acordată de către investitori adâncirii deficitului bugetar și, în consecință, mării datoriei publice ca procent în produsul intern brut.

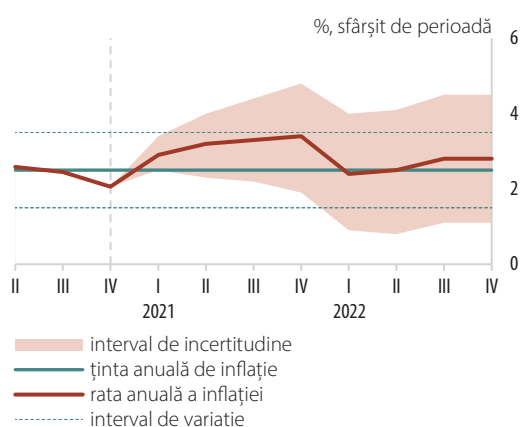
un impact cvasineutru prin intermediul acestui canal pe parcursul întregului interval de prognoză.

În contextul particular al persistenței crizei de sănătate, conduita politicii monetare a BNR a fost configurată într-o manieră prudentă, în vederea asigurării stabilității prețurilor și a situației macroeconomice, a bunei funcționări a sistemului bancar și a piețelor financiare în sprijinul populației și al companiilor românești.

4.4. Riscuri asociate proiecției

Criza de sănătate publică continuă să reprezinte o sursă importantă de riscuri și, mai ales, incertitudini. Rata de infectare cu noul coronavirus a rămas la valori ridicate, atât pe plan intern, cât și extern, corelată invers cu gradul de stringență a restricțiilor impuse. În plus, noi incertitudini sunt asociate multiplelor variații produse în genomul virusului SARS-CoV-2. Gradul ridicat de contagiozitate a unor noi tulpini a determinat reînăsprirea restricțiilor de mobilitate în unele țări europene, cu potențial de a frâna procesul de revenire economică. Deși în România au fost relaxate gradual anumite măsuri administrative de distanțare socială, reinflamarea crizei pandemice a condus la reînăsprirea restricțiilor în zonele cu o incidență ridicată a infectărilor și nu este exclusă o extindere a acestora în perioadele următoare, în eventualitatea unei posibile deteriorări a situației medicale.

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



Riscurile induse de criza pandemică sunt parțial atenuate de apariția mai multor vaccinuri și de progresul – deși cu unele sincope asociate mai degrabă disponibilității limitate a dozelor de vaccin – campaniei de imunizare. Efectele pozitive sunt așteptate a se manifesta mai ales pe termen mediu, odată cu imunizarea unei proporții semnificative a populației¹²⁴. Pe termen scurt, sincope în derularea acestui proces ar putea prelungi menținerea ratei de infectare la valori ridicate și accentua modificările comportamentului consumatorilor în concordanță cu distanțarea socială, cu efect persistent negativ în principal asupra cererii pentru anumite categorii de servicii.

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este apreciată a fi una relativ echilibrată (Grafic 4.10). Similar rundelor precedente, incertitudini sunt asociate conduitei politicii fiscale

și a celei de venituri, precum și evoluțiilor viitoare de pe piața muncii. Mediul extern continuă de asemenea să prezinte surse apreciable de riscuri, inclusiv din perspectiva cotațiilor viitoare ale materiilor prime, de natură să exercite mai degrabă presiuni inflaționiste.

¹²⁴ Conform Strategiei UE privind vaccinurile împotriva coronavirusului, până în vara anului 2021 statele membre ar trebui să vaccineze cel puțin 70 la sută din populația adultă. Detalii sunt disponibile la adresa: https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/coronavirus-response/public-health/coronavirus-vaccines-strategy_ro.

Pe plan intern se prefigurează o schimbare importantă în conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri. Riscurile pe acest segment și-au diminuat din relevanță pe fondul aprobării de către autorități a planului bugetar pentru anul curent. Astfel, după ce în 2020 deficitul bugetar a escaladat inclusiv pe fondul evoluțiilor adverse asociate crizei pandemice, anul 2021 este de așteptat să marcheze debutul consolidării fiscale. Totuși, etapele viitoare ale acesteia sunt marcate de incertitudine, inclusiv din perspectiva măsurilor folosite pe termen mediu pentru readucerea deficitului bugetar la valori sub nivelul de referință de 3 la sută din PIB prevăzut în Pactul de stabilitate și creștere și a impactului acestora asupra activității economice și, implicit, asupra ratei anuale a inflației. În același timp însă, deși tendința centrală reflectată de deciziile din sfera politicii fiscale este aceea de consolidare, o posibilă reînflamare a crizei pandemice ar putea conduce la un volum mai amplu de cheltuieli pentru gestionarea acesteia și atenuarea efectelor economice adverse, cu impact nefavorabil asupra soldului bugetar.

Din perspectiva evoluțiilor de pe piața muncii, riscurile sunt evaluate în ușoară amplificare odată cu epuizarea stimulilor proveniți din partea măsurilor de sprijin guvernamental, pe fondul unor potențiale ajustări ale cererii de forță de muncă. Acestea s-ar putea produce sub incidența unui cumul de factori, precum posibile prelungiri ale măsurilor de distanțare (în special în domenii care presupun un grad ridicat de interacțiune umană) sau chiar restructurări induse de o potențială diminuare a cererii pentru anumite bunuri și servicii. Dificultățile ocazionate de adaptarea la criza pandemică și, implicit, creșterea volumului măsurilor de protecție sanitară s-ar putea accentua odată cu disiparea sprijinului guvernamental și ar putea conduce la ajustări ale structurii costurilor de producție. În aceste condiții, reducerea venitului disponibil față de traiectoria descrisă în scenariul de bază ar fi de natură să inducă presiuni dezinflaționiste. În același timp, riscuri survin și pe latura ofertei de forță de muncă. În eventualitatea prelungirii crizei pandemice nu sunt excluse reconfigurări ale acesteia pe fondul unei posibile creșteri a populației inactive, odată cu creșterea forței de muncă descurajate, simultan menținerii unei rate ridicate a șomajului în rândul tinerilor.

În ceea ce privește factorii cu impact direct asupra traiectoriei ratei anuale a inflației, o mare parte a riscurilor asociate liberalizării pieței energiei electrice începând cu 1 ianuarie 2021 deja s-a materializat. Persistă însă incertitudini cu privire la o posibilă intensificare a competiției pe piața concurențială, inducând astfel presiuni dezinflaționiste.

Pe plan extern, riscurile continuă să graviteze în jurul evoluțiilor asociate pandemiei COVID-19, alimentate de apariția unor noi tulpini cu grad mai ridicat de contagiozitate. Agravarea crizei sanitare în unele țări europene și prelungirea actualului val pandemic sunt de natură să îngreuneze procesul de revenire a activității economice, pe fondul menținerii sau chiar reintroducerii unor măsuri de distanțare socială. În pofida virulenței deosebite a noilor tulpini de coronavirus, experiența dobândită în gestionarea pandemiei COVID-19 și demararea campaniilor de vaccinare reduc riscul reapariției unor sincope în lanțurile globale de valoare adăugată, însă într-o mai mică măsură pe cel al creșterii achizițiilor în scop de precauție. Materializarea unora dintre aceste evoluții ar conduce la efecte de contagiune asupra economiei României, îndeosebi prin intermediul canalului cererii externe.

Viteza de revenire economică ar putea fi însă susținută de implementarea cu celeritate a proiectelor finanțate din instrumentul temporar de relansare economică „Next Generation EU”, atât pe plan local, cât și internațional, cu potențiale efecte de antrenare persistente. Gradualitatea accesării acestor fonduri este însă marcată de incertitudini ridicate, mai ales până la aprobarea de către oficialitățile europene a Planurilor Naționale de Redresare și Reziliență și demararea pașilor următori specifici acestei facilități de finanțare.

În contextul îmbunătățirii perspectivei de relansare economică s-a conturat recent o tendință de ajustare ascendentă a anticipațiilor inflaționiste, cu precădere în SUA, care a determinat creșterea recentă a randamentelor obligațiunilor pe termen lung pe piețele financiare internaționale, având un impact și asupra celei locale. Un alt factor de risc, cu potențial inflaționist suplimentar, care a crescut în importanță, se referă la evoluția cotațiilor materiilor prime atât pe piețele internaționale, cât și pe cele locale. Odată cu perspectivele tot mai favorabile privind revenirea activității economice (demararea campaniilor de vaccinare, posibilitatea finanțării unui volum mai amplu de cheltuieli din fonduri europene), cererea pentru astfel de bunuri ar putea domina oferta pe o perioadă mai lungă de timp, alimentând speculații că evoluțiile recente ar indica inițierea unui nou superciclului de creștere a prețurilor materiilor prime. Totuși, recenta majorare în tandem a acestora ar putea avea un caracter temporar, imprimat de un optimism crescut pe seama apariției vaccinurilor împotriva coronavirusului sau a anticipațiilor inflaționiste în creștere. Incertitudini ridicate sunt asociate în continuare evoluției viitoare a crizei pandemice. Nu sunt excluse intensificarea majorărilor strategice ale stocurilor de alimente și materii prime (în principal ale celor cerealiere) sau decizii ale unor state privind limitarea exporturilor unor anumite categorii de bunuri (de exemplu, Rusia, în cazul exporturilor de grâu și porumb). Mai mult decât atât, independent de evoluția pandemiei COVID-19, restricții ar putea fi introduse în eventualitatea recrudescenței pestei porcine africane sau a gripei aviare. La acestea se adaugă potențiale creșteri ale costului transporturilor mărfurilor agroalimentare pe seama unei lipse acute de containere de transport al bunurilor (de exemplu, al celor provenite din China). Riscuri ridicate provin, de asemenea, din partea fluctuațiilor condițiilor climatice, cu impact asupra ofertei de produse agricole atât pe plan local, cât și regional sau chiar global. Materializarea unora sau mai multora dintre factorii de risc mai sus menționați ar putea conduce la presiuni inflaționiste considerabile ce ar exceda ipotezele din scenariul de bază.

O altă sursă de incertitudine este localizată la nivelul dinamicii viitoare a cotațiilor petrolului Brent, în special în contextul volatilității ridicate a acestora și în corelație directă cu evoluția crizei pandemice. Presiuni dezinflaționiste ar putea surveni pe latura cererii în eventualitatea deteriorării situației medicale și a reînăspririi restricțiilor de mobilitate. În actuala conjunctură însă, având în vedere cotarea prețului petrolului la bursele internaționale, manifestarea unui optimism sporit privind perspectivele de revenire economică ar putea conduce la noi creșteri ale prețului acestuia. Totodată, persistă riscuri induse de factorii de ofertă, precum cele asociate angajamentelor membrilor OPEC+ privind producția de petrol și longevității acestor angajamente (în special în cazul Arabiei Saudite), dar și cele aferente evoluției stocurilor de petrol în SUA.

Abrevieri

ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în domeniul Energiei
APIA	Agenția de Plăți și Intervenție pentru Agricultură
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
CE	Comisia Europeană
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FAO	Organizația Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură
FBCF	formarea brută de capital fix
FC	Fondul de coeziune
FEADR	Fondul european agricol pentru dezvoltare rurală
FEDR	Fondul european de dezvoltare regională
FEPAM	Fondul european pentru pescuit și afaceri maritime
FMI	Fondul Monetar Internațional
FSE	Fondul social european
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IRCC	indicele de referință pentru creditele consumatorilor
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MF	Ministerul Finanțelor
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TFP	productivitatea totală a factorilor de producție
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
3M	3 luni
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	51
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	55
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației în scenariul de bază	56
Tabel 4.3	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază	57
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	57

Lista graficelor din text

	Proгноza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	15
Grafic 1.2	Prețurile legumelor și fructelor în UE	16
Caseta 1		
Grafic A	Prețurile energiei electrice	17
Grafic 1.3	Influența grupei produselor din carne asupra inflației de bază	18
Caseta 2		
Grafic A	Evoluția structurii cheltuielilor de consum (ponderi în total)	20
Grafic B	Rata experimentală a inflației (e.i.) vs. rata oficială a inflației (o.i.)	21
Grafic 1.4	Cifra de afaceri în comerțul cu bunuri alimentare	23
Grafic 1.5	Anticipații privind evoluția prețurilor	23
Grafic 1.6	IAPC mediu anual	24
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	25
Grafic 2.2	Sectoare economice	26
Grafic 2.3	Activitatea comercială și servicii pentru populație	27
Grafic 2.4	Investiții	28
Grafic 2.5	Indicii ale perspectivei pe termen scurt în investiții	28
Grafic 2.6	Investiții directe și absorbția de fonduri europene pentru investiții	30
Grafic 2.7	Exporturi	31
Grafic 2.8	Importuri	31
Grafic 2.9	Contul curent și principalele modificări în structură (2020)	32
Grafic 2.10	Productivitatea sectoarelor economice	32
Grafic 2.11	Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie	33

Grafic 2.12	Câștigul salarial nominal brut	33
Grafic 2.13	Efectivul salariaților din economie	34
Grafic 2.14	Curba Beveridge	35
Grafic 2.15	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	36
Grafic 2.16	Prețurile producției industriale pentru piața internă	38
Grafic 2.17	Prețurile producției agricole	39
Grafic 2.18	Costurile unitare cu forța de muncă	39
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	40
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	46
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	47
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	48
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	49
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	50
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	51
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	53
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	53
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	55
Grafic 4.2	Proгноza ratei inflației	56
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat	57
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	58
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate și a tarifelor la energia electrică și gazele naturale	58
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor combustibililor	58
Caseta 3		
Grafic A	Prognozele succesive pentru rata anuală a inflației IPC în decembrie 2020	59
Grafic B	Descompunerea erorilor de prognoză pe componente ale coșului IPC	59
Grafic C	Descompunerea contribuției la erorile de prognoză atribuită componentelor exogene ale coșului de consum	60
Grafic D	Descompunerea erorilor de prognoză pentru dinamica anuală a prețurilor combustibililor în decembrie 2020 pe contribuții ale factorilor analitici din cadrul MAPM	60

Grafic E	Proгноzele succesive pentru rata anuală a inflației CORE2 ajustat în decembrie 2020	61
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	63
Grafic 4.8	Deviația PIB	65
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

