

BANCA  
NAȚIONALĂ  
A ROMÂNIEI

# Raport asupra inflației februarie 2022

Anul XVIII, nr. 67

# Raport asupra inflației

## Februarie 2022

## **NOTE**

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

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

Toate drepturile rezervate.

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

# Cuvânt înainte

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

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

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

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

*Raportul asupra inflației* a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 9 februarie 2022, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 28 ianuarie 2022.

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



# Cuprins

Sinteză	7
<hr/>	
1. Evoluția inflației	15
<hr/>	
Caseta 1. Resurgența inflației – fenomen global	19
2. Evoluții ale activității economice	22
<hr/>	
1. Cererea și oferta	22
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	31
2.1. Prețurile de import	31
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	32
3. Politica monetară și evoluții financiare	36
<hr/>	
1. Politica monetară	36
2. Piețe financiare și evoluții monetare	40
2.1. Ratele dobânzilor	41
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	44
2.3. Moneda și creditul	46
4. Perspectivele inflației	49
<hr/>	
Scenariul de bază	49
4.1. Ipoteze externe	49
4.2. Perspectivele inflației	51
Caseta 2. Evaluarea acurateții prognozelor macroeconomice pentru rata anuală a inflației IPC din decembrie 2021	55
4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	57
Caseta 3. Impactul creșterii costurilor cu utilitățile asupra numărului de salariați	61
4.4. Riscuri asociate proiecției	67
Abrevieri	70
Lista tabelor din text	71
Lista graficelor din text	71



# Sinteză

## Evoluția inflației și cauzele acesteia

În perioada parcursă de la precedentul *Raport asupra inflației*, la nivel global au continuat creșterile semnificative de prețuri ale bunurilor de consum, a căror dinamică a depășit, în majoritatea cazurilor, uneori chiar substanțial, valorile prognozate în urmă cu un trimestru, urcând, astfel, mai pronunțat deasupra țintelor de inflație ale multor bănci centrale. Inflația de la nivel global a continuat să fie alimentată de creșteri consistente ale prețurilor produselor energetice, ale alimentelor, precum și ale altor materii prime non-energetice. Ascensiunea inflației a fost impulsionată și de problemele persistente din lanțurile globale de valoare adăugată, care, pe fondul revenirii rapide a cererii adresate produselor industriale, au condus la majorări ale prețurilor acestor categorii de bunuri. Într-un climat global dominat de șocuri inflaționiste multiple și sincronizate de natura ofertei, o parte a acestor creșteri de prețuri sunt transferate într-o măsură din ce în ce mai însemnată și asupra celor finale ale bunurilor de consum.

Și în România, rata anuală a inflației IPC a accelerat semnificativ în trimestrul IV 2021, până la 8,19 la sută în decembrie, cea mai ridicată valoare din ultimii 10 ani. În cadrul trimestrului, evoluția indicatorului a fost însă una marcată de oscilații, traiectoria ascendentă fiind inversată temporar în luna noiembrie, sub impactul plafonării și compensării prețurilor la energia electrică și gazele naturale pentru populație. În decembrie, rata anuală a inflației a avansat cu 1,9 puncte procentuale față de valoarea din septembrie, consemnând totodată un nivel ce a depășit cu 0,7 puncte procentuale cea mai recentă prognoză din luna noiembrie. Sursa primară a creșterii a rămas, similar trimestrelor anterioare, ascensiunea notabilă a cotațiilor bunurilor energetice de pe piețele globale, reflectată și în dinamica celor de pe piața internă, în condițiile în care în perioada octombrie-decembrie prețul *en gros* pentru gazele naturale a depășit de peste șapte ori, iar în cazul energiei electrice, de peste patru ori, nivelurile din perioada similară a anului anterior. În același interval, a fost vizibil și un avans semnificativ al ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, de la 3,6 la sută în septembrie la 4,7 la sută în decembrie. Rata medie anuală a inflației IPC s-a majorat cu 1,5 puncte procentuale pe parcursul trimestrului IV, atingând 5,1 la sută în luna decembrie. Rata medie anuală a inflației calculată pe baza indicelui armonizat (IAPC) a avansat cu 1,2 puncte procentuale față de luna septembrie, până la 4,1 la sută în decembrie. Ecartul indicatorului din România față de media europeană a rămas totuși similar celui înregistrat la finele trimestrului anterior.

Inflația de bază CORE2 ajustat a cunoscut un avans notabil în ultimele luni ale anului 2021, în principal ca urmare a creșterilor generalizate ale costurilor cu materiile prime (în special energetice) și cu materialele, inclusiv în contextul funcționării cu sincope a lanțurilor de producție și aprovizionare. În același timp, presiunile din partea cererii s-au mai atenuat în intervalul analizat, pe fondul unei scăderi a puterii de cumpărare a consumatorilor, dar și al intensității sporite a celui de-al patrulea val pandemic.



Cu toate acestea, cererea de consum rămâne un factor favorizant al transmisiei presiunilor menționate anterior în prețurile finale. Un alt determinant al transmisiei mai alerte a costurilor de producție în prețurile finale a fost continuarea majorării, și în trimestrul IV, a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt ale operatorilor din toate domeniile de activitate; în industrie și în construcții, acestea au consemnat maxime ale ultimilor 17 ani. Poziționarea așteptărilor privind inflația pe termen mai lung pe un palier vizibil mai scăzut, odată epuizate efectele șocului de pe piața energiei, reprezintă un semnal favorabil, care indică ancorarea așteptărilor în apropierea intervalului țintei.

Costurile unitare cu forța de muncă pe total economie au înregistrat în trimestrul III 2021 o atenuare a dinamicii anuale negative, de la -12,6 la sută în intervalul anterior la -9,9 la sută. Evoluția indicatorului este în continuare distorsionată de schimbarea metodologică operată la începutul anului la nivelul populației ocupate<sup>1</sup>. Dinamica indicatorului obținut prin excluderea sectorului agricol și ajustarea cu măsurile guvernamentale de sprijin al pieței muncii relevă o accelerare de la 1,9 la sută la 4,6 la sută, fără a depăși însă valorile pre-pandemie. În intervalul octombrie-noiembrie, au existat creșteri anuale mai pronunțate ale ULC în industrie, cu precădere în ramurile (precum sectorul auto) a căror activitate a continuat să fie perturbată de sincopile manifestate în lanțurile de aprovizionare, aceste dinamici fiind accentuate de costurile în creștere cu energia.

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

În ședința din 9 noiembrie 2021, Consiliul de administrație al BNR a hotărât majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,75 la sută pe an, de la 1,5 la sută, și păstrarea controlului ferm asupra lichidității de pe piața monetară. Totodată, a decis extinderea coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la  $\pm 0,75$  puncte procentuale, de la  $\pm 0,5$  puncte procentuale, implicând majorarea ratei dobânzii la facilitatea de creditare (*Lombard*) la 2,5 la sută, de la 2,0 la sută, și menținerea celei aferente facilității de depozit la 1 la sută. Rata anuală a inflației IPC a continuat să crească deasupra limitei superioare a intervalului țintei în luna septembrie, urcând la 6,29 la sută, semnificativ peste nivelul prognozat, de la 5,25 la sută în august și 3,94 la sută în iunie. Accelerarea dinamicii ratei anuale a inflației IPC pe parcursul trimestrului III a fost antrenată preponderent de componente exogene ale IPC. Principala contribuție a aparținut majorării considerabile a prețurilor gazelor naturale și energiei electrice în luna iulie, căreia i s-au alăturat influențe venite din continuarea scumpirii combustibililor și din creșterea semnificativă a prețurilor legumelor în luna septembrie. La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accentuat parcursul ascendent în același trimestru, până la 3,6 la sută în septembrie, față de 2,9 la sută în iunie. Evoluția reflecta efectele creșterii cotațiilor mărfurilor agroalimentare și a costurilor cu energia și transportul, precum și influențele blocajelor persistente în lanțurile de producție și aprovizionare, potențate, pe plan intern, de cererea sporită de bunuri și servicii, cărora li s-a alăturat impactul scumpirii polițelor RCA în luna septembrie.

<sup>1</sup> În cazul României, cea mai importantă modificare o constituie excluderea din rândul populației ocupate a persoanelor care produc exclusiv sau majoritar pentru autoconsum, care își desfășoară activitatea în agricultură.

Cea mai recentă prognoză evidențiază o înrăutățire suplimentară semnificativă a perspectivei inflației pe aproape întregul orizont de prognoză, sub impactul puternic al șocurilor pe partea ofertei, în condițiile în care traiectoria prognozată a acesteia a fost din nou revizuită considerabil în sens ascendent, mai cu seamă pe termen scurt.

Principalele incertitudini și riscuri asociate perspectivei inflației decurgeau din conduita politicii fiscale, precum și din absorbția fondurilor europene, prioritar a celor aferente programului „Next Generation EU”. De asemenea, valul patru al pandemiei și măsurile restrictive asociate continuau să genereze incertitudini și riscuri mari la adresa previziunilor, cel puțin în perspectivă apropiată, în contextul crizei grave de sănătate publică, al celei energetice și al persistenței blocajelor în lanțurile de producție și aprovizionare.

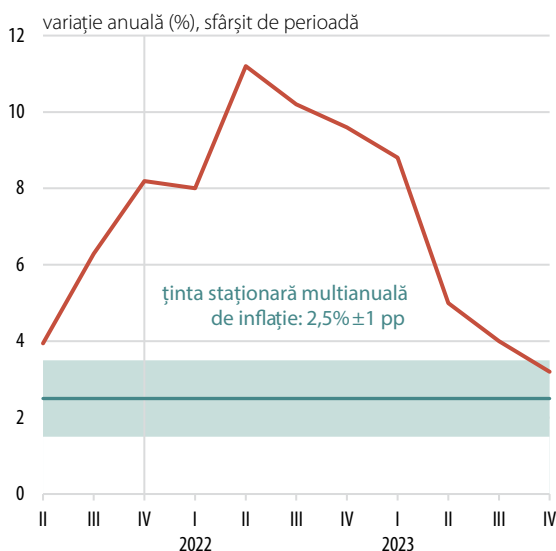
Ulterior, datele statistice au indicat creșterea ratei anuale a inflației IPC în octombrie 2021 la 7,94 la sută, de la 6,29 la sută în septembrie. În noiembrie aceasta a scăzut la 7,8 la sută, sub impactul plafonării și compensării prețurilor la energia electrică și gazele naturale pentru populație, depășind totuși ușor la finele celor două luni din trimestrul IV nivelul prognozat anterior. Creșterea ratei anuale a inflației IPC a continuat să fie determinată în principal de componente exogene, influențele majore venind preponderent din scumpirea consistentă a combustibililor, pe seama categoriei non-benzină și motorină, și într-o mai mică măsură din majorarea prețurilor LFO. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să crească ceva mai alert decât s-a anticipat, mărindu-se de la 3,6 la sută în septembrie la 4 la sută în octombrie și la 4,3 la sută în noiembrie. Evoluția reflecta efectele creșterii ample a cotațiilor mărfurilor agroalimentare și a costurilor cu energia și transportul, precum și influențele blocajelor persistente în lanțurile de producție și aprovizionare, alături de cele venind din măsuri de protecție contra infecției cu coronavirus, toate potențate de așteptările inflaționiste pe termen scurt tot mai ridicate. Activitatea economică și-a încetinit considerabil creșterea în trimestrul III 2021 – la 0,4 la sută, de la 1,5 la sută în trimestrul II –, contrar așteptărilor. Evoluția face probabilă restrângerea excedentului de cerere agregată în acest interval la o valoare mult inferioară celei prognozate, dată fiind inclusiv recenta revizuire notabilă în sens descendent a datelor statistice privind ritmul creșterii economiei în semestrul I 2021. La rândul său, dinamica anuală a PIB a consemnat o scădere vizibil mai pronunțată față de cea anticipată. Ea a rămas totuși înaltă din perspectivă istorică, cu aportul majoritar al consumului privat, precum și cu cel neobișnuit de mare, și în acest interval, al variației stocurilor. Contribuția formării brute de capital fix a devenit însă, în mod neașteptat, marginal negativă, în principal ca efect al accentuării contracției lucrărilor de reparații capitale. Și contribuția exportului net la dinamica anuală a PIB a rămas negativă, dar s-a redus semnificativ față de trimestrul anterior. Soldul negativ al balanței comerciale și-a accelerat însă puternic creșterea în termeni anuali, în trimestrul III, pe fondul evoluției relativ mai nefavorabile a prețurilor bunurilor din import, în timp ce deficitul de cont curent a continuat să-și reducă dinamica anuală, deși mult mai modest față de trimestrul II, sub influența ameliorării variației anuale a soldurilor balanțelor veniturilor.

În ședința Consiliului de administrație al BNR din 10 ianuarie 2022, cele mai recente evaluări relevau perspectiva creșterii graduale a ratei anuale a inflației în următoarele luni, sub impactul șocurilor pe partea ofertei, depășind valorile evidențiate pe acest orizont de timp de prognoza precedentă. Determinante pentru înrăutățirea

perspectivei apropiate a inflației sunt majorările mai ample de prețuri anticipate a fi consemnate de energia electrică și gazele naturale – chiar și în contextul aplicării măsurilor de compensare și plafonare –, precum și de alimentele procesate, în principal pe fondul ascensiunii cotațiilor produselor energetice și ale mărfurilor agroalimentare. Impactul acestora este de natură să amplifice și să prelungească mai mult deviația pozitivă a ratei anuale a inflației de la limita de sus a intervalului țintei, mai ales ulterior sistării măsurilor de compensare și plafonare a prețurilor la energie, dar și să genereze pe orizontul mai îndepărtat de timp efecte de bază dezinflaționiste.

Pe baza datelor disponibile la acel moment și în contextul riscurilor și incertitudinilor evidențiate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2 la sută pe an, precum și păstrarea controlului ferm asupra lichidității de pe piața monetară. Totodată, s-a decis extinderea coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la amplitudinea standard de  $\pm 1$  punct procentual, implicând creșterea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare la 3,00 la sută și menținerea celei la facilitatea de depozit la 1,00 la sută. Totodată, Consiliul de administrație a subliniat că vizează readucerea și menținerea ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe orizontul mai îndepărtat de timp, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile în contextul procesului de consolidare fiscală și în condiții de protejare a stabilității financiare. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR s-a declarat pregătit să utilizeze instrumentele de care dispune în vederea îndeplinirii obiectivului fundamental privind stabilitatea pe termen mediu a prețurilor.

Grafic 1. Prognoza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

## Perspectivile inflației

Ulterior publicării *Raportului asupra inflației* din luna noiembrie 2021, au continuat să se materializeze o serie de riscuri decurgând în principal din majorări ale prețurilor energiei și altor materii prime. Chiar și în aceste condiții, persistă o multitudine de surse interconectate de incertitudini, cele din planul sănătății publice – în contextul noului val pandemic –, precum și cele asociate tensiunilor de pe piețele de energie recăpătând recent o pregnanță sporită. Pe acest fond, sprijinul acordat de autorități populației prin plafonarea prețurilor și, respectiv, compensarea facturilor, va implica rate anuale ale inflației IPC mai reduse în lunile de aplicare a acestor măsuri. Ulterior expirării acestor scheme, începând din luna aprilie și continuând apoi și pe parcursul anului, prețurile suportate de consumatorii casnici vor reflecta gradual, în funcție de momentul reînnoirii contractelor

acestora, nivelurile mai ridicate din piețele de energie, care continuă să rămână relativ tensionate pe termen scurt. Astfel, prognoza indică o dinamizare a ratei anuale a inflației IPC în luna aprilie, urmată de o decelerare graduală pe parcursul trimestrelor următoare, când sunt așteptate ajustări de mai mică amploare ale prețurilor energiei. Pe acest fond,

traectoria ratei anuale a inflației din noul scenariu de bază a fost încă o dată revizuită substanțial în sens ascendent (Grafic 1). Majorările ample și, totodată, persistente, ale prețurilor produselor energetice generează riscuri relevante și asupra evoluției activității economice. Deși seriile de date cu frecvență ridicată atestă continuarea avansului economiei și pe parcursul trimestrelor IV 2021 și I 2022, sunt preconizate atenuări de ritm ale acestuia. Din aceste motive, până la o normalizare a situației în plan medical și, respectiv, a evoluțiilor de pe piețele de energie, vor continua să predomine riscuri descendente la adresa activității economice și, respectiv, de sens opus asupra dinamicii prețurilor din economie. În plus, persistența unor astfel de turbulențe ar putea greva traiectoria variabilelor macroeconomice pe un orizont mai lung de timp.

Activitatea economică a resimțit în mod direct atât atingerea unor maxime, în octombrie anul trecut, în ce privește propagarea variantei Delta a coronavirusului, succedată de o ușoară detensionare în a doua parte a trimestrului IV 2021, cât și debutul în formă accelerată a transmiterii variantei Omicron, la începutul anului curent. Ca urmare, a continuat funcționarea cu sincope a lanțurilor globale de producție și aprovizionare iar, în cazul României, s-au accentuat vulnerabilitățile din plan medical, induse de o rată de vaccinare care rămâne încă extrem de redusă, toate potențate de întârzierea normalizării piețelor de energie. În aceste condiții, dinamica anuală a PIB a fost revizuită în sens descendent atât în 2021, cât și în 2022. Deși, în continuare, contribuția majoritară la creșterea economică va reveni consumului gospodăriilor populației, perspectivele indică o atenuare mai importantă de ritm a cererii de consum în trimestrele IV 2021 și I 2022, ca efect al creșterilor prețurilor energiei, care comprimă venitul disponibil real al populației. O atenuare a acestor evoluții ar putea fi indusă de majorarea punctului de pensie și a salariului minim de la începutul acestui an, precum și de implementarea unor măsuri sociale ce vizează categorii de populație cu o înclinație mai ridicată spre consum. Pe termen mediu, revenirea economiei și, odată cu aceasta, redresarea mai substanțială a pieței muncii ar fi de natură să consolideze evoluțiile favorabile ale componentei de consum.

Parcursul formării brute de capital fix urmează a fi impulsionat de finalizarea procedurilor administrative și, respectiv, de debutul atragerii de fonduri asociate programului „Next Generation EU”, ce beneficiază de alocări extrem de generoase, inclusiv pentru derularea de reforme structurale. Acestora li se adaugă volumul amplu de cheltuieli publice destinate investițiilor, strâns legate și de fondurile europene alocate prin cel mai recent exercițiu financiar multianual (CFM 2021-2027). Scenariul de bază al proiecției prevede posibilitatea ca dinamica formării brute de capital fix să o depășească, ca ritm, pe cea a consumului populației începând chiar de anul viitor, ce ar consfinți un aport solid al componentei atât la creșterea PIB, cât și la dinamizarea potențialului economiei pe termen mediu.

Creșterile de prețuri ale produselor energetice și ale altor materii prime non-energetice de la nivel internațional au indus importante avansuri de ritm ale fluxului valoric al importurilor. Totodată, persistența constrângerilor ce vizează capacitățile de transport de la nivel global ori producția de bunuri intermediare (de exemplu, microcipurile, cu impact notabil asupra industriei auto din România), precum și o încetinire de ritm a activității economice a partenerilor externi în ultima parte a anului trecut au perturbat și dinamica exporturilor românești. Corelat unei evoluții mai puțin favorabile a soldului cumulat al balanței veniturilor, quantumul deficitului de cont curent din 2021 este preconizat să depășească, ca procent din PIB, cu circa 2 puncte procentuale nivelul

din 2020. Pe termen mediu, o corecție mai semnificativă a deficitului extern este strict condiționată de progresul consolidării fiscale, de ritmul de revenire a activității economice a partenerilor externi, precum și de adresarea cât mai rapidă a problemelor structurale persistente ale economiei, ce implică capacități productive insuficiente în raport cu cererea internă de bunuri și servicii.

Revizuirea notabilă de către INS în sens descendent a datelor statistice privind ritmul creșterii economice în semestrul I 2021, precum și încetinirea, de o magnitudine peste așteptări, a economiei în a doua jumătate a anului trecut au condus la o restrângere substanțială a excedentului de cerere agregată (i.e. *gap*-ul PIB) față de *Raportul* precedent. Media anuală a indicatorului este proiectată să rămână la valori situate sub 1 la sută atât în anul curent, cât și în cel următor. În aceste condiții, principala contribuție la dinamica creșterii economice în perspectivă imediată, dar și pe termen mediu, va fi imprimată de cea a PIB potențial, antrenată în special de aportul stocului de capital și de avansul productivității factorilor de producție, pe fondul perspectivelor de creștere a resurselor investiționale.

Ulterior publicării *Raportului* din luna noiembrie 2021 s-au materializat o serie de riscuri cu un pronunțat impact inflaționist, preponderent asupra componentelor coșului de consum aflate în afara controlului politicii monetare, în special pe segmentul bunurilor energetice (combustibili, gaze naturale și energie electrică). De altfel, revizuirii ample în sens ascendent ale proiecțiilor privind rata inflației IPC au fost vizibile în majoritatea țărilor, inclusiv în zona euro și, mai ales, în economiile din Europa Centrală și de Est, unde se preconizează, similar României, atingerea unor paliere foarte înalte ale indicatorului raportat la valorile istorice. Presiuni inflaționiste mai pronunțate au continuat să fie vizibile și la nivelul ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, componenta urmând să atingă 4,0 la sută în decembrie 2022 și 3,2 la sută în decembrie 2023, după ce indicatorul este de așteptat să evolueze, în perspectivă imediată, pe o traiectorie marginal ascendentă (valori de 5,3 la sută atât în martie, cât și în iunie 2022). În ceea ce privește determinanții fundamentali ai inflației CORE2 ajustat, sunt de notat noi ajustări pronunțat ascendente ale așteptărilor privind inflația, mai ales pe termen scurt, vizibile atât în cazul operatorilor economici, cât și al analiștilor bancari. Acestea reflectă inclusiv impactul persistent al majorărilor prețurilor produselor energetice asupra costurilor de producție ale companiilor, de natură să afecteze, cu un anumit decalaj de timp, depinzând și de configurația cererii agregate, prețurile cvasitotalității bunurilor și serviciilor destinate consumului. Natura sincronizată a șocurilor de ofertă de pe plan internațional a configurat presiuni în creștere și din partea prețurilor bunurilor din import. În schimb, cele asociate cererii agregate interne și-au atenuat atât nivelul, cât și dinamica față de *Raportul* anterior.

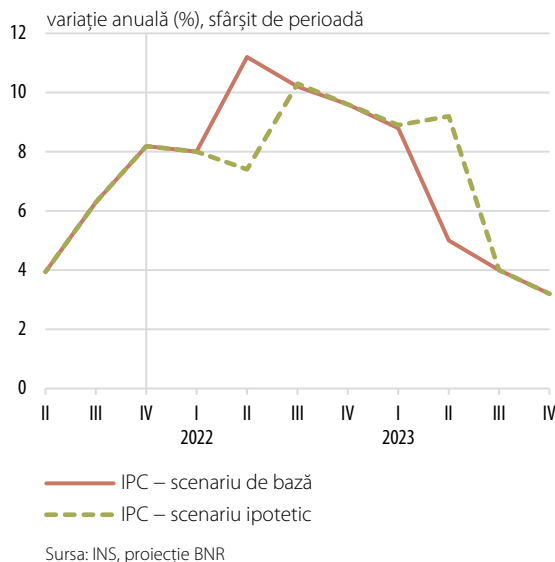
Rata anuală a inflației IPC este proiectată la valoarea de 9,6 la sută în luna decembrie 2022, cu un maxim al indicatorului localizat pe parcursul lunii aprilie, odată cu expirarea schemelor de sprijin al consumatorilor casnici de energie electrică și gaze naturale, conform prevederilor legislației în vigoare la data publicării prezentului *Raport*. Majorări ale prețurilor la energia electrică și gazele naturale, dar de magnitudini semnificativ mai reduse, sunt preconizate și în iulie și, respectiv, octombrie 2022, fiind justificate de reînnoirea contractelor de furnizare. Astfel, traiectoria inflației va rămâne ridicată până la finele trimestrului III 2023, urmând ca un trimestru mai târziu să reintre în intervalul țintei; în decembrie 2023, proiecția indică o valoare de 3,2 la sută.

Față de *Raportul* din noiembrie 2021 noua proiecție este mai ridicată cu 3,7 puncte procentuale pentru finele anului curent, din care 3,5 puncte procentuale asociate componentei „energie” a coșului de consum, aflată în afara controlului politicii monetare.

Conduita recentă a politicii monetare a BNR a fost configurată într-o manieră prudentă, în vederea readucerii și menținerii pe termen mediu a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe orizontul mai îndepărtat de timp, astfel încât să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile în contextul procesului de consolidare fiscală și în condiții de protejare a stabilității financiare.

Deși riscuri în sus asociate evoluției prețurilor componentelor energetice s-au materializat deja, proiecția macroeconomică din runda actuală suferind ample reconfigurări, în continuare scenariul de bază este grevat de incertitudini majore privind dinamica prețurilor energiei. La acest moment, este dificil de evaluat persistența pe termen mediu a acestor șocuri, putându-se asista la variații de la economie la economie, în raport cu intensitatea energetică a acestora ori cu perspectivele privind redresarea piețelor muncii de la nivel local. În plus, măsurile de compensare a majorării prețurilor energiei au o durată limitată de aplicabilitate.

Grafic 2. Scenariu ipotetic privind prelungirea măsurilor de compensare



Coordonatele scenariului de bază al proiecției macroeconomice au fost fundamentate pornind de la informațiile certe disponibile până la momentul redactării acestui *Raport* (date statistice publicate, măsuri de politică economică legiferate etc.). Cu toate acestea, în ultima perioadă au fost vehiculate în spațiul public numeroase informații cu privire la o posibilă prelungire a măsurilor de sprijin al consumatorilor casnici de energie, în condițiile în care tensiunile din piețele de energie s-au menținut ridicate. Incertitudini ar fi asociate, în acest caz, atât duratei pe care s-ar aplica aceste măsuri, cât și configurației pachetului de sprijin. Pentru a investiga implicațiile unui astfel de scenariu ipotetic, s-a presupus ca ipoteză de lucru prelungirea pentru încă trei luni (Grafic 2), până la data de 30 iunie 2022, a schemei curente de compensare și plafonare a prețurilor pentru consumul de energie electrică și gaze naturale.

Într-un astfel de scenariu, traiectoria ratei anuale a inflației IPC s-ar plasa pe termen scurt sub cea din scenariul de bază, urmând ca valoarea maximă a indicatorului să fie atinsă cu un decalaj de un trimestru. În aceste condiții, rata anuală a inflației IPC s-ar menține la valori ridicate pentru o perioadă mai lungă de timp comparativ cu scenariul de bază, momentul revenirii acesteia în intervalul țintei urmând a fi, de asemenea, amânat tot cu un trimestru. Prelungirea duratei de aplicabilitate a acestor măsuri ar reclama totodată și un volum mai amplu de cheltuieli bugetare, cu influență asupra traiectoriei viitoare a deficitelor bugetare.

Cu informațiile disponibile la momentul elaborării *Raportului asupra inflației*, evoluția viitoare a prețurilor bunurilor energetice continuă să reprezinte principala sursă de riscuri ascendente la adresa proiecției ratei anuale a inflației, cu precădere pe orizontul scurt de timp. Incertitudini persistă și în privința modului în care se vor transpune evoluțiile prețurilor de pe piețele de energie în statisticile oficiale, care depinde de quantumul compensărilor, plafonărilor și subvențiilor acordate consumatorilor casnici, precum și de intervalul de timp pe care vor fi implementate schemele de sprijin.

O sursă importantă de riscuri rămâne conduita politicii fiscale și a celei de venituri, decurgând din perspectiva măsurilor de consolidare fiscală. În actuala conjunctură, au fost deja adoptate măsuri menite să atenueze atât impactul deteriorării abrupte a situației epidemiologice, cât și pe cel al creșterii facturilor la utilități. Necesitatea, incertă la acest moment, a unei noi prelungiri a măsurilor de sprijin finanțate de la bugetul de stat ar putea, depinzând de magnitudinea acestora, intra în opoziție cu necesitatea continuării într-un ritm ambițios a corecției deficitului bugetar, cu termen de finalizare anul 2024. În schimb, atragerea în volume cât mai ample a fondurilor europene, în special a celor investiționale din cadrul programului „Next Generation EU”, prin impactul favorabil asupra cadrului macroeconomic, ar fi de natură să faciliteze procesul de consolidare fiscală, în condițiile unei viteze mai ridicate și, respectiv, ale unor costuri mai reduse asociate acestuia.

Deteriorarea situației sanitare în contextul contagiozității sporite cu noua tulpină virală (Omicron) ar putea greva funcționarea pieței muncii. Pe termen scurt, o exacerbare a numărului de persoane infectate ar spori riscul creșterii absentismului și al perturbării activității în anumite sectoare, nu doar în cele care implică contact uman direct. Nu ar fi exclusă nici o sporire a contingentului de forță de muncă descurajată, cu precădere în rândul tinerilor. Pe termen mediu, în anumite sectoare nu este exclusă o accentuare a creșterii penuriei forței de muncă calificate. Pe acest fond, nu se poate exclude posibilitatea ca piața muncii să redevină tensionată într-un ritm mai alert decât cel implicat de corelația tradițională dintre evoluția activității economice și dinamica pieței muncii. O astfel de perspectivă s-ar repercuta și asupra dinamicii prețurilor din economie, în condițiile în care o piață tensionată a muncii se poate transforma într-un resort de stimulare a unei spirale de tip salarii-prețuri.

## Decizia de politică monetară

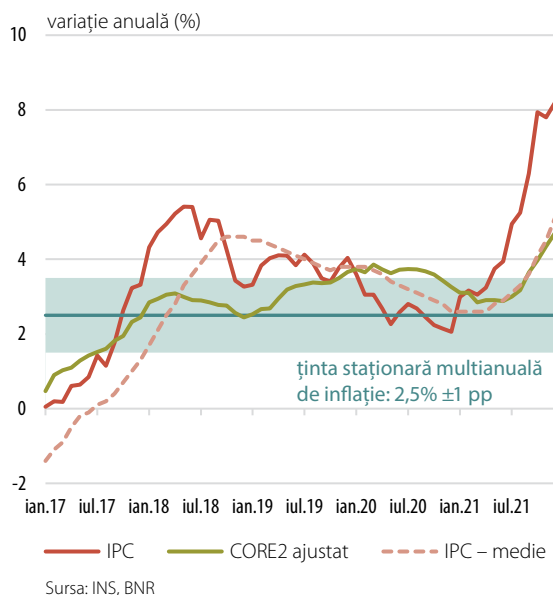
Date fiind înrăutățirea considerabilă a perspectivei pe termen scurt a inflației, sub impactul șocurilor adverse pe partea ofertei, precum și nevoia ancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și cea de stimulare a economisirii prin creșterea ratelor dobânzilor bancare, în vederea readucerii durabile a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 9 februarie 2022 majorarea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 2,50 la sută. De asemenea, s-a decis majorarea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii pentru facilitarea de creditare (*Lombard*), până la 3,50 la sută, și creșterea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii la facilitarea de depozit, până la 1,50 la sută, precum și păstrarea controlului ferm asupra lichidității de pe piața monetară. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.



# 1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC a încheiat anul 2021 semnificativ peste limita superioară a intervalului țintei, urcând la 8,19 la sută, cea mai ridicată valoare din ultimii 10 ani. Avansul față de finele trimestrului III a fost de 1,9 puncte procentuale, jumătate din acesta datorându-se componentei energetice. Accentuarea tensiunilor pe piața energiei, cu efecte și asupra prețului unor surse alternative de încălzire, precum lemnele de foc, s-a răsfrânt asupra prețurilor de consum, chiar dacă impactul a fost parțial atenuat de intrarea în vigoare în luna noiembrie 2021 a schemei de plafonare și compensare a tarifelor la energie electrică și gaze naturale. Rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat a marcat la rândul ei o creștere semnificativă (de la 3,6 la sută în septembrie la 4,7 la sută la finele anului), cu precădere sub acțiunea factorilor de pe latura ofertei (creșterea costurilor cu materiile prime, în special a celor energetice, funcționarea cu sincope a lanțurilor de producție și aprovizionare) și a deteriorării anticipațiilor privind inflația (Grafic 1.1). Condițiile de cerere, deși favorabile, au consemnat o atenuare în intervalul analizat, sub impactul erodării puterii de cumpărare, dar și al intensității ridicate a celui de-al patrulea val pandemic.

Grafic 1.1. Evoluția inflației

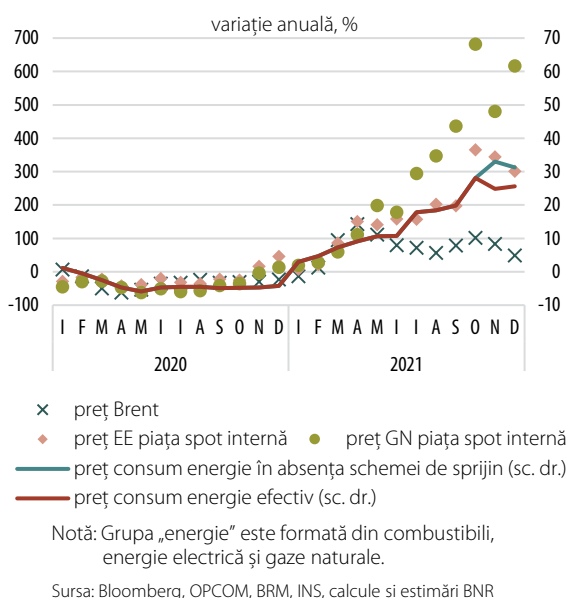


Cotațiile spot pe piețele interne *en gros* pentru gaze naturale și energie electrică au continuat să crească în ritm accelerat în intervalul octombrie-decembrie (majorare, în medie, de șapte ori, respectiv de patru ori față de perioada similară a anului anterior). Mișcări ample ale cotațiilor au avut loc în toate statele europene, într-un context marcat de amplificarea tensiunilor deja existente la nivelul factorilor de influență<sup>2</sup>, dar și de manifestarea paradoxului unei decarbonizări accelerate: creșterea cererii pentru gaze naturale, care a contribuit la explozia prețului, nivelurile prohibitive atinse determinând în cele din urmă redeschiderea termocentralelor pe bază de cărbune, cu consecința majorării costurilor de achiziție a certificatelor CO<sub>2</sub>, direct reflectată de cotațiile energiei electrice. Pentru a limita efectele negative ale acestor evoluții asupra populației, autoritățile au introdus la

<sup>2</sup> Surplus de cerere generat de redeschiderea economiilor și de tranziția verde, depozite insuficiente de gaze naturale, producție deficitară de energie electrică din surse regenerabile, dificultatea acoperirii deficitelor prin importuri.



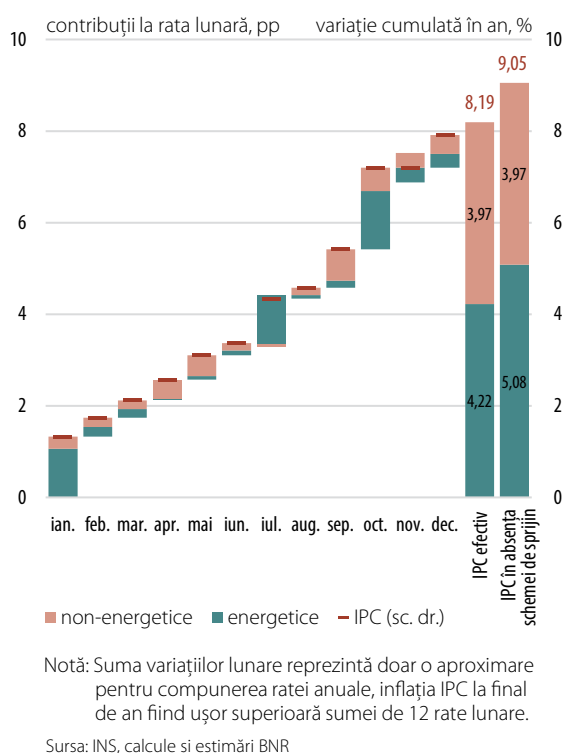
Grafic 1.2. Cotațiile bunurilor energetice



1 noiembrie 2021, pentru o perioadă de cinci luni, o schemă de sprijin<sup>3</sup> ce presupune atât plafonarea prețului final, cât și compensări acordate unor categorii de consumatori, în funcție de anumite criterii de eligibilitate<sup>4</sup> (Grafic 1.2).

La nivelul inflației IPC, numai componenta gaze naturale a suferit ajustări ascendente în trimestrul IV 2021, principalii 2 jucători operând în lunile octombrie-noiembrie majorări ale prețurilor finale de circa 40 la sută fiecare. Implementarea schemei de sprijin a redus variația cumulată în cadrul trimestrului la 25,8 la sută. În condițiile în care majoritatea contractelor la energie electrică urmează a fi resetate la începutul anului 2022, nu au avut loc schimbări în perioada analizată, însă noile condiții de preț vor fi mult mai nefavorabile, având în vedere că ofertele de pe piața concurențială disponibile în perioada octombrie-decembrie 2021 se plasau la valori aproape duble față de contractele încheiate la debutul anului trecut. Sub influența schemei de sprijin, poziția corespunzătoare din IPC a înregistrat în ultimele două luni ale anului 2021 o variație cumulată de -6,7 la sută (Grafic 1.3). În perioada următoare sunt previzibile însă majorări importante de preț atât în cazul gazelor naturale, cât și al energiei electrice, în linie cu evoluțiile din piață, majorări care vor fi reflectate doar parțial la nivelul IPC pe perioada de aplicare a schemei de sprijin și integral la momentul încheierii acesteia (luna aprilie 2022, conform reglementărilor actuale).

Grafic 1.3. Contribuția energiei la inflația IPC în anul 2021



O contribuție însemnată la creșterea ratei anuale a inflației în ultimul trimestru al anului precedent a revenit și subcomponentei combustibili (0,5 puncte procentuale), exclusiv pe seama segmentului non-carburanți, respectiv a scumpirii pronunțate a lemnelor de foc. Dincolo de limitările de natura ofertei ce afectează această piață în ultimii ani (înăsprirea progresivă a legislației în domeniu) și de influența sezonieră asupra cererii, traiectoria pronunțat ascendentă a prețurilor a fost potențată

<sup>3</sup> Legea nr. 259/2021 pentru aprobarea OUG nr. 118/2021.

<sup>4</sup> De remarcat faptul că majoritatea statelor europene au recurs în această perioadă la diferite scheme de protejare a consumatorilor, printre măsurile implementate numărându-se și scăderea taxelor (TVA, accize), a altor componente din factură (de exemplu, tarife de distribuție, de sistem) sau acordarea de ajutor în mod direct pentru plata facturii.

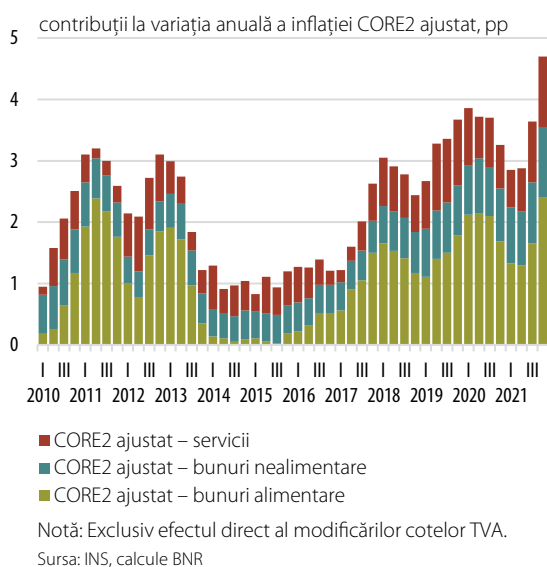
în ultima parte a anului 2021 de scumpirea surselor alternative de încălzire. În acest context, reducerea cotei TVA pentru aceste produse de la 19 la sută la 5 la sută, în vigoare de la jumătatea lunii decembrie, a rămas fără ecou la nivelul prețurilor de consum, coeficientul de transmisie fiind estimat la numai 10 la sută. Segmentul carburanților a beneficiat de o corecție temporară a cotației internaționale a petrolului la finele lunii noiembrie, apariția unei noi variante a coronavirusului (Omicron) producând îngrijorări cu privire la perspectivele economiei globale. Deși evoluția a imprimat variației anuale a prețurilor carburanților o traiectorie ușor descendentă în trimestrul IV 2021, cotația țițeiului și-a inversat tendința spre finalul anului, odată ce s-a conturat perspectiva unui impact benign al tulpinii Omicron, comparativ cu episoadele anterioare, iar cererea de petrol a fost reevaluată ascendent.

Inflația de bază CORE2 ajustat a cunoscut un avans notabil în ultimele luni ale anului 2021, atingând în decembrie o variație anuală de 4,7 la sută, cu 1,1 puncte procentuale peste nivelul din septembrie. Creșterile în lanț ale costurilor cu materiile prime (în special energetice), materiale, inclusiv în contextul funcționării cu sincopă a lanțurilor de producție și aprovizionare, au reprezentat principala sursă de presiune în perioada analizată. Pe acest fond, marcat de scăderea puterii de cumpărare a consumatorilor, dar și de intensitatea ridicată a celui de-al patrulea val pandemic, cererea de consum s-a mai domolit, însă a rămas un factor favorizant al transmisiei presiunilor menționate în prețurile finale. În plus, cu toate că pe piața muncii nu sunt încă evidente tensiuni (indicatorul care evaluează gradul de tensionare/relaxare se situează la un nivel inferior celui din perioada precriză), costurile unitare cu forța de muncă vor suferi probabil ajustări ascendente în perioada următoare; asupra numărătorului vor acționa creșterile salariale previzibile în contextul creșterii salariului minim, al înrăutățirii așteptărilor privind inflația și al renegocierii contractelor

de muncă la început de an, iar numitorul va surprinde perspectiva rezervată privind dinamica activității economice.

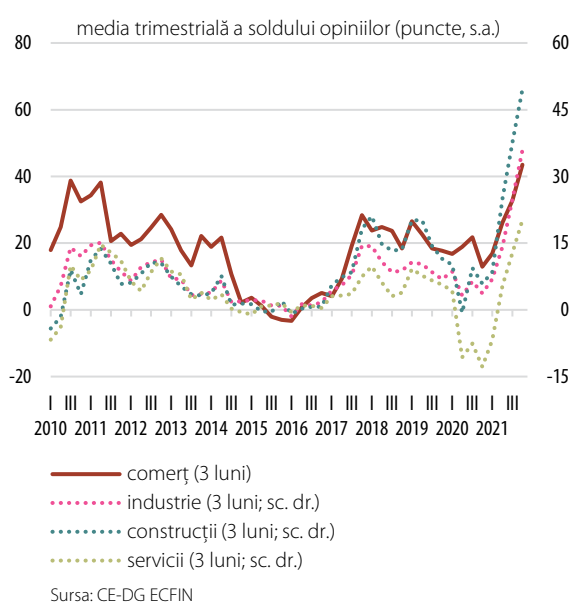
La nivelul componentelor inflației de bază, grupa alimentelor procesate a fost responsabilă pentru aproximativ trei sferturi din avansul ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, atingând o dinamică anuală de 6,4 la sută (Grafic 1.4). Creșterile pot fi doar parțial asociate șocului de pe piața energiei (luând în calcul și efectele indirecte), industria producătoare de bunuri alimentare având una dintre cele mai mici expuneri între ramurile producătoare de bunuri și servicii de consum<sup>5</sup>. Principalul factor ce poate explica modul diferit de ajustare a prețurilor în cazul operatorilor din industria alimentară este probabil nivelul relativ scăzut al marjelor practicate, respectiv o capacitate mai redusă de a absorbi șocurile în marjă.

Grafic 1.4. Componentele inflației de bază CORE2 ajustat

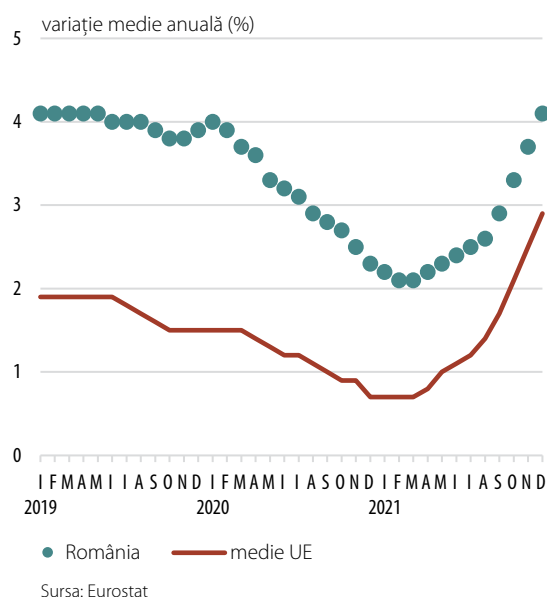


<sup>5</sup> Vezi Caseta „Creșterea prețurilor energiei: impact asupra ratei inflației și a activității economice”, publicată în *Raportul asupra inflației*, ediția din noiembrie 2021.

Grafic 1.5. Anticipații privind evoluția prețurilor



Grafic 1.6. IAPC mediu anual



2021, accelerând la 5,1 la sută în luna decembrie 2021 pentru indicatorul determinat pe baza metodologiei naționale și la 4,1 la sută în cazul valorii calculate conform structurii armonizate (+1,5 puncte procentuale, respectiv +1,2 puncte procentuale față de finele trimestrului III). În condițiile în care majoritatea economiilor europene au înregistrat creșteri rapide ale ratei anuale a inflației în contextul crizei energetice (Caseta 1), ecartul față de media UE a fost similar celui de la finele trimestrului anterior; România rămâne printre statele membre cu un nivel înalt al inflației medii IAPC, fiind depășită însă de Ungaria, Polonia, Lituania și Estonia (Grafic 1.6).

În plus, o influență este posibil să fi avut și cererea relativ inelastică ce caracterizează segmentul bunurilor alimentare, dar și politica diferită de modificare a prețurilor, cu o frecvență mai ridicată față de producătorii de bunuri nealimentare sau prestatorii de servicii de piață<sup>6</sup>. Acestea din urmă au consemnat doar avansuri moderate ale ratei anuale a inflației în trimestrul IV 2021, până la 3,2 la sută pentru bunurile nealimentare, respectiv 4,2 la sută pentru serviciile de piață. În aceste cazuri, se observă variații ușor mai pronunțate la nivelul componentelor pentru care cererea s-a restrâns sensibil în perioada pandemiei, precum articolele de îmbrăcăminte, încălțăminte sau serviciile de alimentație publică, operatorii încercând probabil să recupereze o parte din pierderile suferite.

Dincolo de evoluțiile pe latura cererii și a ofertei, un rol-cheie în deciziile de stabilire a prețurilor în economie revine anticipațiilor privind inflația. Așteptările privind evoluția pe termen scurt a prețurilor au continuat să se majoreze în trimestrul IV 2021 la nivelul operatorilor economici din toate domeniile de activitate, în industrie și în construcții consemnând chiar maxime ale ultimilor 17 ani (Grafic 1.5). Rata anuală a inflației anticipată de analiștii bancari s-a re poziționat, de asemenea, pe un palier mai ridicat, rămânând semnificativ peste limita superioară a intervalului țintei în cazul orizontului de un an, în timp ce pentru orizontul de doi ani valoarea prognozată se plasează în jurul acestei limite. Poziționarea așteptărilor pe termen mai lung pe un palier vizibil mai scăzut, odată epuizate efectele șocului de pe piața energiei, reprezintă un semnal favorabil, care indică ancorarea așteptărilor în apropierea intervalului țintei.

Rata medie anuală a inflației IPC și-a continuat traiectoria ascendentă în ultimul trimestru al anului

<sup>6</sup> Vezi Caseta „Rigiditatea prețurilor în România: evidențe pe baza datelor microeconomice”, publicată în *Raportul asupra inflației*, ediția din mai 2021.

Comparativ cu valoarea prognozată în ediția din luna noiembrie a *Raportului asupra inflației*, rata anuală a inflației IPC la sfârșitul trimestrului IV 2021 a înregistrat un nivel efectiv superior cu 0,7 puncte procentuale, contribuția dominantă la eroarea de prognoză revenind componentei „energie”. La nivelul grupei combustibililor, diferența se datorează scumpirii pronunțate a lemnului de foc și transferării foarte scăzute în prețul final a reducerii cotei TVA din luna decembrie. Suplimentar, punerea în practică, începând din luna noiembrie 2021, a schemei de compensare și plafonare a prețurilor la energie electrică și gaze naturale pentru consumatorii casnici a avut un impact mai redus față de cel anticipat, informații mai detaliate referitoare la modul de aplicare sau la numărul de consumatori eligibili devenind disponibile doar ulterior realizării proiecției. La ecartul prognoză-efectiv a contribuit și inflația de bază CORE2 ajustat, în contextul scumpirii peste așteptări a unor alimente procesate, îndeosebi produse de morărit și panificație.

### Caseta 1. Resurgența inflației – fenomen global

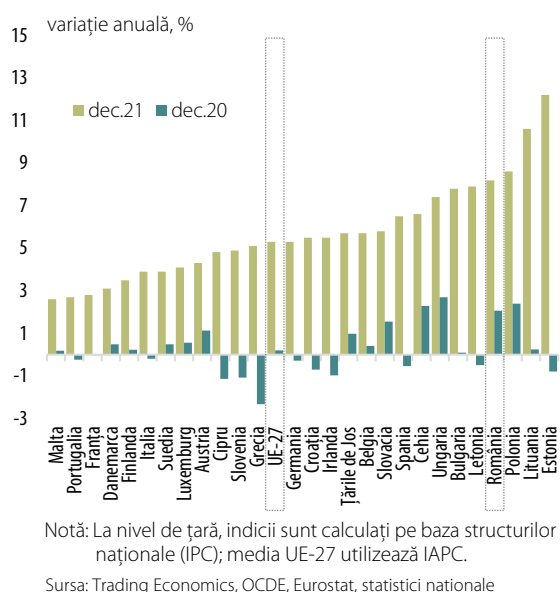
Evoluția inflației din România se înscrie în tendința pronunțat ascendentă a dinamicii prețurilor de consum evidențiată pe plan global în 2021. Creșteri semnificative

s-au consemnat, de pildă, în SUA, unde dinamica anuală din decembrie 2021 (7 la sută) s-a mărit cu 5,7 puncte procentuale față de nivelul de la finele anului 2020, precum și în zona euro, unde rata anuală a inflației IAPC a avansat puternic (5 la sută la finele anului trecut, de la -0,3 la sută în ultima lună a anului 2020). Accelerări chiar mai mari au avut loc în țări din regiune, anul 2021 încheindu-se cu valori ale inflației de 6,6 la sută în Cehia, 7,4 la sută în Ungaria și 8,6 la sută în Polonia, în creștere de la 2-3 la sută în aceeași perioadă a anului precedent; în Lituania și Estonia s-a ajuns chiar în teritoriul cu două cifre (Grafic A).

Cu toate că influențele au fost multiple (funcționarea cu sincope a lanțurilor de producție și aprovizionare, creșterea cotațiilor materiilor prime, mai ales agroalimentare, recuperarea pierderilor din perioadele cele mai afectate de restricțiile destinate gestionării pandemiei, într-un context

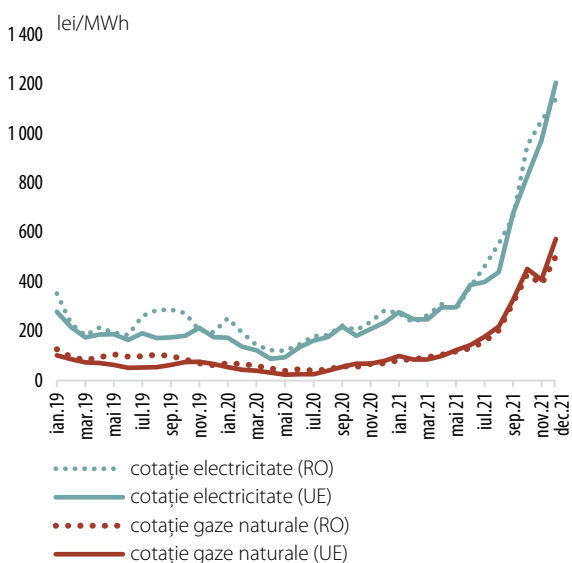
favorabil de cerere, susținut inclusiv de cererea reprimată), șocul de pe piața energiei se detașează ca principal factor explicativ. Dacă în prima parte a anului acesta a vizat cu precădere majorarea cotației țiteiului, în asociere cu redeschiderea economiilor, în cea de-a doua parte, determinantă – mai ales în Europa – a fost ascensiunea exponențială a prețurilor pentru energie electrică și gaze naturale. În spatele acestei evoluții se află majorarea cererii ca urmare a reluării graduale a activității, într-un context marcat de o serie de constrângeri pe partea ofertei (iarna lungă din sezonul precedent, depozitele limitate de gaze naturale, producția mai scăzută din surse regenerabile etc.) și de accelerarea procesului de tranziție către economia verde (în special pe plan european). Ilustrativ cu privire la rolul tendinței

Grafic A. Rata inflației în Europa



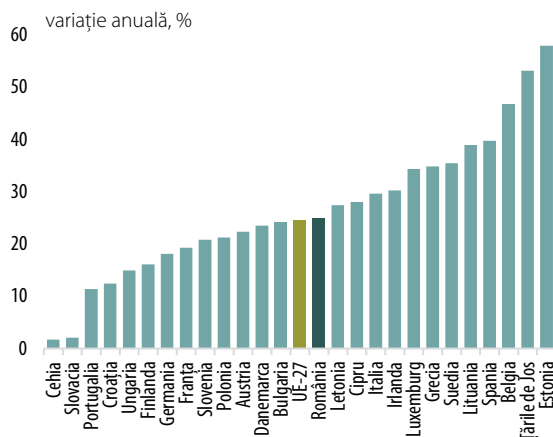
pronunțat ascendente a prețurilor produselor energetice în resurgența inflației este faptul că, în zona euro, circa jumătate din creșterea ratei anuale a inflației s-a datorat acestei componente. Având în vedere amploarea mișcărilor de preț pe acest segment, majoritatea statelor europene au recurs în această perioadă la diferite măsuri de protejare a consumatorilor, cu o durată limitată de implementare, menite să acopere în special perioada sezonului rece, când costul facturilor cu încălzirea este mai ridicat.

Grafic B. Cotațiile bunurilor energetice



Sursa: Bloomberg, OPCOM, BRM

Grafic C. Rata inflației pe segmentul energiei în Europa, decembrie 2021

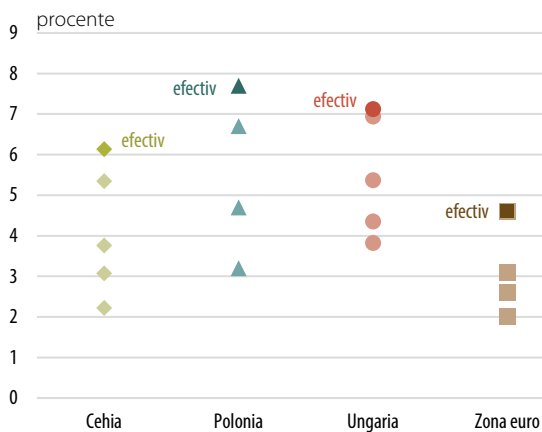


Notă: Grupa „energie” include electricitate, gaze naturale și lichefiate, energie termică, cărbuni, carburanți și alți combustibili solizi.

Sursa: Eurostat

În condițiile în care magnitudinea șocului a fost similară, piețele de energie din UE fiind puternic integrate (Grafic B), eterogenitatea evoluțiilor ratei anuale a

Grafic D. Revizuirea prognozelor privind rata anuală a inflației pentru T4 2021, pe parcursul anului 2021



Notă: Prognozele sunt exprimate ca rate anuale medii trimestriale.

Sursa: BCE, bănci centrale naționale

inflației pe segmentul energetic la nivel european (Grafic C) poate fi explicată de mai mulți factori, precum gradul și viteza de transmisie diferite ale evoluției prețurilor *en gros* în cele de consum, care depind de mecanismul de stabilire a prețurilor sau de compoziția acestora, ponderea componentei energetice în coșul de consum, dar și de caracterul administrat sau nu al prețurilor pentru electricitate și gaze naturale pentru consumatorii casnici. În plus, există diferențe între schemele de protejare a consumatorilor activate în majoritatea statelor: în unele, măsurile de sprijin au un impact direct asupra prețurilor de consum (de exemplu, prin reducerea taxelor), în timp ce în alte țări, iau forma transferurilor sociale (direcționate către gospodăriile vulnerabile, cu venituri mici) și, prin urmare, nu sunt luate în considerare în calculul IPC/IAPC (potrivit Eurostat).

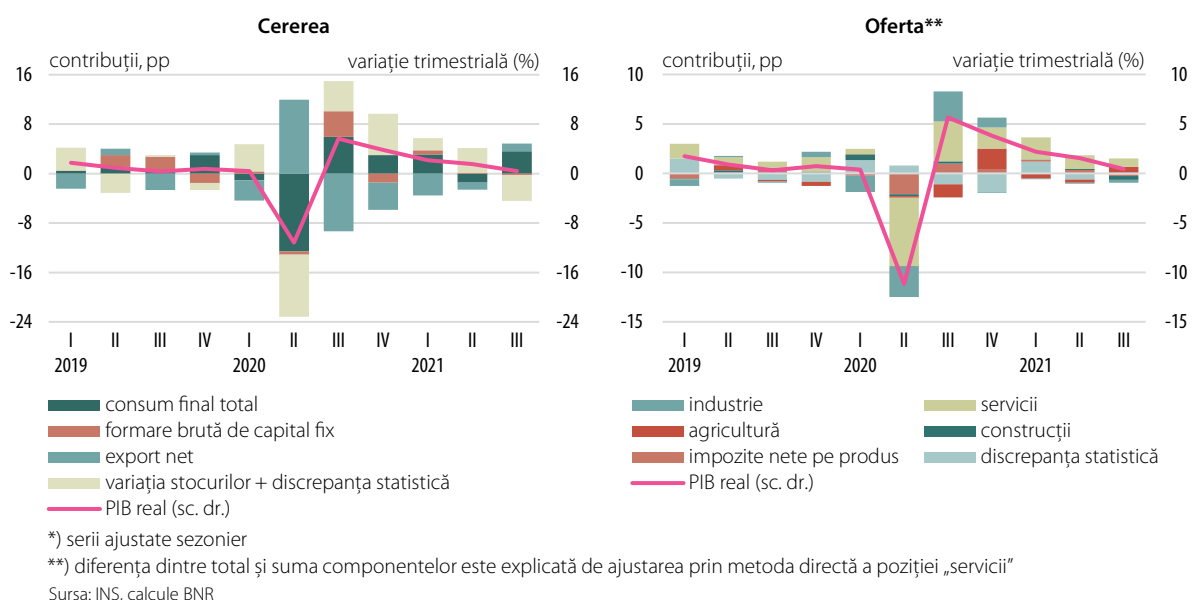
Deși la debutul crizei energetice, prevalau abordările care îi atribuiau un caracter temporar, succesiunea și magnitudinea creșterilor de preț înregistrate generează efecte asupra principalelor variabile macroeconomice cu o acțiune mai persistentă față de cea evaluată inițial. Astfel, dimensiunea și multitudinea șocurilor produse pe piețele de energie au reprezentat pe parcursul anului 2021 principala cauză a revizuirilor succesive ale prognozelor de inflație realizate de băncile centrale (Grafic D).

## 2. Evoluții ale activității economice

### 1. Cererea și oferta

Activitatea economică și-a temperat rata de creștere în trimestrul III 2021 (până la 0,4 la sută față de intervalul precedent), fiind puțin probabil ca această tendință să se inverseze în perioada imediat următoare, în contextul sincopelor în funcționarea lanțurilor internaționale de producție, al atenuării puterii de cumpărare a populației și al reacutizării situației sanitare către sfârșitul anului (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică\*

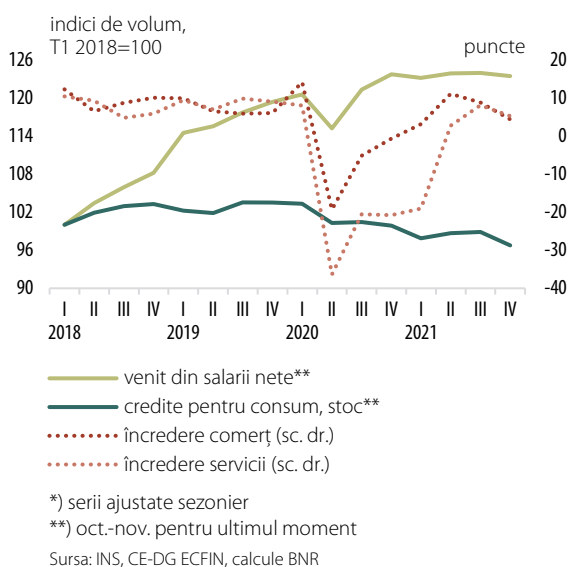


Consumul final al populației s-a majorat în trimestrul III (cu 3,7 la sută, variație trimestrială), evoluția fiind însă imprimată de componentele corelate cu traiectoria sectorului agricol (autoconsum și achiziții de pe piața țărănească), în contextul unei producții peste media multianuală (Grafic 2.2). În schimb, diminuarea puterii de cumpărare, sub influența creșterii alerte a prețurilor de consum, a antrenat o decelerare de ritm la nivelul achizițiilor de bunuri și servicii (până la 2,4 la sută în termeni trimestriali), dinamizarea serviciilor de piață prestate populației (până la 25,6 la sută), pe fondul relaxării restricțiilor în sezonul estival, fiind insuficientă pentru a compensa stagnarea activității comerciale. Evoluții negative au înregistrat vânzările de bunuri durabile, îndeosebi cele de autovehicule (-10,4 la sută, variație trimestrială), segment afectat de perturbările în lanțurile internaționale de producție, care au diminuat semnificativ nivelul ofertei (atât pe plan local, cât și extern) și au condus, totodată, la majorări ale prețurilor. La polul opus s-au plasat achizițiile de articole de îmbrăcăminte și încălțăminte, precum și cele de produse farmaceutice și cosmetice (8,6 la sută,

**Grafic 2.2. Achizițiile comerciale și sectorul agricol\***



**Grafic 2.3. Surse de finanțare a consumului și așteptările operatorilor\***



respectiv 5,8 la sută), în asociere cu creșterea mobilității populației și revigorarea activităților de petrecere a timpului liber.

Reluarea cu o viteză fără precedent a infectărilor cu noul coronavirus (care au culminat în luna octombrie) a accentuat tendința de moderare a cererii de consum în ultima parte a anului, într-un context marcat de erodarea în continuare a puterii de cumpărare a populației (Grafic 2.3). Traiectoria pare să caracterizeze îndeosebi achizițiile de bunuri (după cum sugerează reducerea cu 0,4 la sută a volumului cifrei de afaceri din comerț în intervalul octombrie-noiembrie comparativ cu media trimestrului III), în timp ce încasările din servicii este posibil să cunoască un anumit reviriment la final de an, odată cu relaxarea restricțiilor de mobilitate pe perioada sărbătorilor de iarnă. Începutul anului 2022 va consemna probabil o ușoară intensificare a cererii de consum, ca efect al măsurilor de majorare a salariului minim, a punctului de pensie și a altor venituri sociale, categoriile de populație vizate având o înclinație mai mare spre consum.

Execuția bugetului general consolidat din trimestrul III 2021 s-a finalizat cu un deficit de 10,5 miliarde lei (0,9 la sută din PIB), reprezentând mai puțin de jumătate din valoarea celui înregistrat în perioada similară a anului precedent (22,1 miliarde lei, echivalent cu 2,1 la sută din PIB). Totodată, scăderea consemnată de acesta în raport cu trimestrul II a fost ușor mai pronunțată decât cea evidențiată în 2020<sup>7</sup>. Aceasta a decurs prioritar din comprimarea cheltuielilor bugetare totale<sup>8</sup>, predominant pe seama componentei curente (mai ales a cheltuielilor cu dobânzile<sup>9</sup>, de personal, cu asistența socială<sup>10</sup> și a altor cheltuieli<sup>11</sup>), dar o influență a venit și din partea

<sup>7</sup> Chiar și în condițiile nivelului relativ mai redus al deficitului bugetar din trimestrul II 2021 (19,2 miliarde lei, echivalent cu 1,6 la sută din PIB), față de cel din aceeași perioadă din anul anterior (27,1 miliarde lei, respectiv 2,6 la sută din PIB), afectat semnificativ de impactul declanșării crizei pandemice și al măsurilor asociate.

<sup>8</sup> În același timp, dinamica anuală reală a acestora a coborât în teritoriul negativ (la -4,4 la sută, de la 4,7 la sută în trimestrul anterior, inclusiv pe fondul majorării ratei anuale a inflației) pentru prima dată după trimestrul IV 2016; evoluția a reflectat predominant impactul comprimării cheltuielilor curente, la care s-a adăugat și cel al scăderii componentei de capital.

<sup>9</sup> Ritmul anual de creștere reală a acestora a redevenit însă pozitiv.

<sup>10</sup> Atât cheltuielile de personal, cât și cele cu asistența socială au continuat să înregistreze scăderi în termeni reali față de aceeași perioadă a anului trecut.

<sup>11</sup> Cheltuielile cu proiectele cu finanțare din fonduri externe nerambursabile au scăzut și ele (prezervându-și totuși o dinamică anuală reală pozitivă), impactul asupra soldului bugetar fiind însă minor datorită unei evoluții similare la nivelul sumelor primite de la UE; acestea s-au redus însă și în termeni anuali, în principal datorită unui efect de bază asociat decontării din fonduri externe nerambursabile în trimestrul III 2020 a unor sume aferente indemnizațiilor acordate pe perioada suspendării temporare a contractului individual de muncă din inițiativa angajatorului.



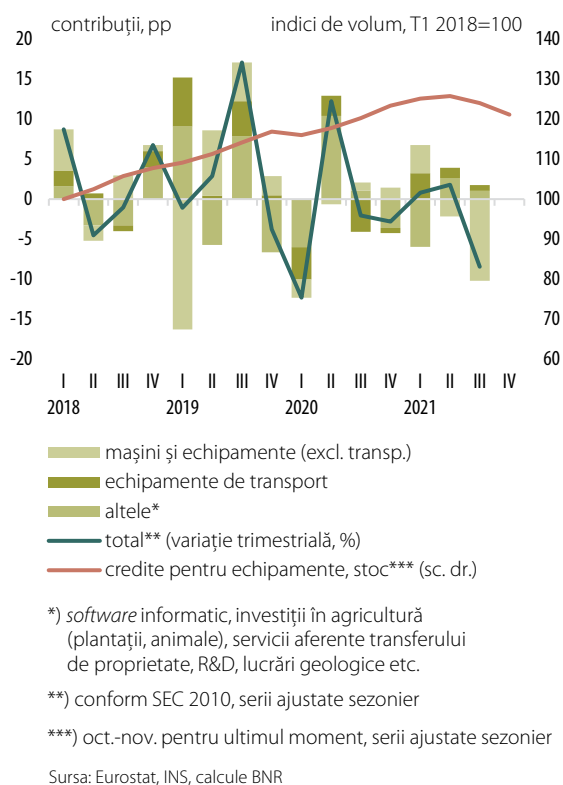
veniturilor bugetare totale, care au continuat să crească<sup>12</sup>, cu aportul major al veniturilor fiscale, îndeosebi al celor din TVA, impozit pe profit și accize.

În ultimul trimestru din 2021, deficitul bugetar a crescut substanțial, la 35,7 miliarde lei (echivalent cu 3,0 la sută din PIB)<sup>13</sup>, sub impactul majorării cheltuielilor bugetare totale.

Astfel, pe ansamblul anului 2021, execuția bugetară s-a soldat cu un deficit de 80,0 miliarde lei, echivalentul a 6,7 la sută din PIB, în scădere față de nivelul de 101,8 miliarde lei, respectiv 9,6 la sută din PIB, înregistrat în anul anterior.

Persistența contextului internațional dificil, marcat de problemele de ofertă pe care redresarea în forță a cererii le-a provocat pe parcursul anului 2021, s-a răsfânt și mai puternic în trimestrul III asupra activității companiilor locale și a sentimentului

Grafic 2.4. Investiții exclusiv construcții



economic, cu efect de erodare în planul acumulărilor de capital. Astfel, formarea brută de capital fix a coborât cu 0,7 la sută sub nivelul din trimestrul anterior, iar parcursul modest se va menține probabil până la finele anului. Pe termen mai lung este posibilă o redresare, decisivă în acest sens fiind capacitatea economiei locale de a valorifica oportunitatea asociată instrumentului de finanțare NGEU (în special prin îndeplinirea obiectivelor asumate în cadrul celor șase piloni ai PNRR), care se adaugă resurselor prevăzute la nivel comunitar în cadrul exercițiilor bugetare multianuale (inclusiv al celui încheiat în 2020, din ale cărui alocări, disponibile încă trei ani ulterior acestui moment, România mai avea de absorbit peste 40 la sută la începutul anului 2022).

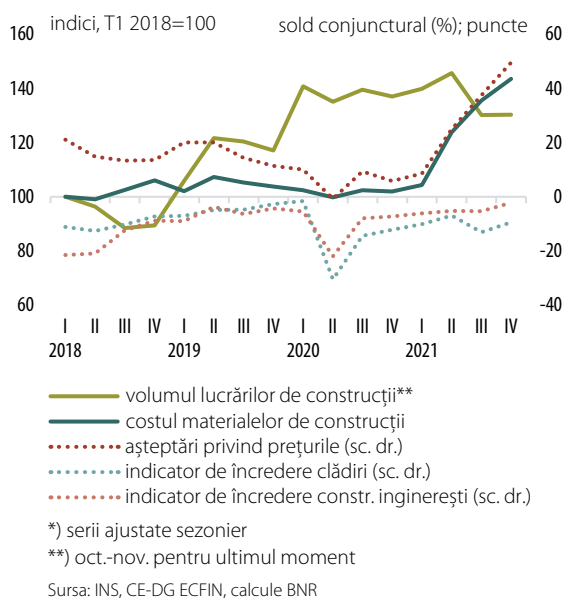
Achizițiile de echipamente au rămas sub nivelul anterior izbucnirii crizei pandemice, în condițiile în care sincopel în aprovizionarea cu inputuri, creșterea globală a cotațiilor materiilor prime și a cheltuielilor de transport au continuat să afecteze rezultatele companiilor, perturbând planurile de investiții (Grafic 2.4). Intențiile rezervate privind proiectele de rețehnologizare și de creștere a

capacităților de producție sunt sugerate de traiectoria descrescătoare pe care s-a înscris în luna august 2021 portofoliul de comenzi adresate de clienții autohtoni companiilor producătoare de bunuri de capital și de prelungirea acesteia în

<sup>12</sup> În termeni anuali, creșterea reală a acestora a decelerat însă la 9,3 la sută (de la 18,1 la sută în trimestrul II), evoluția reflectând predominant deteriorarea dinamicii sumelor primite de la UE și a celei a veniturilor nefiscale; avansul veniturilor fiscale a încetinit și el, însă doar foarte ușor, în condițiile în care impactul diminuării ritmurilor de creștere a veniturilor din TVA (care s-a menținut totuși semnificativ superior celui al veniturilor bugetare totale) și din accize a fost parțial compensat de majorarea substanțială a dinamicii încasărilor din impozitul pe profit.

<sup>13</sup> Nivel comparabil cu cel consemnat în același trimestru din anul anterior (34,5 miliarde lei, respectiv 3,3 la sută din PIB).

Grafic 2.5. Construcții\*



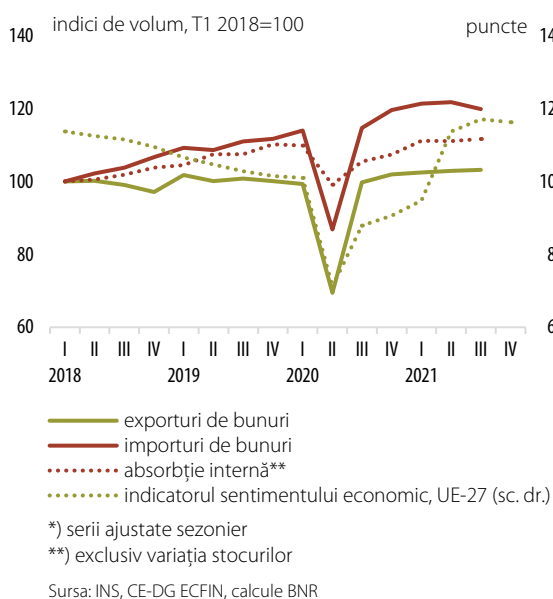
trimestrul IV (potrivit Sondajului CE-DG ECFIN). În același timp, menținerea la niveluri înalte a prețurilor globale constituie un impediment în revigorarea importurilor de bunuri de acest tip.

Problemele de aprovizionare au afectat și sectorul construcțiilor, adăugându-se constrângerii asociate deficitului de personal calificat (Grafic 2.5). Astfel, insuficiența stocurilor de materiale și scumpirea inputurilor necesare fabricării acestora (mai ales a costurilor cu energia) au condus la majorarea diferențelor dintre prețurile efective și cele precontractate, întâzieri în execuția lucrărilor și amânarea demarării de proiecte noi. Acest context s-a reflectat asupra activității din trimestrul III (restrângere cu 10,6 la sută față de intervalul precedent), iar pe termen scurt este puțin probabil ca volumul lucrărilor să cunoască o dinamizare, date fiind semnalele divergente la nivelul principalelor subsectoare. Astfel, pe segmentul rezidențial, cererea robustă favorizează amplificarea mecanismului de transmitere în prețuri la majorarea costurilor de producție. Această conjunctură, care se manifestă concomitent cu scăderea puterii de cumpărare a populației pe fondul creșterii generalizate a prețurilor de consum (îndeosebi a facturilor la utilități), este posibil să împiedice materializarea integrală a proiectelor autorizate pe parcursul anului 2021. În schimb, la nivelul lucrărilor ingineresti, este plauzibilă o ameliorare a situației, în condițiile în care pentru proiectele în execuție finanțate integral sau parțial din surse publice se poate solicita, începând din luna septembrie, o ajustare a valorii contractelor în conformitate cu variația prețurilor la materiale<sup>14</sup>.

Funcționarea cu dificultate a lanțurilor internaționale de producție s-a repercutat și asupra schimburilor

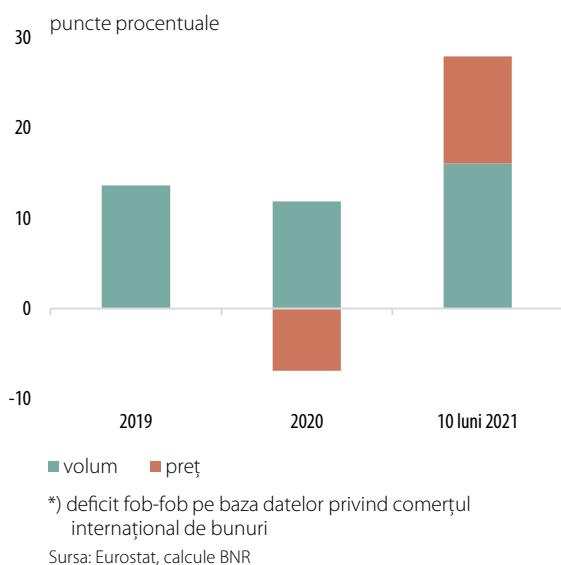
comerciale externe, care și-au prelungit evoluția trenantă și în trimestrul III. Lunile următoare nu vor consemna probabil modificări notabile, propagarea multilaterală (și în particular asupra industriei germane) a efectului încetirii activității economice în China, precum și reactivizarea situației epidemiologice globale la finalul anului 2021 temperând așteptările privind redresarea sustenabilă a economiilor în viitorul apropiat (Grafic 2.6).

Grafic 2.6. Comerț exterior\*

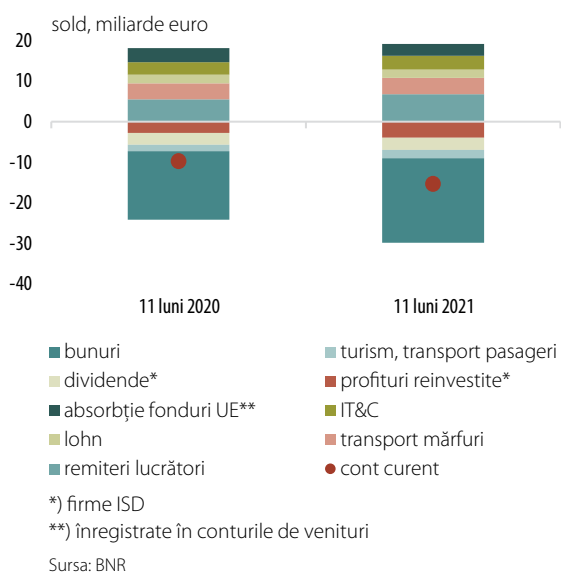


<sup>14</sup> Potrivit Ordonanței Guvernului nr. 15/31 august 2021 privind reglementarea unor măsuri fiscal-bugetare, aprobată prin Legea nr. 281/2 decembrie 2021.

**Grafic 2.7. Contribuții la adâncirea deficitului comercial\***



**Grafic 2.8. Contul curent și principalele componente**



Exporturile și-au păstrat evoluția modestă în trimestrul III, pe fondul menținerii parcursului negativ al industriei locale, îndeosebi al ramurilor afectate de criza semiconductorilor. Astfel, cifra de afaceri reală obținută de sectorul prelucrător pe piața externă s-a restrâns cu aproape 9 la sută în termeni trimestriali (livrările industriei auto și ale industriei de echipamente electrice ajustându-se cu 13,5 la sută și respectiv 10,3 la sută). Pe ansamblu, volumul exporturilor de bunuri a consemnat însă o ușoară creștere față de trimestrul II (cu 0,3 la sută, potrivit seriei de conturi naționale), pe seama livrărilor de materii prime agricole. Importurile au continuat să-și atenueze dinamica (înregistrând chiar o reducere de volum în trimestrul III, cu 1,6 la sută), rezultat care a condus la intrarea în teritoriul pozitiv a contribuției cererii externe nete la dinamica PIB. Cu toate acestea, la nivelul anului 2021, parcursul balanței comerciale rămâne preocupant – similar anilor anteriori, sub presiunea exercitată de absorbția internă (în special de cererea de consum), ritmul de creștere a volumului importurilor de bunuri a fost mai alert față de cel al exporturilor (11,4 la sută, față de 9,8 la sută pe primele 10 luni din 2021, variații anuale<sup>15</sup>). În plus, dezechilibrul generat de această evoluție a fost însoțit de inversarea raportului de schimb – de la un nivel supraunitar în anul 2020 (101,6 la sută) la unul nefavorabil în intervalul ianuarie-octombrie (99,3 la sută), Grafic 2.7. În consecință, balanța bunurilor a reprezentat și în anul 2021 principalul canal de înrăutățire a soldului contului curent, atribuindu-i-se două treimi din deteriorarea de 57 la sută înregistrată de acesta din urmă în perioada ianuarie-noiembrie (Grafic 2.8).

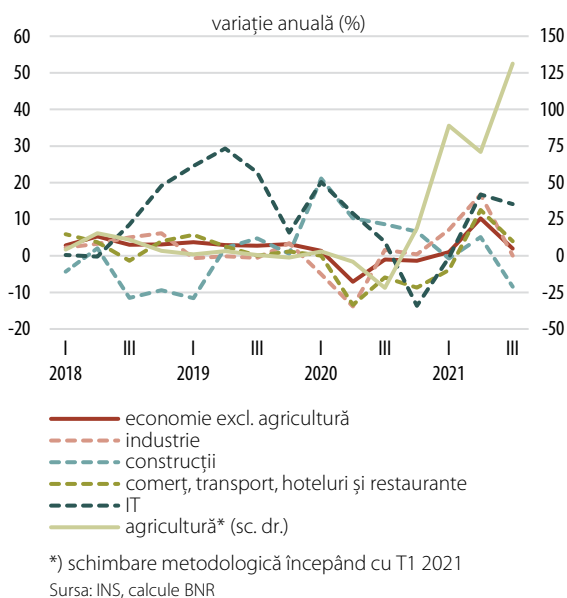
### Productivitatea muncii

Productivitatea muncii a consemnat un avans de 2 la sută în termeni anuali în trimestrul III, excluzând sectorul agricol, ajustarea fiind necesară pentru

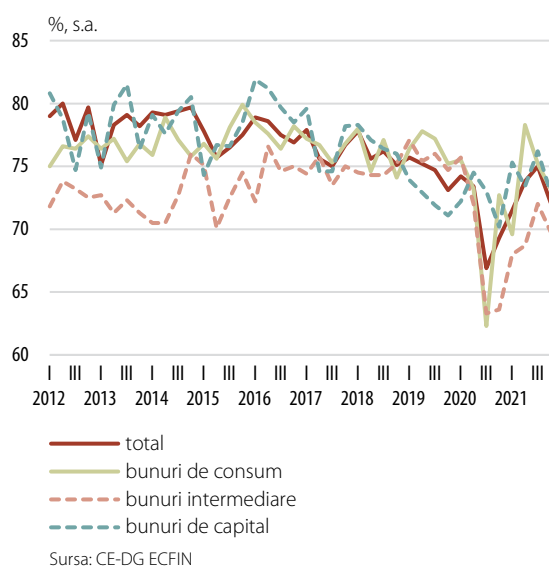
a evita distorsiunile induse de modificările intervenite în definiția populației active, respectiv a celei ocupate, operate la începutul anului. Contribuții pozitive revin în continuare: (i) segmentului IT, afectat doar în mică măsură de restricțiile impuse pentru limitarea răspândirii pandemiei și beneficiar al noului context socio-economic care a generat o cerere robustă pentru digitalizarea activităților, precum și (ii) segmentului comercial (în atenuare totuși, pe fondul temperării consumului), ca urmare a investițiilor realizate pentru eficientizarea lanțurilor de aprovizionare și distribuție (Grafic 2.9).

<sup>15</sup> Conform clasificării comerțului internațional pe mari categorii de bunuri (Sursa: Eurostat).

Grafic 2.9. Productivitatea muncii în economie



Grafic 2.10. Gradul de utilizare a capacităților de producție în industria prelucrătoare



Segmentul industrial a continuat să se afle sub semnul penuriei de materii prime și materiale care afectează activitatea acestui sector la nivel global. Astfel, comenzile externe adresate sectorului manufacturier au cunoscut în trimestrul III un declin în termeni anuali pentru prima dată de la declanșarea pandemiei, tendință care s-a perpetuat și în primele două luni ale trimestrului IV, atrăgând după sine reduceri relativ consistente ale gradului de utilizare a capacităților de producție în rândul tuturor marilor grupe industriale (Grafic 2.10). Conform celui mai recent Sondaj DG ECFIN, ponderea operatorilor din industria prelucrătoare autohtonă care declară că activitatea le este grevată de lipsa echipamentelor și a materiilor prime este de circa 11 la sută, nivel ce nu a mai fost atins din perioada premergătoare aderării la Piața Unică Europeană.

Dintre ramurile manufacturiere, industria auto continuă să fie cea mai afectată, trimestrul III aducând noi suspendări temporare ale producției sau reduceri ale numărului de ture în fabricile locale de automobile și afectând la rândul său unele activități conexe. Deși există semnale cu privire la redresarea acestor segmente în ultimele două luni ale anului 2021, sincopile și volatilitatea în lanțurile de producție descurajează activitatea investițională, aceasta fiind relativ redusă ca intensitate și foarte concentrată în câteva ramuri industriale (fabricarea materialelor de construcții, fabricarea mobilei, industria alimentară). În acest sens, procentul scăzut de companii care au investit în 2021 în creșterea gradului de inovare<sup>16</sup>, temperarea observată în planul investițiilor în IT&C din economie (contracție la nivelul primelor trei trimestre), precum și cele mai rezervate planuri de investiții pentru 2022 ale companiilor din Uniunea Europeană<sup>17</sup> riscă să deterioreze potențialul de creștere a productivității în economie pe termen mediu.

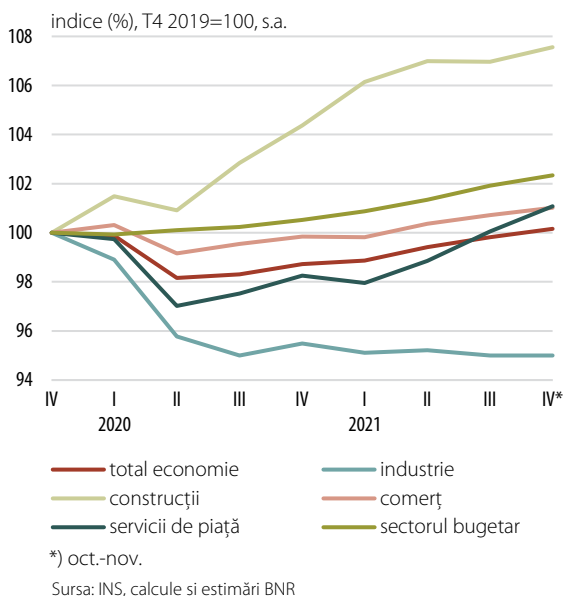
### Evoluții pe piața muncii

Condițiile de pe piața muncii s-au menținut favorabile în perioada octombrie-noiembrie 2021, efectivul angajaților din economie atingând un maxim istoric în luna noiembrie, însă evoluțiile în structură rămân în continuare deosebit de eterogene (restrângere în industrie, transporturi, respectiv creșteri susținute în IT și

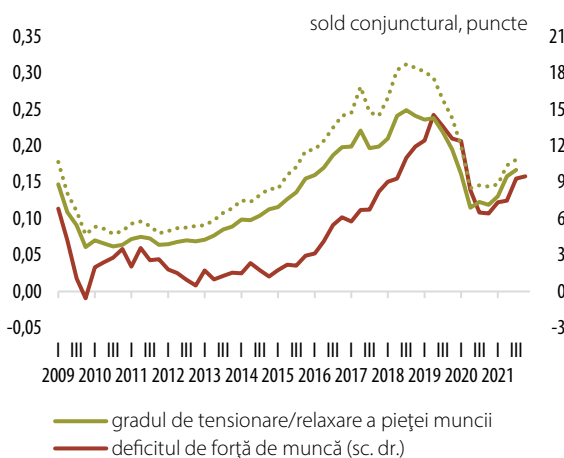
<sup>16</sup> Conform Sondajului BNR privind accesul la finanțare al companiilor nefinanciare din România.

<sup>17</sup> Conform Sondajului DG ECFIN.

**Grafic 2.11. Efectivul salariaților din economie**



**Grafic 2.12. Gradul de tensionare/relaxare a pieței muncii**



servicii medicale). Tendința va continua probabil în perioada următoare, Sondajul DG ECFIN indicând o îmbunătățire a așteptărilor cu privire la extinderea schemelor de personal. În același timp, este previzibilă o accelerare a dinamicii salariale la începutul anului 2022, sub impactul majorării salariului minim pe economie, dar și al înrăutățirii anticipațiilor inflaționiste, dat fiind rolul jucat de acestea în procesul de renegociere a contractelor la început de an.

În intervalul octombrie-noiembrie 2021, dinamica anuală a efectivului salariaților din economie și-a păstrat nivelul din trimestrul III (1,5 la sută), iar numărul angajaților a atins un maxim istoric, potrivit seriei disponibile. În structură, evoluțiile au rămas mixte: industria a continuat să evolueze modest, numărul de angajați stabilizându-se pe un palier inferior celui de dinaintea izbucnirii crizei sanitare – doar câteva ramuri au scheme de personal vizibil superioare acestui nivel (industria echipamentelor electrice, a materialelor nemetalice și cea farmaceutică), în timp ce în sectorul auto, cel energetic și în industria ușoară companiile au continuat să disponibilizeze forță de muncă. O creștere alertă a angajărilor s-a menținut în domeniile favorizate de contextul pandemic, precum sănătate, IT și poștă și curierat, în timp ce în construcții ritmul de recrutare încetinește; de remarcat că în acest ultim sector numărul de angajați a continuat să se majoreze, atingând un maxim istoric în perioada analizată, în contrast cu restrângerea volumului lucrărilor începând cu trimestrul III 2021 (Grafic 2.11).

Rata șomajului ANOFM s-a diminuat cu 0,2 puncte procentuale față de trimestrul III, până la 2,7 la sută, valoarea reprezentând minimul absolut al seriei de date<sup>18</sup>. În ceea ce privește rata șomajului BIM, aceasta a coborât la 5,2 la sută în intervalul octombrie-noiembrie (-0,1 puncte procentuale față de trimestrele II și III 2021), dar rămâne superioară pragurilor minime de circa 4,8 la sută observate în cursul anului 2019. Cel din urmă

indicator a suferit recent o revizuire importantă, seria istorică fiind recalculată de INS pentru a încorpora modificările metodologice introduse la începutul anului 2021<sup>19</sup>.

<sup>18</sup> Perioada 2000-2021.

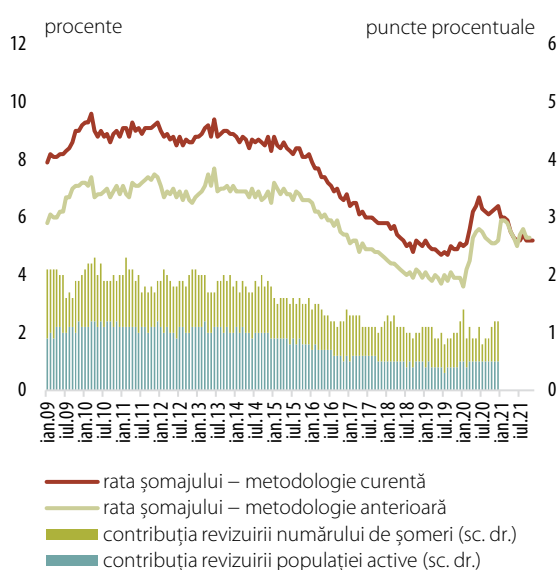
<sup>19</sup> Potrivit Comunicatului INS publicat în data de 10 ianuarie 2022.

Revizuirea s-a concretizat în majorarea considerabilă a indicatorului în perioada 2009-2020, comparativ cu seria rezultată din aplicarea metodologiei anterioare.

Evoluția favorabilă a ratei șomajului din ultimele luni ale anului 2021, alături de majorarea ratei locurilor de muncă vacante, indică o nouă creștere a indicatorului care estimează gradul de tensionare/relaxare a pieței muncii. În același timp, revizuirea puternic ascendentă a ratei șomajului în perioada 2009-2020 plasează nivelul actual al indicatorului mai aproape de valorile preciză<sup>20</sup> (Grafic 2.12).

### Efectele schimbării metodologice asupra traiectoriei ratei șomajului BIM

Grafic A. Revizuirea ratei șomajului BIM



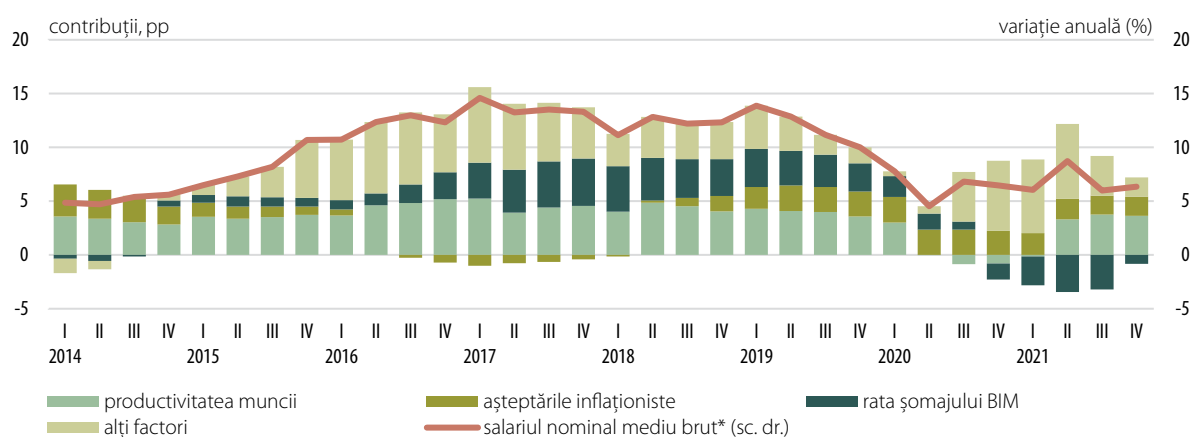
Sursa: INS, calcule BNR

Începând cu anul 2021, în metodologia *Anchetei forței de muncă în gospodăria (AMIGO)* au fost operate modificări care să asigure compatibilitatea cu cele mai recente reglementări europene, destinate armonizării seriilor de date între statele membre. În cazul României, schimbarea a vizat tratamentul statistic al persoanelor care lucrează în gospodăria agricolă proprie pentru a produce bunuri destinate exclusiv sau majoritar autoconsumului, numărul acestora fiind estimat a se plasa între 1,4 milioane în anul 2009 și circa 800 000 în 2021. Dintre acestea, cea mai mare parte au fost încadrate ca persoane inactice (în medie, circa 95 la sută), restul populației din această categorie fiind inclusă în șomaj. Redistribuirea a afectat atât numărătorul, cât și numitorul ratei șomajului, astfel încât contribuțiile (în puncte procentuale) la ajustarea ascendentă a indicatorului BIM față de seria calculată potrivit metodologiei anterioare au fost relativ similare; ecartul dintre cele două serii se reduce gradual pe parcursul intervalului afectat de revizuire, de la aproximativ 2 puncte procentuale la începutul anului 2009 la circa 1 punct procentual în anul 2020 (Grafic A).

Pentru începutul anului 2022, semnalele privind angajările au rămas favorabile, după cum relevă cel mai recent sondaj realizat de DG ECFIN. Indicatorul compozit privind numărul de angajați a consemnat o creștere până la 107,5 puncte, în medie, în trimestrul IV (+1,2 puncte față de media trimestrului anterior). În plan sectorial, rezultatele sugerează intenții solide de angajare pentru trimestrul I 2022 din partea companiilor din comerț, extinderi relativ moderate ale schemelor de personal în servicii și chiar în construcții, în timp ce în industrie soldul conjunctural indică o (cvasi) stabilitate a numărului de angajați.

<sup>20</sup> Comparativ cu estimările realizate de BNR pe parcursul anului 2021, când seria istorică revizuită nu era disponibilă.

Grafic 2.13. Contribuția factorilor determinanți la dinamica salariului mediu brut pe economie



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

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

$$\Delta \text{salariu mediu brut}_t = \beta_1 \Delta \text{salariu mediu brut}_{t-1} + \beta_2 \Delta \text{productivitatea muncii}_t + \beta_3 \Delta \text{IPC}_{t-3} + \beta_4 \Delta \text{rata șomajului BIM}_{t-2} + \text{alți factori}$$

Seriile de date sunt ajustate sezonier. Productivitatea muncii a fost corectată cu impactul modificării metodologice operate la începutul anului 2021 la nivelul ocupării forței de muncă.

Sursa: INS, Eurostat, estimări și prognoze BNR

Rata anuală de creștere a câștigului salarial mediu brut pe economie a consemnat în intervalul octombrie-noiembrie 2021 o accelerare marginală, la 6,4 la sută (+0,4 puncte procentuale față de trimestrul III). În sectorul privat, dinamica salarială s-a temperat până la 7,8 la sută (-0,7 puncte procentuale), posibil în corelație cu apelul firmelor, într-o proporție mai ridicată, la schemele de muncă cu program redus<sup>21</sup>. Pe segmentul bugetar s-a remarcat o ușoară intensificare de ritm, până la 2,1 la sută (de la -0,7 la sută în trimestrul III), pe fondul disipării efectului de bază asociat eliminării voucherelor de vacanță în anul 2021; un efect exercită probabil și reluarea stimulentei acordate personalului medical implicat în tratarea pacienților infectați cu virusul SARS-CoV-2 și/sau în procesul de vaccinare a populației, în contextul manifestării valului IV de infectări. Este previzibil ca începutul anului 2022 să marcheze o accelerare a dinamicii salariale, având în vedere majorarea salariului minim pe economie cu aproape 11 la sută și efectele anticipate din partea deteriorării anticipațiilor inflaționiste, odată cu renegocierea salariale care au loc, de regulă, la început de an (Grafic 2.13). În schimb, este de așteptat ca influențele provenite din partea sectorului bugetar (atât cele directe, cât și cele de demonstrație) să fie relativ restrânse, în condițiile în care se menține plafonarea salariilor, cu excepția unor majorări moderate anunțate pentru angajații din învățământ și pentru o parte a personalului din sistemul sanitar (vizați fiind cei de la baza piramidei salariale).

<sup>21</sup> Relevantă în acest sens este trecerea în șomaj tehnic a majorității angajaților din industria auto pe parcursul mai multor zile în perioada septembrie-octombrie, activitatea principalilor producători fiind puternic perturbată de sincopile manifestate în lanțurile de aprovizionare. Totodată, potrivit datelor furnizate de Inspekția Muncii, se remarcă o dublare a numărului de angajați acoperiți de schema de lucru cu program de muncă redus în intervalul septembrie-noiembrie, până la circa 50 000 de persoane, față de lunile iulie-august.



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

În a doua jumătate a anului 2021, cotațiile internaționale ale principalelor materii prime s-au menținut la niveluri deosebit de înalte, creșterea exponențială a prețurilor bunurilor energetice contribuind decisiv la accelerarea dinamicii prețurilor de import și a celor de producție pentru piața internă. Persistența presiunilor se remarcă și pe filiera materiilor prime agricole, în contextul cererii relativ favorabile și al problemelor de ofertă manifestate pe unele segmente. Pe termen scurt nu este previzibilă o ameliorare a situației, fiind anticipată o majorare a costurilor salariale unitare, care se adaugă costurilor deja ridicate cu utilitățile, transportul și materiile prime.

### 2.1. Prețurile de import

Prețurile materiilor prime energetice au consemnat o nouă ascensiune, indicele calculat de Banca Mondială avansând cu 106 la sută în termeni anuali în ultimul trimestru al anului 2021. Gazele naturale și cărbunii și-au menținut contribuția dominantă la această evoluție, în Europa în mod special, unde menținerea sau chiar intensificarea presiunilor din partea factorilor de influență<sup>22</sup>, pe măsură ce sezonul de iarnă a înaintat, s-a reflectat în evoluția fulminantă a cotațiilor gazelor naturale, cu creșteri anuale care au depășit chiar 500 la sută. De asemenea, o dinamică anuală ridicată a înregistrat și cotația Brent (78,7 la sută), ascensiunea prețului la peste 82 USD/baril în perioada octombrie-noiembrie 2021 fiind susținută de menținerea relativ redusă a cotelor de producție de către OPEC+. Incertitudinea cu privire la impactul variantei Omicron a coronavirusului asupra activității economice la nivel mondial a determinat o corecție semnificativă la finele lunii noiembrie (scădere episodică sub 70 USD/baril); ulterior însă, odată cu revenirea optimismului piețelor, cererea a fost reevaluată ascendent, nivelul prețului revenind la 75 USD/baril în decembrie.

Mișcări ample au avut loc și în cazul cotațiilor metalelor de bază industriale (exclusiv minereu de fier), indicele compozit al Băncii Mondiale crescând cu 38 la sută în termeni anuali în trimestrul IV al anului 2021. Traectoria cotației aluminiului pare să se fi stabilizat în ultima parte a intervalului (după maximul ultimilor 13 ani atins în octombrie), odată cu apariția unor indicii de relaxare a restricțiilor în domeniul energetic din China, stocurile reduse continuând să acționeze însă în sens opus. Alte metale, precum staniu sau zinc, folosite cu precădere în industria electronică, își păstrează traectoria ascendentă.

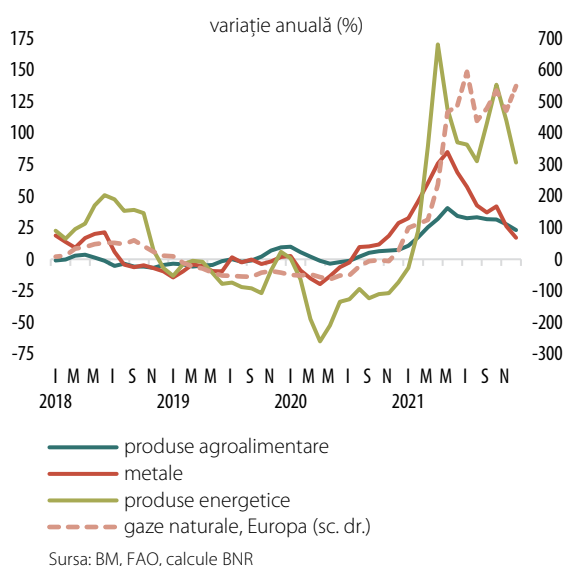
La niveluri înalte se menține și indicele FAO (27,3 la sută în termeni anuali în intervalul octombrie-decembrie 2021), chiar dacă traectoria se atenuază ușor comparativ cu perioada anterioară (Grafic 2.14). Prețul cerealelor a atins în noiembrie 2021 cel mai ridicat nivel din mai 2011, ca urmare a cererii puternice și a deficitului de ofertă

<sup>22</sup> Surplus de cerere, nivel scăzut al depozitelor de gaze, dificultăți în refacerea acestora, în contextul tensiunilor geopolitice, redeschiderea termocentralelor pe bază de cărbune, ca urmare a prețurilor prohibitive ale gazelor naturale.



în rândul marilor exportatori (în special de grâu de calitate superioară); ulterior, în condițiile îmbunătățirii perspectivelor ofertei (estimări optimiste privind producția din Australia, Argentina și Rusia) și ale temperării cererii (ca urmare a restricțiilor

**Grafic 2.14. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime**



introduse în contextul apariției și extinderii alerte a noii tulpini COVID-19), cotațiile de pe această piață s-au înscris pe o traiectorie ușor descendentă. În cazul cărnii, tendința descrescătoare a prețurilor a caracterizat întregul interval analizat, în corelație cu restrângerea cererii din partea Chinei pentru carnea de porc europeană, respectiv cu creșteri ale ofertei din partea Australiei pentru carnea de ovine. În cazul plantelor oleaginoase și al zahărului, după ascensiunea din luna noiembrie, determinată de preocupările privind efectele negative ale evoluțiilor meteorologice asupra producției și de creșterea prețurilor pentru combustibili ecologici din Brazilia, cotațiile au înregistrat o oarecare temperare, pe fondul îngrijorărilor provocate de apariția Omicron.

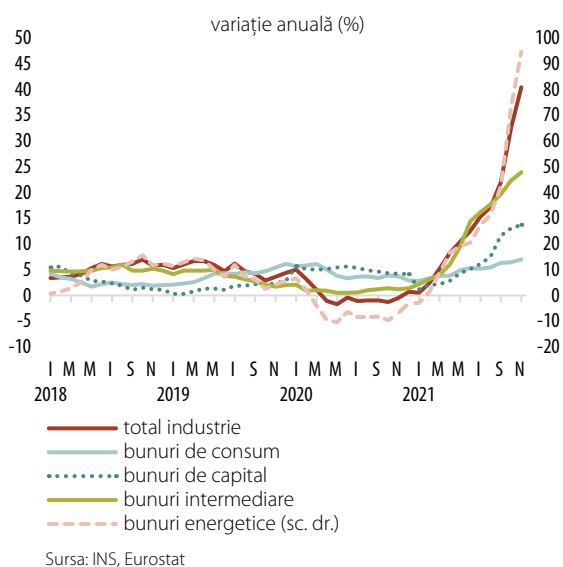
În trimestrul III 2021, prețurile de import au continuat să aibă un aport nefavorabil la evoluția prețurilor interne, determinat atât de mișcările componente externe, cât și de poziția cursului de

schimb față de dolarul SUA. Indicele valorii unitare a importurilor s-a majorat sensibil, până la 112,1 la sută (de la 107,2 la sută în trimestrul anterior). Similar perioadei anterioare, presiunile au fost mai accentuate pe segmentul bunurilor energetice și al celor cu destinație industrială, contribuții importante (cuprinse între 10 puncte procentuale și 20 puncte procentuale) revenind produselor minerale, metalelor comune și produselor din lemn. Totodată, a continuat mișcarea ascendentă a prețurilor externe pentru produsele alimentare, majorări ale IVU fiind localizate mai ales pe segmentul produselor vegetale și – într-o proporție mai moderată – pe cel al cărnii și grăsimilor animale.

## 2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

În perioada octombrie-noiembrie 2021, rata anuală de creștere a prețurilor producției industriale pentru piața internă și-a accentuat traiectoria ascendentă și a atins nivelul maxim al seriei de date disponibile, respectiv 36,4 la sută (+18,3 puncte procentuale față de trimestrul III 2021). Similar perioadei anterioare, tendința pronunțat crescătoare a cotațiilor bunurilor energetice constituie principalul factor explicativ; în același sens au acționat scumpirea unor materii prime, sincopile în lanțurile de aprovizionare, costurile ridicate de transport (Grafic 2.15). În perioada următoare, presiunile rămân accentuate – mai ales din partea costurilor cu energia, tot mai mulți producători semnalând transferarea acestora în preț. Evoluția este confirmată și de Sondajul INS/DG ECFIN din decembrie 2021, soldul conjunctural asociat traiectoriei viitoare a prețurilor de producție plasându-se în continuare în jurul celor mai ridicate valori din ultimii 19 ani.

Grafic 2.15. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Contribuția dominantă la accelerarea dinamicii anuale a prețurilor producției industriale revine grupei bunurilor energetice, care consemnează un avans fulminant (+50,4 puncte procentuale față de trimestrul III, până la 83,9 la sută), generat de evoluțiile înregistrate pe piața gazelor naturale și a energiei electrice. În intervalul octombrie-noiembrie 2021, cotațiile de pe piețele *en gros* ale celor două mărfuri au fost de 7 ori, respectiv 5 ori, mai mari comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, în linie cu tendința de pe piețele externe. În cazul gazelor naturale, la factorii externi menționați în secțiunea precedentă se adaugă declinul natural al producției câmpurilor gazifere din România și nivelul scăzut al depozitelor interne (care deși s-au majorat în ultimele luni continuă să fie inferioare celor din perioada similară a anului anterior). Traectoria abruptă a cotațiilor energiei electrice s-a produs pe fondul dezechilibrului

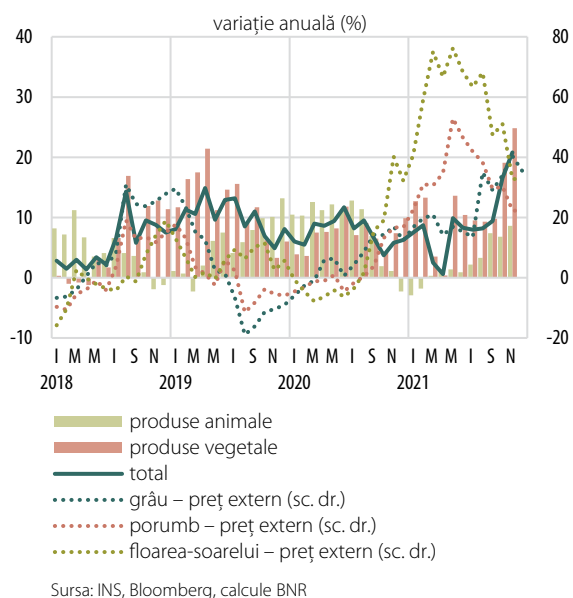
acut dintre cerere și ofertă (generat în bună măsură de diminuarea producției de electricitate din surse regenerabile<sup>23</sup>), precum și al creșterii ample a costurilor de producție pentru centralele pe bază de combustibili fosili – prețuri extrem de ridicate ale gazelor naturale, care au determinat în ultima parte a intervalului redeschiderea termocentralelor pe bază de cărbune, favorizând deopotrivă creșterea costurilor cu certificatele CO<sub>2</sub> și a prețului cărbunelui. Majorări ale prețurilor de producție a generat și scumpirea petrolului Brent, impactul acestui factor fiind amplificat de deprecierea monedei naționale în raport cu dolarul SUA.

Accelerări de ritm, dar mai modeste (circa 5 puncte procentuale), a înregistrat și dinamica anuală a prețurilor de producție ale bunurilor de capital și ale bunurilor intermediare. Alături de influența dominantă a escaladării prețurilor bunurilor energetice, un rol important revine persistenței blocajelor din lanțurile de aprovizionare (un impact notabil având penuria de microcipuri și de containere de transport), precum și traiectoriei ascendente a cotațiilor unor materii prime (în special, metale). În plus, creșterea exponențială a prețurilor gazelor naturale a condus la reducerea ofertei de îngrășăminte la nivel global (China a restricționat exporturile și unii producători importanți din Europa și-au redus activitatea) și la scumpirea semnificativă a acestora, cu repercusiuni asupra cotațiilor materiilor prime agricole.

În ceea ce privește bunurile de consum, dinamica anuală a avansat cu încă 1 punct procentual, până la 6,7 la sută, o contribuție în acest sens revenind evoluției din industria alimentară, unde ritmul anual de creștere a prețurilor a ajuns la 8,9 la sută în intervalul octombrie-noiembrie (față de 6,4 la sută în trimestrul III), ca urmare a presiunilor pe filiera costurilor cu utilitățile și cu materiile prime agricole (carne, zahăr, cereale).

<sup>23</sup> În cazul producției hidro, deși există ample proiecte de investiții în derulare, progresul acestora este inhibat de dificultatea respectării normelor de mediu impuse.

Grafic 2.16. Prețurile producției agricole

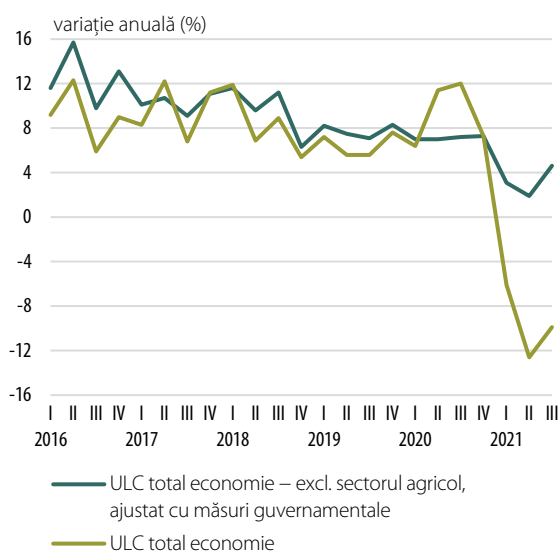


Dinamica anuală a prețurilor producției agricole pe piața internă a urcat puternic în intervalul octombrie-noiembrie, până la aproape 19 la sută (față de 8,5 la sută în trimestrul III), cu contribuția ambelor componente (Grafic 2.16). În cazul produselor vegetale accelerări de ritm au înregistrat atât cartofii, pe fondul restrângerii producției pe plan local, cât și majoritatea cerealelor, unde prețurile s-au aliniat la tendințele de pe plan extern. Pe segmentul produselor de origine animală, variația anuală a avansat până la 7,7 la sută (în sens opus tendințelor externe), cu o contribuție importantă din partea produselor din carne, producătorii interni acuzând acumularea de pierderi ca urmare a creșterii costurilor de producție (furaje, utilități); influența acestora a fost amplificată de reducerea efectivelor de animale, determinată de pesta porcină și de focarele de gripă aviară.

### Costurile unitare cu forța de muncă

Costurile unitare cu forța de muncă pe total economie au înregistrat în trimestrul III 2021 o atenuare a dinamicii anuale negative, de la -12,6 la sută în intervalul anterior la -9,9 la sută. Traectoria indicatorului continuă să fie distorsionată de schimbarea metodologică operată la începutul anului la nivelul populației active/ocupate<sup>24</sup>, nefiind încă operate revizuirii ale seriei istorice. Rata anuală de creștere a ULC (exclusiv

Grafic 2.17. Costurile unitare cu forța de muncă



sectorul agricol) a marcat revenirea în teritoriul pozitiv (2,6 la sută, față de -1,8 la sută în trimestrul II), în timp ce variația aceluiași indicator, ajustată cu măsurile guvernamentale de retenție a forței de muncă, relevă o accelerare de la 1,9 la sută la 4,6 la sută (încă sub nivelurile pre-pandemice de 7-8 la sută; Grafic 2.17).

În industrie, variația anuală a costurilor salariale unitare s-a majorat în perioada octombrie-noiembrie 2021 până la 10,6 la sută (+3 puncte procentuale comparativ cu trimestrul III 2021). Activitatea industrială din numeroase ramuri manufacturiere a continuat să fie afectată de persistența sincopelor manifestate în lanțurile de aprovizionare (cu precădere în luna octombrie) și de costurile tot mai ridicate cu energia. Un salt amplu al ULC, respectiv 27 la sută, s-a remarcat în sectorul auto, puternic afectat de penuria de

<sup>24</sup> Excluderea unui număr considerabil de persoane care produc bunuri agricole destinate exclusiv sau majoritar autoconsumului.

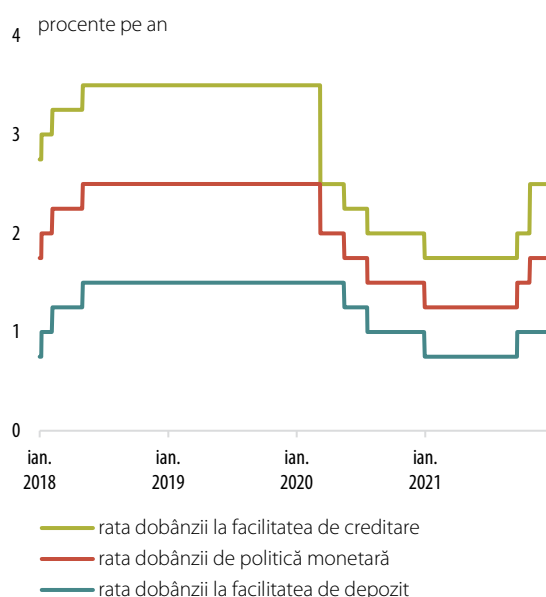
semiconductori, urmat de industriile conexe (echipamente electrice și mașini și echipamente), chimie, prelucrarea lemnului și fabricarea mobilei, care au înregistrat ritmuri anuale cuprinse între 16 la sută și 22 la sută. Creșteri alerte ale ULC (peste 10 la sută în termeni anuali) au înregistrat și celelalte ramuri, excepție făcând industria alimentară (2,4 la sută) și industria ușoară (circa 2 la sută). În acest ultim caz, disponibilizările masive de personal de la începutul pandemiei, concomitent cu o revigorare ușoară a cererii în perioada recentă, au favorizat un raport mai echilibrat între dinamica productivității și cea a costurilor salariale.

### 3. Politica monetară și evoluții financiare

#### 1. Politica monetară

BNR a continuat să majoreze rata dobânzii de politică monetară cu câte 0,25 puncte procentuale în lunile noiembrie 2021 și ianuarie 2022, ridicând-o astfel la nivelul de 2,00 la sută. Totodată, a extins în doi pași coridorul ratelor dobânzilor facilităților permanente la amplitudinea standard de  $\pm 1$  punct procentual – majorând rata dobânzii la facilitatea de creditare la 3,00 la sută, de la 2,00 la sută, și menținând-o pe cea aferentă facilității de depozit la 1,00 la sută –, și a păstrat controlul ferm asupra lichidității de pe piața monetară (Grafic 3.1). În același timp, banca centrală a menținut ratele RMO aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit la nivelurile în vigoare, de 8 la sută, respectiv 5 la sută. Măsurile s-au circumscris procesului de normalizare treptată a conduitei politicii monetare, vizând readucerea durabilă a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe orizontul mai îndepărtat de timp, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile în contextul procesului de consolidare fiscală.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Deciziile Consiliului de administrație al BNR din luna noiembrie au fost motivate de creșterea semnificativ peste așteptări a puseului inflaționist provocat de șocurile pe partea ofertei – atât în perioada recentă, cât mai ales în perspectivă –, și de riscul ca acesta să genereze efecte secundare, atenuat totuși pe orizontul apropiat de timp de implicațiile adverse asupra activității economice și pieței muncii decurgând din valul patru al pandemiei, din blocajele în lanțurile globale de producție și aprovizionare, precum și din criza energetică.

Astfel, rata anuală a inflației a continuat să crească deasupra intervalului țintei în luna septembrie, urcând la 6,29 la sută, semnificativ peste nivelul prognozat, de la 3,94 la sută în iunie, în principal ca efect al majorării consistente a prețurilor gazelor naturale și energiei electrice în luna iulie<sup>25</sup> și al

<sup>25</sup> Din partea componentelor exogene ale IPC, influențe suplimentare au venit în trimestrul III din continuarea scumpirii combustibililor, precum și din majorarea semnificativă a prețurilor legumelor în septembrie.

scumpirii alimentelor procesate pe parcursul trimestrului III<sup>26</sup>. Totodată, în contextul runde de prognoză din luna noiembrie 2021, traiectoria prognozată a ratei anuale a inflației a cunoscut o substanțială revizuire suplimentară în sens ascendent, deosebit de accentuată pe termen scurt, având ca principal resort noile majorări ample anticipate a fi consemnate de prețurile gazelor naturale și ale energiei electrice în trimestrele IV 2021 și I 2022<sup>27</sup>, pe fondul ascensiunii abrupte a cotațiilor pe piața *en gros* autohtonă și pe plan european și global. În aceste condiții<sup>28</sup>, rata anuală a inflației era așteptată să-și prelungească trendul pronunțat crescător până spre mijlocul anului 2022, urcând la 7,5 la sută în decembrie 2021 și la 8,6 la sută în iunie 2022<sup>29</sup>, dar să consemneze ulterior o ajustare descrescătoare relativ alertă, sub influența unor ample efecte de bază, coborând în decembrie 2022 la 5,9 la sută și revenind în trimestrul III 2023 în interiorul intervalului țintei, la 3,3 la sută, marginal sub nivelul prognozat în luna august.

Prin magnitudinea și durata sa, puseul inflaționist provocat și amplificat în perspectivă apropiată de șocurile pe partea ofertei risca să deterioreze anticipațiile inflaționiste pe termen mediu și să genereze astfel efecte secundare, eventual printr-o spirală salarii-prețuri.

Din partea factorilor fundamentali erau însă așteptate presiuni inflaționiste considerabil mai temperate decât s-a anticipat anterior, deși în intensificare ușoară, dată fiind perspectiva majorării mult mai lente a excedentului de cerere agregată pe întregul orizont de prognoză și la valori sensibil mai joase decât în proiecția precedentă, pe fondul probabilei încetiniri mai evidente a creșterii economice<sup>30</sup>. Totodată, se prefigura o slăbire a cererii de consum, în condițiile epuizării surplusului apărut ulterior relaxării restricțiilor de mobilitate, dar și sub impactul înrăutățirii situației epidemiologice și al scumpirii consistente a utilităților și alimentelor.

În același timp, valul patru al pandemiei și măsurile restrictive asociate continuau să genereze incertitudini și riscuri mari la adresa previziunilor, în contextul crizei grave de sănătate publică provocate pe plan intern și al potențialelor implicații asupra activității economice și pieței muncii, dar și pe fondul extinderii acestuia în alte state europene, afectate puternic și de criza energetică, precum și de persistența blocajelor în lanțurile de producție și aprovizionare. Un grad ridicat de incertitudine caracteriza și perspectiva absorbției fondurilor europene alocate României, îndeosebi a celor aferente programului „Next Generation EU”, având în vedere țintele și jaloanele ferme ce condiționau primirea tranșelor de finanțare, dar și capacitatea instituțională și istoricul realizărilor în domeniu.

<sup>26</sup> Sub impactul major al acestei evoluții – atribuibilă creșterii cotațiilor mărfurilor agroalimentare și a costurilor cu energia și transportul –, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accentuat peste așteptări mersul ascendent în trimestrul III, mărindu-se la 3,6 la sută în septembrie, de la 2,9 la sută în iunie, inclusiv în condițiile în care efectele directe și indirecte ale șocurilor adverse pe partea ofertei resimțite la nivelul său au fost potențate de cererea sporită de bunuri și servicii manifestată ulterior relaxării restricțiilor de mobilitate și de ascensiunea așteptărilor inflaționiste pe termen scurt, cărora li s-a alăturat impactul scumpirii polițelor RCA în luna septembrie.

<sup>27</sup> Dinamica anticipată a acestora încorporează inclusiv efectul măsurilor de compensare și plafonare a prețurilor la energia electrică și gazele naturale pentru populație prezumate a fi aplicate temporar în cursul lunilor de iarnă, de natură să determine o scădere a ratei anuale a inflației în noiembrie 2021 și creșterea ei în aprilie 2022, odată cu revenirea prețurilor la nivelurile prevăzute în contracte. Modul de includere în calculul IPC a impactului schemelor de compensare era însă incert.

<sup>28</sup> Influențe suplimentare, dar mai modeste, erau așteptate din partea celorlalte componente exogene ale IPC – combustibili, produse din tutun, prețuri administrate și LFO –, dar și din creșterea cotațiilor altor materii prime, mai ales agroalimentare și din scumpirea polițelor RCA, resimțite la nivelul inflației de bază.

<sup>29</sup> Mult peste valorile previzionate anterior, de 5,6 la sută, respectiv 4,2 la sută.

<sup>30</sup> Chiar și în ipoteza atragerii unui volum mai ridicat de fonduri europene aferente instrumentului „Next Generation EU”, de natură să contrabalanseze în bună măsură impactul contracționist al consolidării bugetare, precum și să impulsioneze dinamica PIB potențial în viitor.

Incertitudini și riscuri considerabile la adresa noii perspective continuau, însă, să decurgă și din conduita viitoare a politicii fiscale, inclusiv în contextul crizei politice, dată fiind indisponibilitatea proiectului de buget pentru 2022, care să certifice accelerarea în perspectivă a consolidării fiscale, conform angajamentelor asumate în contextul procedurii de deficit excesiv.

Potrivit datelor apărute ulterior, puseul inflaționist a continuat să se intensifice peste așteptări în primele două luni din trimestrul IV 2021, sub impactul puternic al șocurilor pe partea ofertei, potențat de cotele tot mai ridicate ale așteptărilor inflaționiste pe termen scurt. Astfel, rata anuală a inflației totale a urcat în octombrie la 7,94 la sută și a scăzut doar ușor în noiembrie, la 7,80 la sută<sup>31</sup>, odată cu aplicarea schemelor de compensare și plafonare a prețurilor la energia electrică și gazele naturale pentru populație, iar rata anuală a inflației CORE2 ajustat s-a mărit la 4,0 la sută în octombrie și la 4,3 la sută în noiembrie<sup>32</sup>, depășind, la rândul ei, nivelul prognozat.

Activitatea economică și-a încetinit însă considerabil creșterea în trimestrul III – la 0,4 la sută, de la 1,5 la sută în trimestrul II –, contrar așteptărilor<sup>33</sup>, evoluție implicând restrângerea excedentului de cerere agregată în acest interval la o valoare mult inferioară celei previzionate în noiembrie 2021, dată fiind inclusiv revizuirea notabilă în jos a datelor statistice privind ritmul creșterii economiei în semestrul I 2021. Soldul negativ al balanței comerciale și-a accelerat însă puternic creșterea în termeni anuali, pe fondul evoluției relativ mai nefavorabile a prețurilor importurilor, iar deficitul de cont curent a continuat să se majoreze față de trimestrul similar al anului trecut, deși într-un ritm relativ încetinit, valoarea lui cumulată pe ansamblul primelor nouă luni din an depășind-o cu aproape 55 la sută pe cea înregistrată în același interval din 2020.

Totodată, piața muncii a resimțit în lunile de toamnă influențele deteriorării situației epidemiologice, alături de cele venite din acutizarea blocajelor în lanțurile globale de aprovizionare și din creșterea costurilor cu energia și cu alte materii prime<sup>34</sup>, generatoare și de incertitudini și riscuri la adresa perspectivei apropiate a pieței.

În același timp, evoluțiile de pe piața financiară au reflectat consistent în intervalul noiembrie-decembrie 2021 impactul noii majorări a ratei dobânzii de politică monetară și al extinderii coridorului ratelor dobânzilor, în condițiile păstrării controlului ferm asupra lichidității de pe piața monetară de către banca centrală. Astfel, principalele cotații ale pieței monetare interbancare au continuat să crească relativ alert, atingând maxime ale ultimilor aproape doi ani – inclusiv pe fondul așteptărilor privind majorarea pe mai departe a ratei dobânzii-cheie, potențate și de evoluțiile din regiune –, iar

<sup>31</sup> Creșterea a fost determinată cu precădere de componente exogene ale IPC, similar trimestrelor precedente, aportul majoritar aparținând, de această dată, scumpirii consistente a combustibililor, pe seama categoriei non-benzină și motorină, urmat de contribuția mai modestă a majorării prețurilor LFO.

<sup>32</sup> O proporție de aproape 80 la sută din avans a venit din creșterile generalizate și peste așteptări consemnate pe segmentul alimentelor procesate, prioritar sub impactul scumpirii materiilor prime pe piețele internaționale, a energiei și a transportului.

<sup>33</sup> Dinamica anuală a activității economice a consemnat astfel o scădere vizibil mai pronunțată decât cea anticipată, la 7,4 la sută, de la 13,9 la sută în trimestrul II, rămânând totuși înaltă din perspectivă istorică, cu aportul majoritar al consumului gospodăriilor populației, precum și cu cel neobișnuit de mare al variației stocurilor. Contribuții negative la dinamica PIB au avut însă formarea brută de capital fix și exportul net, cea din urmă fiind totuși în scădere semnificativă față de trimestrul II.

<sup>34</sup> Efectivul salariilor și-a stopat creșterea în septembrie, iar în octombrie s-a mărit doar marginal, depășind cu puțin nivelul pre-pandemic. În același timp, rata șomajului BIM și-a corectat doar parțial în septembrie creșterile semnificative înregistrate în precedentele două luni, iar în octombrie s-a menținut constantă, la 5,3 la sută, vizibil peste valorile pre-pandemie. Rata locurilor de muncă vacante și-a accelerat însă ușor creșterea – raportul dintre cererea de forță de muncă și oferta disponibilă continuând să se mărească relativ alert –, iar pe anumite segmente ale pieței se evidențiau deficite de personal, ce puteau genera presiuni asupra salariilor, mai ales pe fondul ascensiunii ratei inflației.

randamentele titlurilor de stat și-au prelungit ascensiunea, deși într-un ritm încetinit<sup>35</sup>, rămânând semnificativ deasupra celor din regiune, pe întregul spectru de maturități.

În această conjunctură, cursul de schimb leu/euro s-a menținut relativ stabil pe palierul mai înalt atins în ultima lună a trimestrului III 2021, chiar și în condițiile majorărilor mai mari ale ratelor dobânzilor-cheie efectuate de către bănci centrale din regiune. Riscurile la adresa cursului de schimb au rămas însă ridicate, date fiind, mai ales, trendul de accentuare a dezechilibrului extern și incertitudinile asociate procesului de consolidare bugetară în contextul crizei energetice și al evoluției pandemiei, precum și probabila accelerare a normalizării conduitei politicii monetare de către Fed, de natură să afecteze apetitul global pentru risc.

Totodată dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a continuat să urce în teritoriul de două cifre în lunile octombrie și noiembrie, în condițiile prelungirii ascensiunii variației deosebit de înalte a componentei în lei, inclusiv cu aportul programelor guvernamentale, dar și pe fondul dinamizării ușoare a creditului în valută.

Actualizarea, în acest context, a prognozei pe termen scurt a evidențiat o nouă înrăutățire a perspectivei apropiate a inflației, atribuibilă efectelor directe și indirecte, recente și viitoare, ale șocurilor adverse pe partea ofertei, afectând pe mai departe atât evoluția componentelor exogene ale IPC, cât și dinamica inflației de bază. Astfel, rata anuală a inflației era așteptată să crească gradual în următoarele luni și să urce, în consecință, deasupra valorilor ușor descrescătoare previzionate anterior pe acest orizont de timp, în principal ca urmare a majorărilor mai ample de prețuri anticipate a fi consemnate de energia electrică și gazele naturale – chiar și în contextul aplicării măsurilor de compensare și plafonare –, precum și de alimentele procesate, cu precădere sub influența ascensiunii cotațiilor produselor energetice și ale mărfurilor agroalimentare<sup>36</sup>. Amplificarea și probabila prelungire suplimentară, pe acest fond, a deviației pozitive a ratei anuale a inflației de la limita de sus a intervalului țintei, mai ales ulterior sistării măsurilor de compensare și plafonare a prețurilor la energie, făceau necesară o nouă reacție a politicii monetare menită să ancoreze anticipațiile inflaționiste pe termen mediu și să prevină astfel efectele secundare potențial generate de un asemenea puseu inflaționist.

Din partea excedentului de cerere agregată se prefigurau însă presiuni inflaționiste minore, implicit mult mai estompate față de cele anticipate anterior, având în vedere probabila stagnare a activității economice în trimestrul IV 2021, urmată de o revenire modestă în trimestrul I 2022<sup>37</sup> – inclusiv în contextul valurilor pandemice succesive, al crizei energetice și al blocajelor în lanțurile de producție și aprovizionare –, ce făceau probabilă o nouă restrângere a excedentului de cerere agregată pe ansamblul intervalului și coborârea lui la valori mult inferioare celor din prognoza precedentă<sup>38</sup>.

În același timp, criza energetică și blocajele în lanțurile de producție și aprovizionare continuau să genereze incertitudini și riscuri semnificative la adresa acestor previziuni,

<sup>35</sup> Inclusiv în contextul detensionării scenei politice și al comportamentului mixt al randamentelor titlurilor de stat pe termen lung din economiile dezvoltate și din cele emergente.

<sup>36</sup> Influențe suplimentare erau așteptate din scumpirea produselor din tutun, dar și a unor mărfuri nealimentare, inclusiv a celor importate, sub impactul majorării costurilor și al blocajelor în lanțurile de producție și aprovizionare.

<sup>37</sup> Față de încetinirea graduală a creșterii economice pe acest orizont de timp anticipată în luna noiembrie 2021.

<sup>38</sup> Dată fiind și recenta revizuire considerabilă în jos a datelor statistice privind dinamica activității economice în semestrul I 2021.



prin impactul potențial mai mare exercitat asupra economiilor europene, dar și pe plan intern. Totodată, o sursă de incertitudini și riscuri rămânea, cel puțin în perspectivă apropiată, evoluția pandemiei și a măsurilor restrictive asociate, date fiind tendința de extindere la nivel național a valului pandemic provocat de varianta mai contagioasă a coronavirusului, Omicron, precum și avansul insuficient al vaccinării pe plan intern, dar și problemele generate de acest val în numeroase state europene.

Incertitudini mari continuau să fie asociate și absorbției viitoare a fondurilor europene, mai ales a celor aferente programului „Next Generation EU” – esențială pentru realizarea reformelor structurale necesare economiei românești, precum și pentru contrabalansarea, cel puțin parțială, a impactului consolidării bugetare graduale.

Conduita politicii fiscale rămânea, însă, la rândul ei, o sursă de incertitudini și riscuri la adresa previziunilor, date fiind, pe de o parte, deficitul bugetar potențial inferior țintei înregistrat în 2021 și, pe de altă parte, coordonatele programului bugetar al acestui an, ce vizau progresul consolidării fiscale conform angajamentelor asumate în cadrul procedurii de deficit excesiv, dar într-un context economic și social dificil pe plan intern și global.

O asemenea conjunctură a justificat majorarea cu încă 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, în contextul normalizării treptate a conduitei politicii monetare, în vederea readucerii și menținerii ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la o creștere economică sustenabilă. În favoarea pasului de 0,25 puncte procentuale a pledat și importanța dozajului ajustării ratei dobânzii de politică monetară, în contextul cadenței crescute de majorare a ratei dobânzii-cheie, evidențiată și în regiune, menită să ancoreze anticipațiile inflaționiste pe termen mediu în condiții de ascensiune rapidă, amplă și relativ prelungită a ratei anuale a inflației, inclusiv în perspectivă apropiată.

Astfel, în ședința din 10 ianuarie 2022, Consiliul de administrație al BNR a decis majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,00 la sută, de la 1,75 la sută, precum și păstrarea controlului ferm asupra lichidității de pe piața monetară. Totodată, s-a decis extinderea coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la amplitudinea standard de  $\pm 1$  punct procentual, de la  $\pm 0,75$  puncte procentuale, implicând creșterea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare la 3,00 la sută și menținerea celei la facilitatea de depozit la 1,00 la sută. În același timp, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost menținute la nivelurile în vigoare.

## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu zilnic al tranzacțiilor interbancare<sup>39</sup> a consemnat creșteri relativ pronunțate în trimestrul IV 2021, iar cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare și-au accentuat ascensiunea. Cursul de schimb leu/euro s-a menținut relativ stabil, pe palierul mai înalt atins

<sup>39</sup> Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară (exclusiv BNR), ponderată cu volumul tranzacțiilor.

la finele trimestrului anterior. Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a prelungit ascensiunea pe palierul de două cifre în perioada octombrie-noiembrie, în timp ce creșterea lichidității din economie a continuat să decelereze după schimbarea de direcție consemnată în ultima lună a trimestrului III, rămânând totuși deosebit de alertă.

## 2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare a consemnat creșteri relativ pronunțate în trimestrul IV 2021, sub impulsul dat de majorarea în doi pași a ratei dobânzii de politică monetară, asociată cu extinderea în noiembrie a coridorului ratelor dobânzilor, precum și pe fondul accentuării restrictivității condițiilor lichidității, inclusiv în condițiile controlului ferm exercitat de către banca centrală. Media trimestrială a indicatorului<sup>40</sup> și-a accelerat astfel considerabil creșterea, urcând cu 0,70 puncte procentuale față de precedentele trei luni, la 1,88 la sută – valoare maximă a ultimelor șase trimestre.

Condițiile lichidității de pe piața monetară și-au accentuat caracterul restrictiv<sup>41</sup> pe ansamblul trimestrului IV, în contextul formării frecvente a unor deficite zilnice de rezerve sub impactul contracționist al factorilor autonomi, acoperite în octombrie prin facilitatea de creditare, iar în decembrie prin operațiuni *repo* efectuate de către banca centrală<sup>42</sup>. Pe acest fond, randamentele pe termen foarte scurt de pe piața monetară interbancară s-au menținut pe o traiectorie ascendentă în jumătatea superioară a coridorului ratelor dobânzilor în octombrie, pentru ca după o scădere temporară la valori mai joase să urce în ultima decadă a lunii noiembrie deasupra noului nivel al ratei dobânzii de politică monetară, de 1,75 la sută, iar, spre finele lunii decembrie, în apropierea ratei dobânzii la facilitatea de creditare.

La rândul lor, cotațiile ROBOR 3M-12M și-au accentuat ascensiunea pe parcursul trimestrului IV, deși într-un ritm relativ inconstant, atingând la finele perioadei maxime ale ultimelor 21 de luni, inclusiv pe fondul așteptărilor privind continuarea creșterii ratei dobânzii-cheie, potențate și de evoluțiile din regiune. Mediile lor trimestriale s-au mărit astfel considerabil față de precedentele trei luni, cu aproape 1 punct procentual pe toate scadențele, ajungând la 2,51 la sută în cazul ROBOR 3M și la 2,66 la sută, respectiv 2,75 la sută, pe maturitățile de 6 luni și 12 luni<sup>43</sup> (Grafic 3.2).

Pe piața titlurilor de stat s-au resimțit în acest trimestru și influențe venite din: (i) continuarea creșterii mai alerte a ratei anuale a inflației și înrăutățirea suplimentară a perspectivei acesteia pe termen scurt, (ii) persistența tensiunilor politice în

<sup>40</sup> Ponderată cu volumul tranzacțiilor (exclusiv BNR).

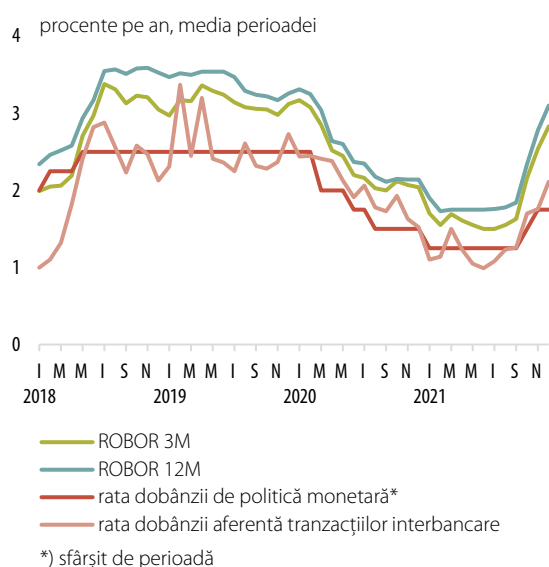
<sup>41</sup> Evidențiat spre finele trimestrului precedent.

<sup>42</sup> Condițiile lichidității s-au relaxat temporar la mijlocul trimestrului IV, context în care BNR a efectuat pe 15 și 22 noiembrie două operațiuni de atragere de depozite 1W la rată fixă a dobânzii (rata dobânzii de politică monetară), cu alocare integrală, în valoare de 7,9 miliarde lei, respectiv 1,5 miliarde lei. Stocul mediu al depozitelor atrase s-a mărit la 2,2 miliarde lei în luna noiembrie (de la 0,2 miliarde lei în perioada precedentă, când BNR a desfășurat o singură astfel de operațiune). Spre finele perioadei de constituire a RMO încheiate în noiembrie, băncile au apelat în volume semnificative și facilitatea de depozit a băncii centrale.

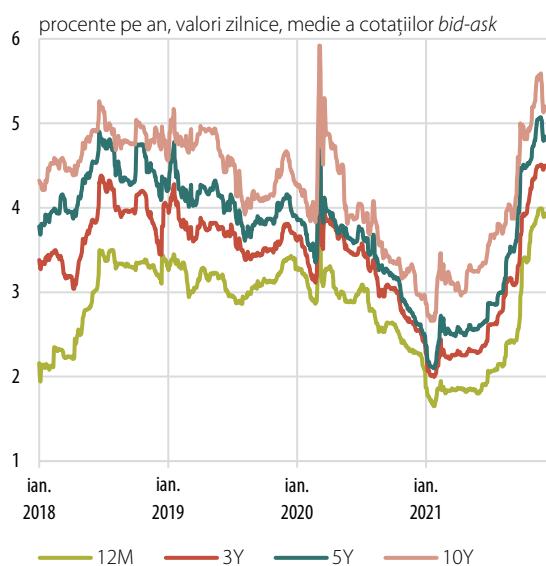
<sup>43</sup> Valori maxime ale ultimelor șapte trimestre.

prima parte a intervalului și calmarea lor ulterioară; precum și din (iii) încetinirea considerabilă a creșterii economiei în trimestrul III, evidențiată de datele statistice publicate în noiembrie. Relevante pentru evoluțiile de pe această piață au fost și evaluările agențiilor de rating Moody's, S&P și Fitch din luna octombrie<sup>44</sup>, precum și comportamentul mixt al randamentelor titlurilor de stat pe termen lung din economiile avansate și cele din regiune<sup>45</sup>.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



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<sup>46</sup> și-au accelerat creșterea pe ansamblul trimestrului IV pe întreg spectrul de maturități. Evoluția nu a fost totuși uniformă, ascensiunea lor abruptă din octombrie fiind succedată de o relativă temperare în noiembrie și chiar de o corecție descrescătoare în a doua decadă din decembrie<sup>47</sup>, mai evidentă în cazul titlurilor pe termen mediu și lung, probabil pe fondul reconsiderării de către investitori a atractivității relative a acestor plasamente (Grafic 3.3). Astfel, valorile medii din luna decembrie ale cotațiilor pe 6 luni și 12 luni s-au majorat față de cele din ultima lună a trimestrului III cu până la 1,53 puncte procentuale (la 3,46 la sută, respectiv 3,94 la sută), cele pe 3 ani și 5 ani au crescut cu până la 1,43 puncte procentuale (la 4,49 la sută, respectiv 4,90 la sută), iar cele pe 10 ani, cu 1,35 puncte procentuale (până la 5,32 la sută). Prin urmare, curba randamentelor și-a atenuat pe ansamblul perioadei înclinația pozitivă.

<sup>44</sup> În luna octombrie, cele trei agenții au decis menținerea ratingului suveran al României, Moody's revizuiind concomitent perspectiva acestuia la „stabilă” de la „negativă”.

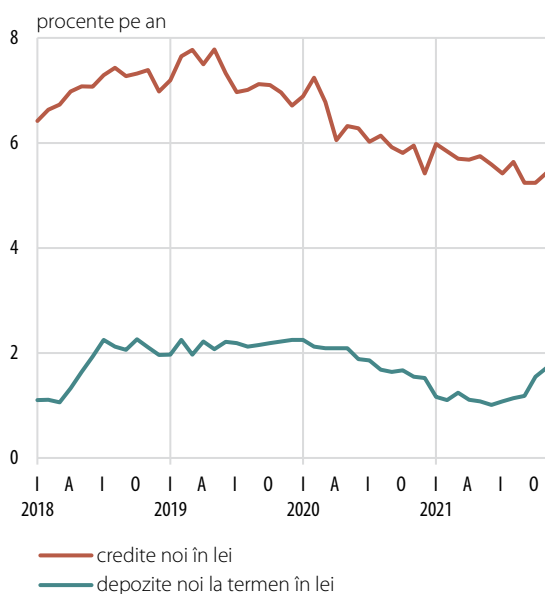
<sup>45</sup> Randamentele titlurilor de stat pe 10 ani din SUA și zona euro au urcat în octombrie la maximele ultimilor 7 luni, respectiv 2 ani și jumătate, dar au suferit apoi o scădere consistentă – în principal pe fondul temerilor prind impactul economic al evoluției pandemiei –, corectată parțial în a doua parte a lunii decembrie. Randamentele similare din regiune au urmat însă o mișcare predominant crescătoare, inclusiv pe fondul continuării/initierii (în cazul Poloniei) a ciclului de întărire a politicii monetare de către băncile centrale.

<sup>46</sup> Medii ale cotațiilor bid-ask.

<sup>47</sup> De la valori reprezentând maxime ale ultimilor 20 de luni, din perspectiva valorilor zilnice.

Și pe segmentul primar al pieței<sup>48</sup> randamentele medii și-au accentuat creșterea în trimestrul IV. Acestea s-au majorat în decembrie față de septembrie cu până la 1,44 puncte procentuale în cazul titlurilor cu maturitățile reziduale de 3 ani și 6 ani (la 4,76 la sută, respectiv 5,19 la sută), cu 1,69 puncte procentuale în cazul celor cu scadența de 9 ani (la 5,56 la sută) și cu 1,38 puncte procentuale pentru cele cu maturitatea de 13 ani (la 5,72 la sută)<sup>49</sup>. Slăbirea considerabilă a interesului investitorilor pentru aceste plasamente în primele două luni ale trimestrului, urmată de o relativă redresare în decembrie au fost ilustrate și de scăderea raportului dintre volumul solicitat și cel anunțat în cadrul licitațiilor la un nivel marginal subunitar în noiembrie, succedată de creșterea acestuia în luna următoare la 2,07, atribuibilă totuși parțial reducerii volumului programat al emisiunilor. Astfel, pe ansamblul perioadei, raportul a coborât la minimum ultimilor trei ani (1,32, de la 1,74 în trimestrul III). În același timp, raportul dintre volumul acceptat și cel anunțat în cadrul licitațiilor a scăzut la 0,79, de la 0,95 în trimestrul precedent<sup>50</sup>. În acest context, volumul total al titlurilor puse în circulație s-a diminuat cu 1,9 miliarde lei față de trimestrul precedent (la 11,1 miliarde lei – minim al ultimilor doi ani și jumătate), valoarea emisiunilor nete scăzând și mai pregnant, dat fiind amplul volum de titluri ajunse la scadență în luna octombrie.

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Pe fondul majorării ratei dobânzii de politică monetară și a cotațiilor relevante ale pieței monetare interbancare, dar și al diminuării în octombrie și al menținerii constante în luna următoare a IRCC, rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebankari și-a cvasistopat tendința descendentă pe ansamblul perioadei octombrie-noiembrie (reducându-se marginal, cu 0,1 puncte procentuale, față de media din trimestrul III, la 5,33 la sută), în condițiile unor evoluții divergente pe cele două segmente majore. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației a continuat să descrească (-0,35 puncte procentuale față de trimestrul III, la 6,16 la sută<sup>51</sup>), în condițiile reluării mișcării descendente a costului mediu cu dobânda în cazul împrumuturilor pentru consum (-0,28 puncte procentuale, la o medie de 8,43 la sută) și ale prelungirii acestuia în cazul celor pentru locuințe

<sup>48</sup> În trimestrul IV, MF a continuat să emită titluri de stat destinate populației. Astfel: (i) prin programul „Fidelis” au fost emise în octombrie, prin intermediul BVB, atât titluri denumite în lei, cu maturitățile de 1 an și 3 ani, la randamente de 3,25 la sută și 3,75 la sută, cât și în euro, cu scadența de 5 ani, și randamentul de 1,6 la sută, în valoare totală de 942,7 milioane lei, iar în decembrie, titluri cu aceleași maturități, la randamente de 4,00 la sută, 4,60 la sută (lei), respectiv 1,8 la sută (euro), în valoare de 1,1 miliarde lei; (ii) prin programul „Tezaur”, au fost puse lunar în circulație titluri de stat, denumite în lei, cu maturitățile de 1 an, 3 ani și 5 ani și randamente de 3,5 la sută, 4,0 la sută și 4,4 la sută (octombrie), 3,75 la sută, 4,25 la sută și 4,65 la sută (noiembrie) și 4,25 la sută, 4,75 la sută și 5,10 la sută (decembrie).

<sup>49</sup> Randamentele titlurilor pe 6 luni au crescut în octombrie față de august cu 0,59 puncte procentuale (la 2,49 la sută). Cu excepția acestei licitații, MF a respins integral ofertele de cumpărare pentru titlurile cu maturități mai mici de 1 an în cadrul licitațiilor desfășurate pe ansamblul trimestrului IV.

<sup>50</sup> În trimestrul IV, MF a respins integral ofertele de cumpărare în cadrul a 7 licitații, față de 5 licitații pe ansamblul trimestrului anterior.

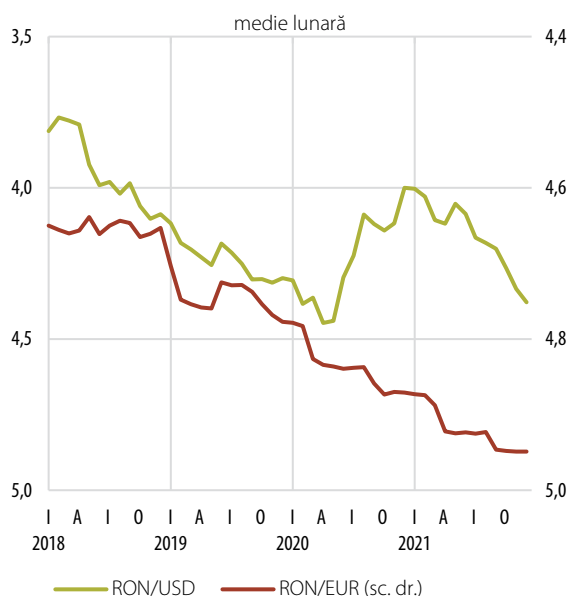
<sup>51</sup> Înregistrând în luna noiembrie un minim istoric, de 6,10 la sută.

(-0,13 puncte procentuale, la 3,71 la sută)<sup>52</sup>. Fluxul creditelor pentru consum a scăzut ușor în acest interval, situându-se în noiembrie la o valoare minimă a ultimelor nouă luni, dar similară mediei perioadei de 12 luni, anterioară pandemiei. În același timp, volumul creditelor pentru locuințe a fost doar ușor mai mic decât vârful istoric atins în luna septembrie (Grafic 3.4).

Rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi ale societăților nefinanciare și-a inversat în schimb mișcarea general descrescătoare, majorându-se pe ansamblul perioadei cu 0,45 puncte procentuale comparativ cu trimestrul III (până la 4,41 la sută). Evoluția a caracterizat ambele categorii principale de împrumuturi; astfel, rata medie a dobânzii la împrumuturile de valoare mare (peste echivalentul a 1 milion de euro) a crescut față de trimestrul III cu 0,62 puncte procentuale, până la 4,09 la sută, iar cea aferentă creditelor sub acest prag s-a majorat cu 0,36 puncte procentuale, până la 4,62 la sută. Fluxul total de credite adresat acestui segment s-a menținut la un nivel relativ ridicat, inclusiv cu aportul consistent al programului „IMM Invest România”.

Rata medie a dobânzii la depozitele noi la termen ale clienților nebankari și-a accentuat creșterea (+0,50 puncte procentuale comparativ cu media din trimestrul III 2021, până la 1,64 la sută), în condițiile unui avans consistent consemnat pe segmentul societăților nefinanciare (+0,64 puncte procentuale, la o medie de 1,77 la sută), dar mai modest pe cel al populației (+0,09 puncte procentuale, până la 1,25 la sută).

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro s-a menținut relativ stabil în trimestrul IV pe palierul mai înalt atins la finele trimestrului anterior (Grafic 3.5).

Presiunile asupra cursului de schimb leu/euro au rămas ridicate în luna octombrie, pe fondul prelungirii tensiunilor politice interne<sup>53</sup>, de natură să alimenteze îngrijorările investitorilor privind ritmul consolidării bugetare și accentuarea dezechilibrului extern al economiei – atenuate totuși, cel puțin pe termen foarte scurt, de deciziile principalelor agenții de rating din acest interval<sup>54</sup>. În contextul majorării ratei dobânzii de politică monetară de către BNR și al acțiunilor băncii centrale în sfera gestionării lichidității, dar și ca urmare a calmării volatilității pe piața financiară internațională,

<sup>52</sup> Din perspectiva valorilor lunare, rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi pentru locuințe a atins în octombrie un minim al ultimilor peste patru ani (3,70 la sută), iar cea la împrumuturile pentru consum a coborât în noiembrie la cea mai mică valoare a ultimilor aproximativ șase ani și jumătate (8,32 la sută).

<sup>53</sup> În data de 5 octombrie, guvernul a fost demis prin motiune de cenzură, iar în data de 20 octombrie guvernul propus de premierul desemnat a fost respins de Parlament.

<sup>54</sup> În data de 15 octombrie 2021, Moody's a menținut calificativul atribuit datoriei suverane la Baa3 și a îmbunătățit perspectiva acestuia la „stabilă” de la „negativă”, iar S&P a menținut calificativul la BBB- și perspectiva „stabilă”. În data de 22 octombrie, Fitch a decis menținerea calificativului BBB- și a perspectivei „negative” a acestuia.

rata de schimb leu/euro a rămas totuși relativ stabilă, pe platoul mai înalt atins la mijlocul lunii septembrie. Cursurile de schimb ale principalelor monede din regiune s-au re poziționat însă pe traiectorii crescătoare în a doua decadă a lunii, care s-au accentuat ulterior, în condițiile continuării creșterii ample și peste așteptări a dinamicii inflației din respectivele țări.

Apetitul global pentru risc s-a deteriorat în luna noiembrie, pe fondul temerilor privind impactul economic al extinderii noului val pandemic în Europa și al

aparității variantei Omicron a coronavirusului<sup>55</sup>, iar divergența dintre decizia/semnalele Fed de la începutul lunii<sup>56</sup> și mesajele BCE privind menținerea conduitei acomodative a politicii monetare a devenit tot mai evidentă, accelerând deprecierea euro față de dolarul SUA. Suplimentar, evoluțiile financiare din regiune au fost afectate de reconsiderarea de către investitori a riscului asociat plasamentelor pe aceste piețe<sup>57</sup>, motivată de tendința de deteriorare a unor fundamente economice, mai ales a evoluției inflației.

Cursul de schimb leu/euro a rămas însă relativ stabil pe parcursul lunii, în contextul noii creșteri a ratei dobânzii-cheie a BNR, complementată de extinderea coridorului ratelor dobânzilor și de acțiuni de gestionare a lichidității de pe piața monetară, cărora li s-au alăturat influențele calmării spre finele intervalului a tensiunilor politice interne<sup>58</sup> (Tabel 3.1).

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	11 luni 2020			11 luni 2021		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	7 237	14 319	-7 082	3 562	16 045	-12 482
Investiții directe	133	2 496	-2 363	1 379	8 270	-6 891
Investiții de portofoliu	96	11 475	-11 379	1 095	4 817	-3 722
Derivate financiare	-17	x	-17	102	x	102
Alte investiții	5 742	348	5 394	-20	2 958	-2 977
– numerar și depozite	5 016	-356	5 372	-1 348	-93	-1 254
– împrumuturi	62	589	-527	-118	-232	115
– altele	664	115	549	1 446	3 283	-1 838
Active de rezervă ale BNR (net)	1 283	0	1 283	1 006	0	1 006

\*) „+” creștere/„-” scădere

Presiunile asupra ratei de schimb leu/euro s-au intensificat în a doua parte a lunii decembrie, ca urmare a deciziei și semnalelor date de Fed privind grăbirea normalizării conduitei politicii monetare, dar și ca efect al amplificării cererii nete de deize a rezidenților, în corelație cu probabila evoluție a deficitului comercial. Pe fondul accentuării caracterului restrictiv al condițiilor lichidității de pe piața monetară, raportul leu/euro și-a păstrat totuși relativa stabilitate, în timp ce cursurile de schimb ale monedelor din regiune s-au caracterizat prin comportamente mixte în ultima lună a anului<sup>59</sup>.

<sup>55</sup> În contextul detectării noii variante (Omicron) a coronavirusului, clasificată de Organizația Mondială a Sănătății într-o categorie superioară de risc, o serie de țări, între care SUA și state ale UE, au impus restricții de călătorie și măsuri de carantină suplimentare.

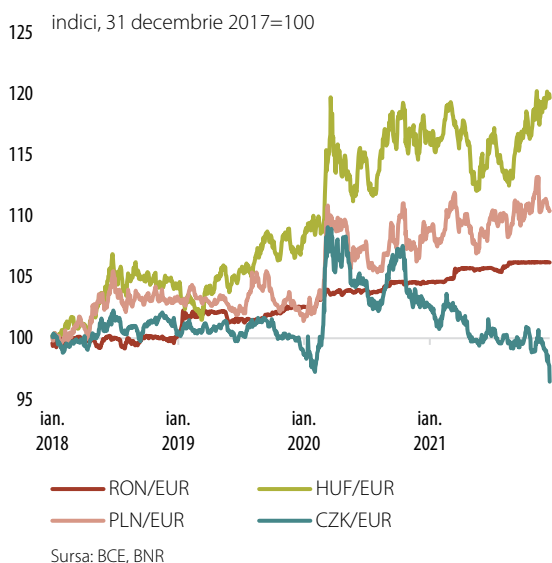
<sup>56</sup> În ședința din 2-3 noiembrie 2021, Fed a decis inițierea reducerii volumului achizițiilor de active financiare în ritm lunar de 10 miliarde dolari în cazul titlurilor de stat și de 5 miliarde dolari în cel al obligațiunilor ipotecare.

<sup>57</sup> Astfel, pe ansamblul perioadei, forntul s-a depreciat cu 1,0 la sută în raport cu euro, iar zlotul cu 1,2 la sută, în timp ce coroană cehă s-a apreciat cu 0,4 la sută, în condițiile majorării ample a ratei dobânzii de politică monetară efectuate de către banca centrală la începutul lunii.

<sup>58</sup> În data de 25 noiembrie, noul guvern a trecut de votul de investitură din Parlament.

<sup>59</sup> Inclusiv în contextul deciziilor de politică monetară adoptate de băncile centrale din regiune în acest interval. Astfel, Banca Națională a Ungariei a efectuat pe 14 decembrie o nouă majorare a ratei dobânzii de politică monetară, cu 0,30 puncte procentuale, la 2,40 la sută; totodată, începând din a doua jumătate a lunii noiembrie, banca centrală a majorat săptămânal rata dobânzii pentru facilitatea de depozit 1W, până la nivelul de 4,0 la sută. Banca Națională a Poloniei a majorat pe 9 decembrie rata dobânzii de politică monetară cu 0,5 puncte procentuale, la 1,75 la sută, în linie cu așteptările pieței, în timp ce Banca Națională a Cehiei a efectuat pe 23 decembrie o nouă majorare peste așteptări a ratei dobânzii de politică monetară (cu 1 punct procentual, la 3,75 la sută).

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



Pe ansamblul trimestrului IV, rulajul pieței valutare interbancare s-a amplificat considerabil, iar deficitul total de devize a crescut substanțial, atât pe seama tranzacțiilor rezidenților, al căror sold a redevenit puternic negativ, cât și sub influența operațiunilor nerezidenților.

Leul s-a depreciat în ultimele trei luni ale anului<sup>60</sup> în raport cu euro cu 0,05 la sută în termeni nominali<sup>61</sup> și s-a apreciat cu 2,5 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a depreciat cu 4,0 la sută în termeni nominali și cu 1,6 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea monedei americane a crescut în raport cu euro. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul IV, leul și-a diminuat ușor deprecierea în raport cu euro și și-a sporit-o substanțial pe cea consemnată față de dolar (Grafic 3.6).

## 2.3. Moneda și creditul

### Moneda

Creșterea anuală<sup>62</sup> a masei monetare (M3) a continuat să decelereze în primele două luni ale trimestrului IV, după schimbarea de direcție consemnată în luna septembrie, rămânând totuși deosebit de alertă – 15,2 la sută în medie<sup>63</sup>, față de 17,2 la sută<sup>64</sup>

în trimestrul III. Evoluția s-a corelat cu ameliorarea execuției bugetare, contrabalansată parțial, ca impact, de accelerarea creșterii creditului acordat sectorului privat (Tabel 3.2).

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

	variație procentuală în termeni nominali						
	2020	2021				oct.	nov.
	IV	I	II	III			
	ritm mediu al trimestrului						
M3	15,7	16,4	15,1	17,2	15,7	14,7	
M1	23,5	23,3	20,2	23,1	21,1	19,4	
Numerar în circulație	18,9	19,7	13,2	12,9	11,1	9,2	
Depozite <i>overnight</i>	25,3	24,6	22,8	26,9	24,8	23,0	
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	1,7	3,6	4,9	4,9	3,9	4,5	

Scăderea dinamicii expansiunii monetare s-a datorat cu precădere temperării vizibile a creșterii foarte alerte a masei monetare în sens restrâns (M1), atât ca efect al evoluției numerarului în circulație<sup>65</sup>, cât și pe seama variației depozitelor ON, în principal a celor în lei aparținând populației și societăților nefinanciare. Variația depozitelor la termen sub 2 ani s-a redus la rândul său, dar mai modest, în condițiile accentuării

<sup>60</sup> Pe baza valorilor medii din decembrie, respectiv septembrie, ale cursului de schimb.

<sup>61</sup> Deprecieri mai mari în raport cu euro au consemnat în acest interval zlotul (1,0 la sută) și forintul (4,1 la sută), în timp ce coroana cehă s-a apreciat față de moneda unică europeană cu 0,6 la sută.

<sup>62</sup> În absența altor precizări, în această secțiune variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni nominali.

<sup>63</sup> În termeni reali, variația anuală a M3 și-a accentuat semnificativ declinul, în condițiile majorării ratei anuale a inflației, media acesteia coborând la 6,8 la sută în intervalul octombrie-noiembrie, de la 11,1 la sută în trimestrul III.

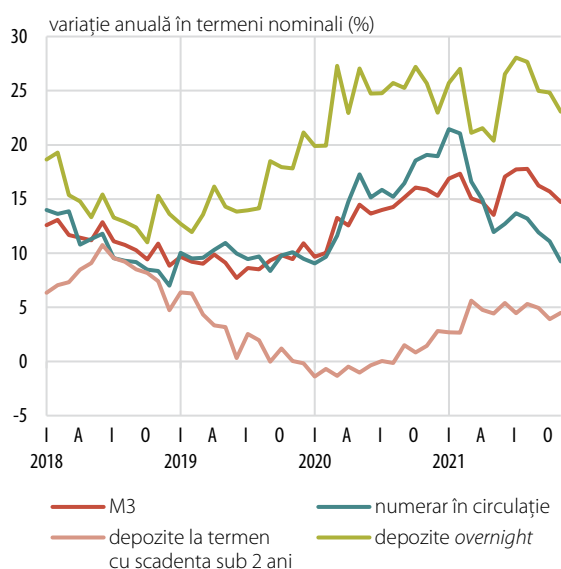
<sup>64</sup> Cea mai înaltă valoare din ultimii circa 12 ani și jumătate, ca medie trimestrială.

<sup>65</sup> A cărui dinamică a coborât la minimul ultimelor șapte trimestre, în condițiile în care în noiembrie aceasta a revenit la un nivel de o singură cifră.



ușoare a declinului anual al plasamentelor populației și ale unei noi moderări a dinamicii depozitelor în lei ale societăților nefinanciare, asociată însă de această dată unui efect de bază. Ponderea M1 în M3 a continuat totuși să se majoreze, ajungând în luna noiembrie la 71,6 la sută – un nou nivel record al perioadei post-februarie 1994 (Grafic 3.7).

**Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare**



Din perspectiva sectoarelor instituționale, pierderea de ritm a M3 a fost determinată în principal de temperarea semnificativă a dinamicii depozitelor populației, cel mai probabil în corelație cu frânarea creșterii veniturilor, contrabalansată totuși parțial, ca impact, de scăderea variației deținerilor de titluri de stat ale persoanelor fizice, care a rămas însă deosebit de înaltă<sup>66</sup>. În același timp, dinamica plasamentelor societăților nefinanciare și-a accentuat ușor descreșterea, pe fondul scăderii în termeni anuali a sumelor încasate în contul fondurilor europene și al decelerării semnificative a creșterii cifrei de afaceri din comerțul cu amănuntul, dar și al influențelor de sens opus venite din ascensiunea ritmului alert al împrumuturilor sectorului, precum și din evoluția sumelor primite de acesta de la buget<sup>67</sup>.

Din perspectiva contrapartidelor M3, temperarea ritmului expansiunii monetare a reflectat diminuarea vizibilă a variației deținerilor de titluri de stat ale instituțiilor financiare monetare<sup>68</sup>, alături de descreșterea ritmului activelor externe nete ale sistemului bancar<sup>69</sup>. Acestea au fost parțial compensate ca efect de prelungirea ascensiunii dinamicii creditului acordat sectorului privat, precum și de contracția în termeni anuali a pasivelor financiare pe termen lung<sup>70</sup> (în premieră pentru ultimii circa trei ani și jumătate<sup>71</sup>).

### Creditul acordat sectorului privat

Creșterea anuală a creditului acordat sectorului privat și-a prelungit ascensiunea pe palierul de două cifre în perioada octombrie-noiembrie, ajungând la o valoare medie de 14,1 la sută<sup>72</sup>, de la 12,9 la sută în trimestrul III<sup>73</sup>. Accelerarea a fost antrenată și de

<sup>66</sup> În perioada octombrie-noiembrie 2021 s-au desfășurat subscrieri pentru două emisiuni de titluri de stat prin programul „Fidelis”, în lei (volum total subscris de 872,5 milioane lei) și în euro (volum total subscris de 42,1 milioane euro), respectiv două emisiuni de titluri de stat în lei în cadrul programului „Tezaur”; în intervalul analizat au ajuns la maturitate titluri de stat deținute de persoanele fizice în valoare de circa 990 milioane lei.

<sup>67</sup> Conform datelor privind execuția bugetului general consolidat, dinamica anuale medii ale cheltuielilor bugetare cu bunurile și serviciile, cu subvențiile și de capital s-au majorat în intervalul octombrie-noiembrie.

<sup>68</sup> Inclusiv în condițiile în care în luna octombrie a ajuns la scadență un volum ridicat de titluri de stat (9,3 miliarde lei).

<sup>69</sup> O influență în sensul reducerii dinamicii anuale a M3, de o amplitudine mai redusă însă, a decurs din majorarea ușoară a ritmului de creștere a depozitelor administrației publice centrale – îndeosebi pe seama componentei în valută.

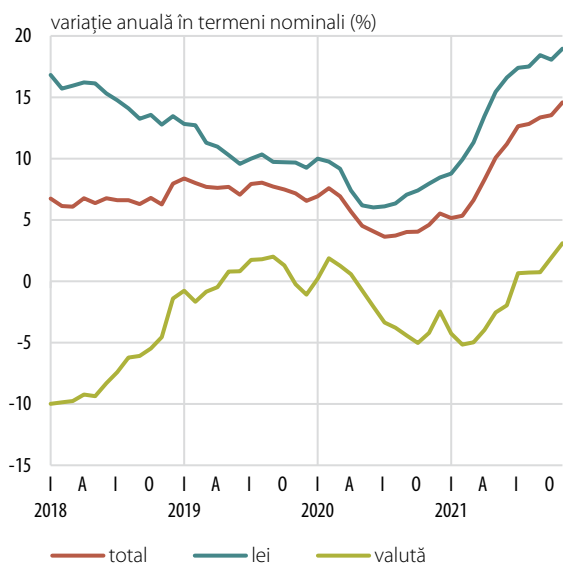
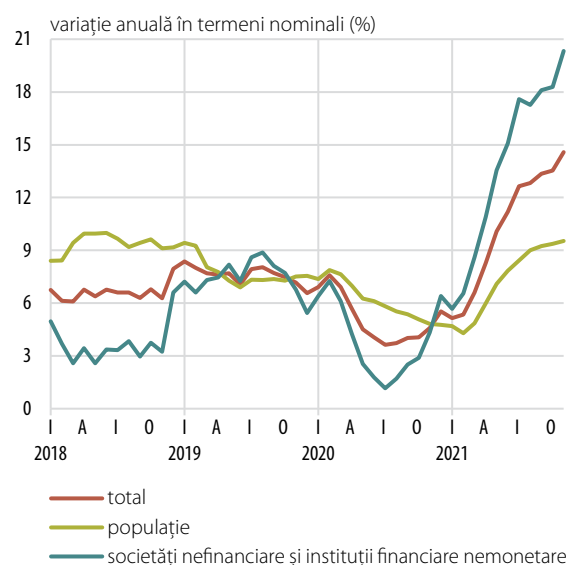
<sup>70</sup> Inclusiv conturile de capital.

<sup>71</sup> Evaluare pe baza datelor trimestriale.

<sup>72</sup> Cel mai înalt nivel din ultimii circa 12 ani, exprimat ca medie trimestrială.

<sup>73</sup> În termeni reali, ritmul mediu de creștere anuală a creditului acordat sectorului privat a decelerat la 5,7 la sută în intervalul octombrie-noiembrie, de la 7,1 la sută în precedentele trei luni – maximum ultimilor circa 12 ani –, în condițiile majorării ratei anuale a inflației.



**Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede****Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale**

această dată cu precădere de componenta în lei, a cărei dinamică a urcat pe ansamblul intervalului la 18,5 la sută – un maxim al ultimilor circa cinci ani<sup>74</sup> –, de la 17,8 la sută în trimestrul III, inclusiv cu aportul consistent al programului guvernamental „IMM Invest România”<sup>75</sup>. O contribuție a avut și creditul în valută (exprimat în euro), a cărui variație a avansat mai vizibil în teritoriul pozitiv (până la cea mai înaltă valoare din ultimii circa nouă ani). Pe acest fond, ponderea în total a împrumuturilor în lei și-a continuat trendul ușor crescător, ajungând în luna noiembrie la 72,0 la sută (Grafic 3.8).

Similar *pattern*-ului precedentelor două trimestre, împrumuturile ambelor sectoare instituționale au susținut trendul ascendent al dinamicii creditului acordat sectorului privat. Astfel, creșterea anuală a creditului acordat societăților nefinanciare a continuat să se accelereze, atingând un maxim al ultimilor 12 ani și jumătate, exprimat ca medie trimestrială. Accelerarea a fost antrenată și în acest interval prioritar de componenta în lei, de această dată exclusiv pe seama evoluției creditelor pe termen scurt, care și-au majorat considerabil dinamica anuală<sup>76</sup>, revenită în teritoriul pozitiv la începutul semestrului II. Notabilă a fost totuși și contribuția creditului în valută (exprimat în euro), a cărui variație s-a mărit la cea mai înaltă valoare din ultimele nouă trimestre (Grafic 3.9).

În același timp, dinamica anuală a creditului acordat populației a continuat să crească, dar vizibil mai lent<sup>77</sup>, în condițiile încetinirii ascensiunii ritmului de două cifre al componentei în lei, atât pe seama creditelor pentru locuințe, cât și a celor pentru consum și alte scopuri, și ale ușoarei accentuări a declinului amplu al creditului în valută (exprimat în euro).

<sup>74</sup> Evaluare pe baza datelor trimestriale.

<sup>75</sup> „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 toată durata de derulare a creditului garantat în cadrul programului. Perioada de valabilitate a acestei scheme de ajutor de stat a fost prelungită până la data de 30 iunie 2022 (de la 31 decembrie 2021). Plafonul de garanții de stat ce au putut fi acordate în cadrul programului „IMM Invest România” pentru anul 2021 a fost în valoare de 15 miliarde lei, din care 1 miliard lei a fost alocat subprogramului „AGRO IMM INVEST”, iar pentru anul 2022 acesta a fost stabilit la 10 miliarde lei, din care 5 miliarde lei sunt direcționate către „AGRO IMM INVEST”.

<sup>76</sup> Maximul ultimilor circa opt ani și jumătate, exprimat ca medie trimestrială.

<sup>77</sup> La un nivel reprezentând totuși maximul ultimilor 14 trimestre.

## 4. Perspectivele inflației

Traectoria prognozată a ratei anuale a inflației IPC este influențată substanțial de evoluția viitoare a prețurilor produselor energetice, grevată de incertitudini majore. Prognoza actuală presupune o accelerare a inflației în luna aprilie 2022, la expirarea perioadei de aplicare a măsurilor de plafonare și compensare a prețurilor la energia electrică și gazele naturale pentru populație, conform prevederilor legislației în vigoare la data publicării prezentului *Raport*. Ulterior, rata anuală a inflației va decelera gradual până în trimestrul I 2023, respectiv abrupt în luna aprilie 2023, pe fondul unui amplu efect de bază favorabil. Valorile proiectate sunt de 9,6 la sută în luna decembrie 2022, respectiv 3,2 la sută în decembrie 2023, cu o contribuție directă semnificativă, de 6,3 puncte procentuale, a dinamicii prețurilor bunurilor energetice (combustibili, energie electrică, gaze naturale) pentru sfârșitul acestui an. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat continuă să recepteze pe termen scurt majorările în lanț ale costurilor de producție, fiind proiectată să crească pe parcursul trimestrului I 2022. Odată cu disiparea treptată a acestor presiuni din partea factorilor de ofertă, sub influența determinantilor fundamentali, tendința ascendentă a indicatorului se va inversa ulterior, fiind prognozată o decelerare graduală, cu o revenire la marginea superioară a intervalului țintei în trimestrul I 2023. Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este apreciată a fi ușor înclinată în sensul unor abateri în sus față de traiectoria descrisă în scenariul de bază. În actuala conjunctură, surse apreciable de incertitudini continuă să provină din partea evoluțiilor viitoare ale crizei energetice și ale celei sanitare.

### Scenariul de bază

#### 4.1. Ipoteze externe

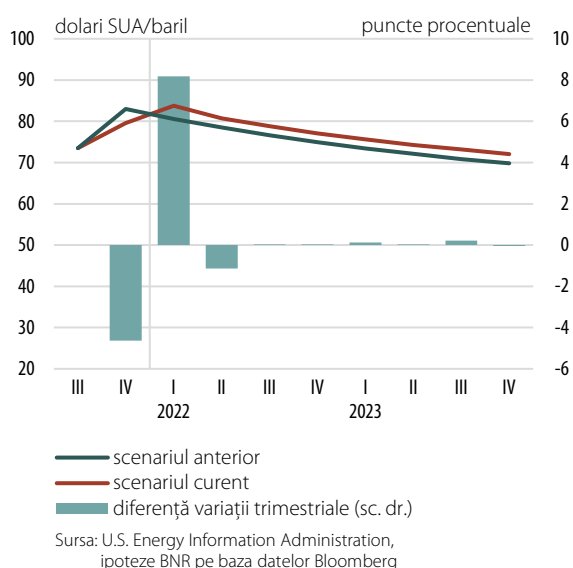
Economiile principalilor parteneri comerciali ai României au înregistrat o evoluție favorabilă în trimestrul III 2021 (fiind estimată o revenire importantă la nivelul întregului an, dar și o depășire, în trimestrul IV 2021, a nivelului pre-pandemie – trimestrul IV 2019 – al indicatorului PIB real UE efectiv, variabilă folosită pentru a aproxima dinamica cererii externe). În acest context, prognozele macroeconomice indică și în următoarele trimestre un ritm relativ robust al dinamicii cererii externe (Tabel 4.1). Comparativ cu *Raportul* anterior, dinamica PIB real UE efectiv a fost revizuită în sens descendent pentru anul curent și, respectiv, în sens ascendent pentru cel următor. Astfel, pe termen scurt, evoluția dinamicii cererii externe are loc pe fondul reactualizării situației pandemice, dar și al persistenței sincopelor în lanțurile de aprovizionare globale și al penuriei unor materii prime și bunuri intermediare. Perspectivele pe termen mediu rămân însă favorabile.

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2022	2023
Creșterea economică în UE efectiv (%)	4,0	2,5
Inflația anuală din zona euro (%)	3,2	1,8
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	2,1	1,8
Inflația anuală IPC SUA (%)	4,2	2,9
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,5	-0,2
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,13	1,15
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	80,1	73,8

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

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



Deviația PIB real UE efectiv a fost revizuită în sens descendent față de *Raportul* anterior, aceasta fiind estimată a-și continua tendința de resorbire, însă într-un ritm mai lent pe termen scurt, indicatorul fiind proiectat a trece în teritoriul pozitiv cu două trimestre mai târziu, la jumătatea acestui an. Totuși, în pofida decalajului menționat, panta revizuită a indicatorului este ușor mai alertă pe parcursul întregului interval de prognoză, astfel încât valorile la orizontul acesteia (trimestrul IV 2023) sunt similare celor din scenariul de bază anterior. În contextul crizei pandemice, cu evoluții marcate de impredictibilitate și, respectiv, de numeroase volatilități, evaluarea deviației PIB real UE efectiv rămâne caracterizată de un grad sporit de incertitudine.

Rata anuală a inflației IAPC din zona euro este estimată a fi atins un maxim local în trimestrul IV 2021. Creșterea puternică de pe parcursul anului 2021 este evaluată în continuare a avea un caracter temporar, deși presiunile inflaționiste recente s-au dovedit mai persistente decât era preconizat anterior – pe fondul prețurilor ridicate la energie (în special gaze naturale), al revenirii rapide a cererii și al creșterii prețurilor producătorilor, în contextul sincopelor în lanțurile de aprovizionare. Începând cu trimestrul I 2022, rata anuală a inflației din zona euro este estimată a se diminua, până la o valoare de sub 2 la sută în trimestrul IV, menținându-se sub acest prag până la orizontul prognozei (trimestrul IV 2023). Această traiectorie este proiectată a avea loc pe seama disipării treptate (în principal prin efecte de bază) a presiunilor inflaționiste acumulate în ultimele luni. Rata anuală a inflației IAPC exclusiv

energie este estimată a fi ușor volatilă pe termen scurt, atingând un nivel de 2,4 la sută în trimestrul II 2022, apoi a evolua la niveluri mai reduse și a se poziționa la 1,9 la sută la orizontul de prognoză. Comparativ cu *Raportul* precedent, prognoza ratei anuale a inflației IAPC exclusiv energie a fost revizuită în sens ascendent atât pentru anul curent, cât și pentru cel următor, în contextul creșterii cvasigeneralizate a costurilor cu factorii de producție.

Pe fondul acestei evoluții a ratei inflației, pe parcursul intervalului de proiecție se anticipează menținerea caracterului stimulat al politicii monetare a BCE. Astfel, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este proiectată să înregistreze în continuare valori negative.

Traectoria cursului de schimb EURUSD rămâne marcată de incertitudini ample. Prognoza anticipează o relativă stabilizare pe termen scurt a cursului de schimb al

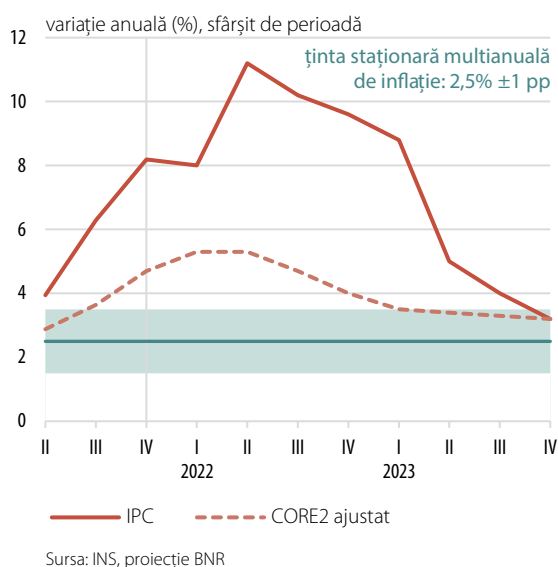
monedei europene față de dolarul american, urmată însă de o ușoară apreciere a monedei euro până la orizontul de proiecție (trimestrul IV 2023).

Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent a fost fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede o creștere în trimestrul I 2022, în jurul valorii medii de 84 USD/baril, urmată de o scădere treptată pe parcursul intervalului de proiecție, până la valori în jurul a 72 USD/baril la orizontul acestuia (Grafic 4.1). Principalii determinanți ai evoluției anticipate rămân cererea globală, corelată cu situația epidemiologică de la nivel mondial, dar și cu actuala criză energetică, și respectiv, pe partea ofertei, menținerea creșterii doar graduale a producției din partea OPEC+. Proiecția evoluției viitoare a prețului petrolului este în continuare grevată de incertitudini ridicate, în contextul evoluției situației medicale, al crizei energetice, dar și al tensiunilor geopolitice.

## 4.2. Perspectivele inflației

În primul trimestru al anului curent, rata anuală a inflației IPC este prognozată la valori relativ stabile, marginal inferioare celei înregistrate în decembrie 2021. Se vor manifesta în continuare presiuni inflaționiste pe segmentul energiei (inclusiv în cazul combustibililor, pe fondul evoluției cotațiilor globale ale țițeiului), dar și la nivelul indicelui CORE2 ajustat. În sens invers va acționa un efect de bază favorabil, asociat scumpirilor de la începutul anului anterior, precum și aplicarea temporară, de la 1 februarie, a unor scheme de compensare mai cuprinzătoare pentru prețurile energiei electrice și ale gazelor naturale<sup>78</sup>. Din aprilie, după încheierea perioadei de aplicare a măsurilor de sprijin prevăzute în legislație, prognoza este grevată de incertitudini majore asociate dinamicii prețurilor bunurilor energetice de pe piețele

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat



de profil. Ipoteza adoptată în scenariul de bază, configurată cu informațiile disponibile la momentul finalizării acestuia, prevede revenirea prețurilor energiei electrice și ale gazelor naturale suportate de consumatorii casnici, în funcție de momentul reînnoirii contractelor, la niveluri ce vor reflecta, odată cu expirarea măsurilor de sprijin, evoluțiile din piețele de energie, care continuă să rămână tensionate. Astfel, prognoza indică o dinamizare a ratei anuale a inflației IPC în luna aprilie, urmată de o decelerare graduală pe parcursul trimestrelor următoare, când sunt așteptate ajustări de mai mică amploare ale prețurilor energiei. La această atenuare a ratei inflației va contribui și dispariția graduală a impactului șocurilor de natura ofertei asupra inflației CORE2 ajustat. La începutul trimestrului II 2023, pe fondul manifestării unor efecte de bază substanțiale asociate creșterilor de prețuri preconizate a se produce în aprilie 2022, dinamica anuală a IPC

<sup>78</sup> Conform prevederilor OUG nr. 3/2022, care completează și modifică schema de compensare configurată inițial prin OUG nr. 118/2021.

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

	variație anuală (%); sfârșit de perioadă							
	2022				2023			
	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	8,0	11,2	10,2	9,6	8,8	5,0	4,0	3,2
Proiecție IPC*	7,9	11,2	10,2	9,6	8,6	4,5	3,5	2,7
Proiecție CORE2 ajustat	5,3	5,3	4,7	4,0	3,5	3,4	3,3	3,2

\*) calculat la taxe constante

se va reduce puternic, cu aproximativ 3,8 puncte procentuale. Ulterior, indicatorul va decelera în iulie și octombrie, revenind în interiorul intervalului țintei (Grafic 4.2, Tabel 4.2). Valorile prognozate pentru finalul anului curent și al celui viitor sunt de 9,6 la sută (din care 6,3 puncte procentuale contribuția energiei) și, respectiv, 3,2 la sută.

Comparativ cu *Raportul* precedent, inflația înregistrată la finele anului trecut a fost mai ridicată cu 0,7 puncte procentuale<sup>79</sup>. De asemenea, prognoza curentă indică majorări mai ample ale prețurilor energiei electrice și ale gazelor naturale

după expirarea schemei de compensare, cu impact mai persistent asupra ratei anuale a inflației, pe fondul prelungirii tensiunilor de pe piețele de energie. O contribuție inflaționistă mai ridicată în acest an provine și din partea prețurilor combustibililor, pe fondul evoluțiilor recente ale cotațiilor țițeiului. În aceste condiții, rata anuală a inflației IPC a suferit revizuirii ascendente substanțiale pentru finele anului curent (+3,7 puncte procentuale, din care 3,5 puncte procentuale explicate de componenta „energie” a coșului de consum). Totuși, valoarea proiectată pentru finele intervalului de prognoză este similară celei anticipate în *Raportul* din luna noiembrie 2021 pentru același orizont.

Rata anuală a inflației de bază este prognozată să își continue traiectoria ascendentă în primul trimestru al anului curent, urmând a atinge un nivel maxim de 5,3 la sută în martie. Ulterior, după o plafonare temporară, aceasta va înregistra o inversare a tendinței, fiind anticipate atenuarea lentă a dinamicii sale și revenirea la marginea superioară a intervalului țintei în trimestrul I 2023 (Grafic 4.2, Tabel 4.2). Pe termen scurt, evoluția survine pe fondul presiunilor inflaționiste din partea costurilor producătorilor (cheltuieli cu materii prime, în special cele energetice și produse agroalimentare, cu materiale și bunuri intermediare, transport), în contextul crizei energetice și al funcționării cu sincope a lanțurilor de producție și aprovizionare. La aceste presiuni, sub impactul aceluiași factori de natura ofertei, se adaugă creșterea anticipațiilor inflaționiste la nivelul tuturor operatorilor economici, în special pe termen scurt, și accelerarea dinamicii prețurilor bunurilor din import. Disiparea treptată a impactului majorării acestor costuri și semnalele transmise din partea conduitei politicii monetare vor favoriza temperarea graduală a anticipațiilor inflaționiste pe parcursul intervalului de prognoză. În cursul anului 2022, inflația bunurilor din import este prognozată să decelereze comparativ cu valorile din a doua jumătate a anului 2021, ulterior revenind pe o traiectorie ușor ascendentă, în linie cu evoluția anticipată a ratei anuale a inflației IAPC exclusiv energie din zona euro. Deviația PIB este reevaluată la valori substanțial mai reduse celor aferente *Raportului* anterior<sup>80</sup>, fiind proiectată în închidere graduală începând din trimestrul III 2022, până la o valoare ușor pozitivă la orizontul proiecției. Astfel, evaluarea implică o diminuare însemnată a presiunilor inflaționiste asociate excedentului de cerere.

<sup>79</sup> Caseta 2 include o evaluare a acurateței prognozelor realizate de BNR pentru rata anuală a inflației IPC la finele anului anterior.

<sup>80</sup> Pentru detalii, a se consulta Secțiunea 4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție.

Comparativ cu prognoza anterioară, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sus pe termen scurt, însă reevaluarea pentru finele anului 2022 este marginală (+0,1 puncte procentuale), în timp ce în trimestrul III 2023, orizontul proiecției precedente, se anticipează o valoare similară celei prognozate anterior. Ajustarea în sus în primele trei trimestre ale anului curent survine în principal pe fondul presiunilor mai accentuate asupra costurilor de producție. Revizuirii ascendente au suferit și anticipațiile inflaționiste (pe întregul interval al proiecției, deși de mai mare amplitudine pe orizontul scurt de timp), precum și rata anuală a inflației din zona euro. În schimb, presiuni inflaționiste de mai mică amploare decurg din partea excedentului de cerere agregată, în condițiile revizuirii acestuia la valori mai reduse pe întregul interval de prognoză.

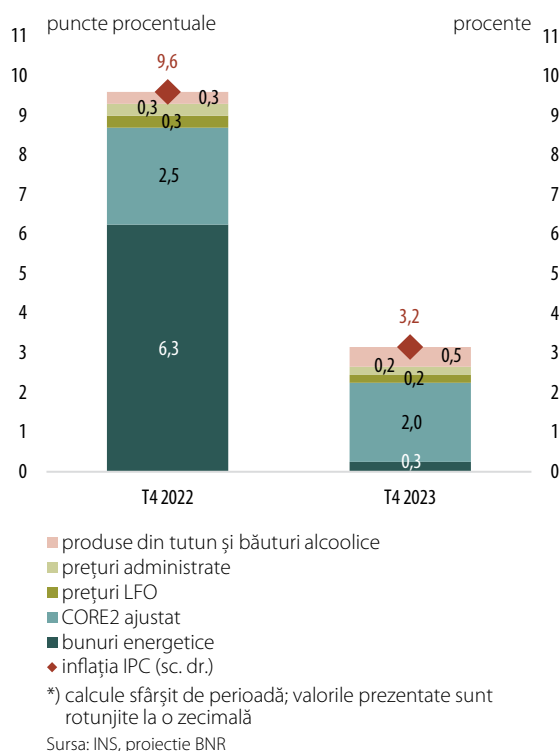
Nivelul prognozat al contribuției cumulate a componentelor de inflație aflate în afara sferei de influență a politicii monetare – prețurile bunurilor energetice (combustibili,

energie electrică, gaze naturale), cele volatile ale alimentelor (LFO), cele administrate și cele ale produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC pentru finele anului curent a înregistrat o nouă corecție ascendentă semnificativă față de *Raportul* precedent, de 3,5 puncte procentuale, până la 7,2 puncte procentuale (explicând în proporție de 75 la sută nivelul prognozat al ratei inflației IPC la acest orizont). O decelerare abruptă a contribuției este anticipată a avea loc în trimestrul II 2023, odată cu ieșirea din baza de calcul a lunilor afectate de majorările substanțiale ale prețurilor energiei electrice și ale gazelor naturale. Astfel, la sfârșitul anului 2023, nivelul prognozat al contribuției componentelor de inflație aflate în afara sferei de influență a politicii monetare la rata anuală a inflației IPC este de 1,2 puncte procentuale (Grafic 4.3), la acest orizont cea mai mare parte a inflației fiind explicată de dinamica componentei CORE2 ajustat (aproximativ 60 la sută).

După o relativă temperare în luna februarie, pe fondul măsurilor de compensare adoptate de autorități, ritmul anual de creștere a prețurilor bunurilor

energetice este anticipat a înregistra o accelerare semnificativă în luna aprilie 2022, odată cu expirarea acestor măsuri<sup>81</sup>. Ulterior, deși sunt anticipate noi majorări în lunile iulie și octombrie, pe fondul procesului de reînnoire a contractelor<sup>82</sup>, dinamica anuală

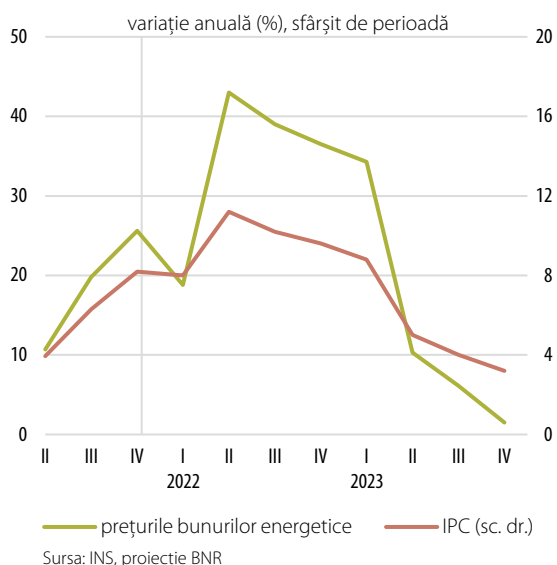
Grafic 4.3. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC\*



<sup>81</sup> La acest orizont prognoza este fundamentată pe baza celor mai recente informații privind ofertele de pe piața concurențială a energiei electrice și cea a gazelor naturale, precum și tarifele de pe segmentul „serviciul universal”, care reflectă deteriorarea semnificativă a condițiilor de piață din perioadele recente.

<sup>82</sup> La nivelul agregatului energie electrică și gaze naturale, majorările previzionate pentru lunile iulie și octombrie sunt mai reduse ca magnitudine relativ la cea anticipată pentru luna aprilie.

**Grafic 4.4. Inflația anuală IPC și a prețurilor bunurilor energetice**

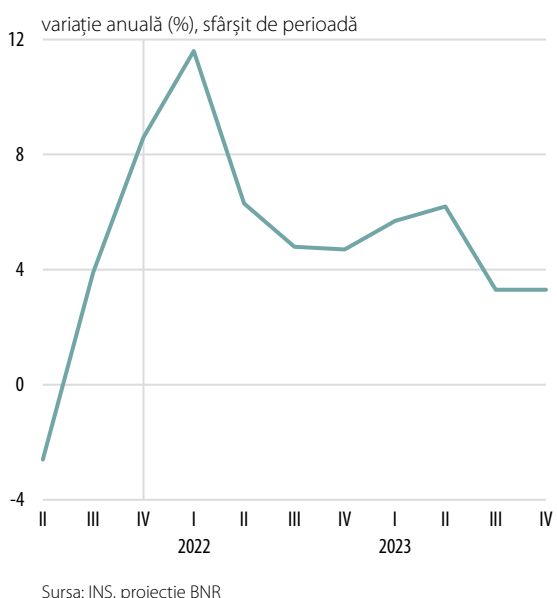


este previzionată să decelereze și să înregistreze o corecție abruptă în trimestrul II 2023, pe seama efectelor statistice de bază. Valorile prognozate sunt de 36,5 la sută pentru finele anului curent și de 1,5 la sută pentru sfârșitul anului 2023 (Grafic 4.4). Nivelul prognozat pentru decembrie 2022 a fost revizuit ascendent cu 20,5 puncte procentuale, în condițiile celor mai recente informații privind ofertele furnizorilor adresate consumatorilor casnici.

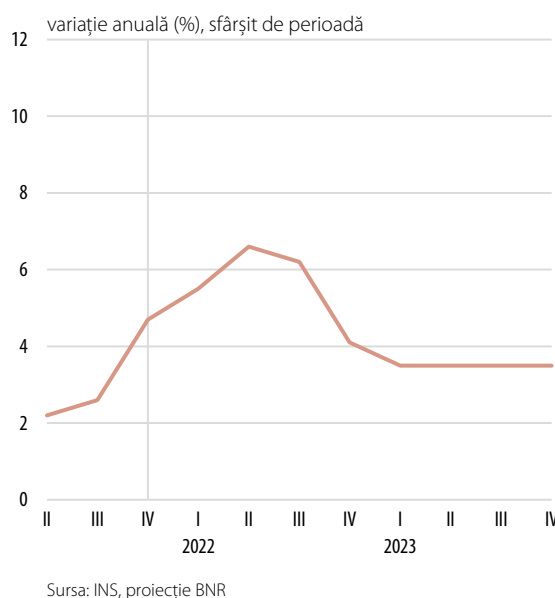
Dinamica anuală a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) este prevăzută a se poziționa la niveluri relativ apropiate de cele prognozate în runda precedentă. La finele celor doi ani de prognoză, valorile proiectate sunt de 4,7 la sută<sup>83</sup> și, respectiv, 3,3 la sută (Grafic 4.5). Traiectoria a fost fundamentată în ipoteza înregistrării unor producții agricole normale<sup>84</sup>.

Scenariul de evoluție a grupeii produselor cu prețuri administrate<sup>85</sup> prevede creșteri anuale ale prețurilor aferente de 4,1 la sută pentru finele anului curent și 3,5 la sută pentru sfârșitul celui viitor (Grafic 4.6), fundamentate în principal pe baza evoluțiilor istorice. Valoarea previzionată pentru sfârșitul anului curent a fost revizuită în sens ascendent cu 1,6 puncte procentuale pe baza celor mai recente evoluții.

**Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor LFO**



**Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor administrate**



<sup>83</sup> Nivel revizuit ușor descendent (cu 1 punct procentual), pe seama unui efect de bază asociat unor evoluții mai nefavorabile la finele anului trecut comparativ cu cele prognozate.

<sup>84</sup> Raportat la mediile multianuale calculate ale variabilei.

<sup>85</sup> Circa 75 la sută din ponderea grupeii este deținută de medicamente și apă, canal, salubritate. Ponderea energiei termice, a cărei dinamică este influențată de majorările substanțiale ale prețurilor gazelor naturale, este de 7,4 la sută.



Dinamica anuală a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este prognozată la 4,2 la sută la finele anului 2022 și 6,3 la sută la sfârșitul celui viitor. Traectoria pentru anul curent este marcată de majorările înregistrate la începutul anului, în contextul în care, conform legislației în vigoare, nu vor fi operate creșteri ale accizei în 2022. Pentru anul viitor, în lipsa altor informații de la autoritățile de profil, se prevede reluarea calendarului de majorare a accizei. Față de proiecția precedentă, revizuirile sunt reduse ca magnitudine.

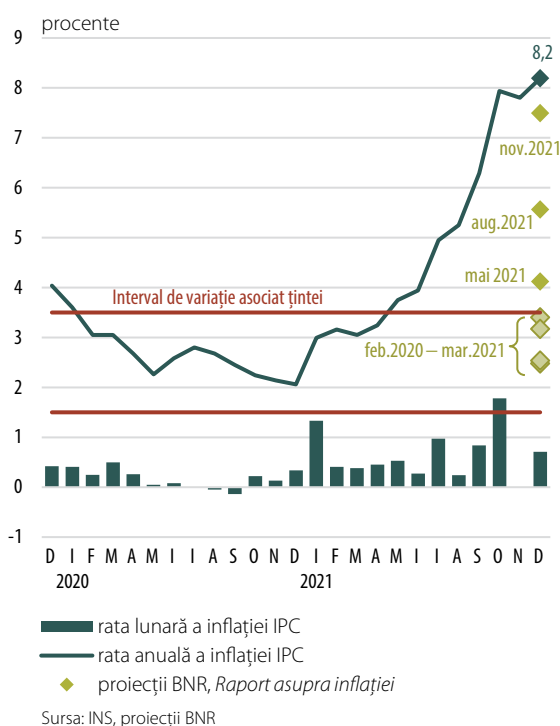
### Caseta 2. Evaluarea acurateții prognozelor macroeconomice pentru rata anuală a inflației IPC din decembrie 2021

Caseta de față continuă prezentarea, cu frecvență anuală, a evaluării acurateții prognozelor realizate de BNR pentru rata anuală a inflației IPC la finele anului anterior (în acest caz, decembrie 2021). Aceasta a făcut obiectul a opt runde de prognoză corespunzătoare *Rapoartelor asupra inflației* publicate în intervalul februarie 2020 – noiembrie 2021, valorile proiectate plasându-se sub nivelul înregistrat (8,2 la sută, din care contribuția componentelor exogene sferei de acțiune a politicii monetare a reprezentat aproximativ 5,5 puncte procentuale).

Rata anuală a inflației IPC a înregistrat o majorare accelerată în a doua jumătate a anului 2021, variațiile lunare ale prețurilor consemnând valori substanțiale în iulie, septembrie, octombrie și decembrie (Grafic A). Traectoria a fost determinată în principal de scumpirea rapidă a bunurilor energetice, suprapusă unor șocuri de ofertă suplimentare (majorări substanțiale ale cotațiilor produselor

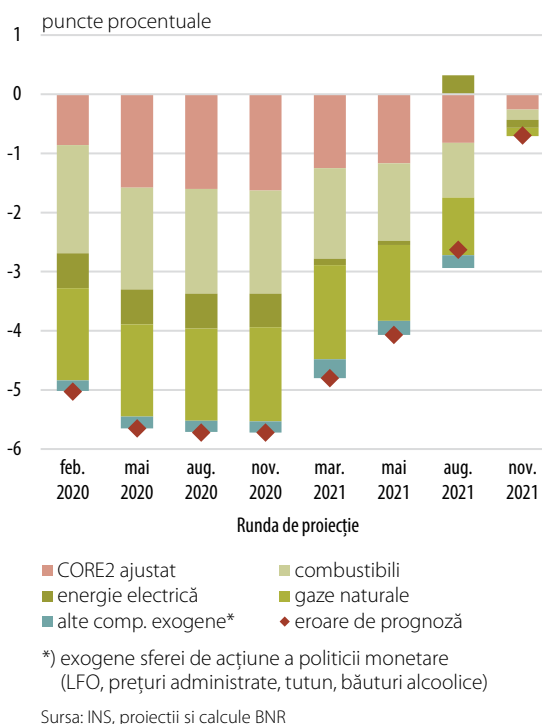
agroalimentare, sincope în lanțurile globale de producție și aprovizionare). Aceste evoluții, dificil de anticipat (inclusiv în privința magnitudinii), au fost încorporate gradual în prognozele BNR, pe măsură ce informațiile au devenit disponibile, rata anuală a inflației IPC din decembrie 2021 fiind proiectată la un nivel plasat peste marginea superioară a intervalului țintei încă din *Raportul* publicat în luna mai (Grafic A). Anterior manifestării acestor șocuri, proiecțiile BNR pentru finele anului 2021 indicau, în linie cu prognozele altor instituții, o rată anuală a inflației IPC situată în jumătatea superioară a intervalului țintei, cu o contribuție a componentelor coșului IPC aflate în afara sferei de influență a politicii monetare de aproximativ 1,5 puncte procentuale. Ulterior, prognozele BNR au suferit revizuri succesive ascendente, menținându-se însă sub nivelul înregistrat (8,2 la sută). De altfel, natura și magnitudinea unor astfel de șocuri sunt dificil de anticipat, singura cale rezonabilă de a le încorpora *ex ante* în procesul decizional al politicii monetare fiind prin intermediul scenariilor de risc asociate prognozelor macroeconomice, concepute

Grafic A. Rata anuală a inflației IPC – evoluții istorice și valori prognozate pentru orizontul decembrie 2021

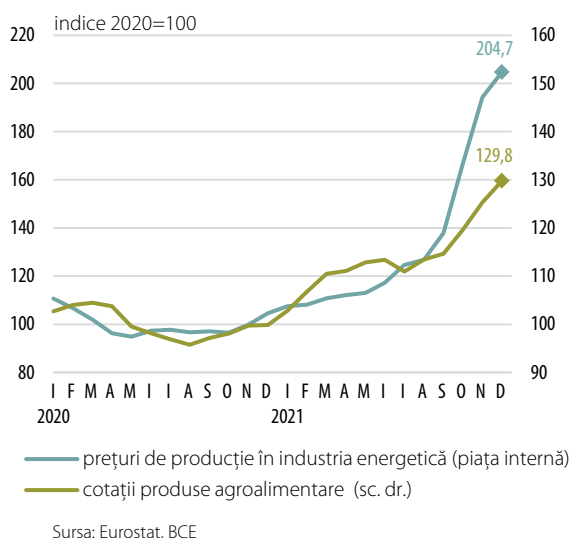




**Grafic B. Descompunerea erorilor de prognoză aferente inflației IPC din decembrie 2021 pe componente ale coșului de consum**



**Grafic C. Evoluția prețurilor de producție în industria energetică și a cotațiilor produselor agroalimentare**



și prezentate periodic de către direcțiile de specialitate factorilor de decizie<sup>86</sup>.

Descompunerea erorilor de prognoză – definite ca diferență între valoarea previzionată și cea efectiv înregistrată – pe componente ale coșului de consum (Grafic B) relevă aportul dominant al bunurilor energetice (combustibili, gaze naturale și energie electrică) și al indicelui CORE2 ajustat la explicarea acestora (de altfel, acestea sunt componentele coșului de consum cel mai puternic afectate de șocurile mai sus menționate).

Astfel, o contribuție importantă la accelerarea inflației de pe parcursul anului 2021 a provenit din partea prețurilor produselor energetice. Pe de o parte, această evoluție a fost susținută de progresul consemnat la începutul anului 2021 în planul vaccinării la nivel mondial, care a permis relaxarea restricțiilor de mobilitate, făcând posibilă o revenire a activității economice într-un ritm ce a depășit așteptările. În consecință, cotațiile celor mai multe materii prime, inclusiv petrol și gaze naturale, s-au poziționat pe o traiectorie pronunțat crescătoare, în condițiile în care oferta de astfel de produse nu a putut acomoda ritmul de expansiune a cererii. Pe de altă parte, în cazul cotațiilor gazelor naturale de pe piața europeană, un factor important al ascensiunii a fost unul de natură conjuncturală, reprezentat de nivelul redus al stocurilor, dificil de suplimentat pe fondul unor cauze atât de natură structurală, cât și geopolitică<sup>87</sup>. În ceea ce privește avansul cotațiilor energiei electrice din a doua jumătate a anului 2021 pe piețele europene și, implicit, pe cea din România, determinante au fost majorarea amplă a costurilor de producție pentru centralele pe bază de combustibili fosili, dar și creșterea prețurilor certificatelor de emisii CO<sub>2</sub>, în contextul măsurilor vizând accelerarea, pe plan european, a tranziției către o economie verde. De asemenea, în cazul gazelor naturale și al energiei electrice, transmisia

<sup>86</sup> Cele mai importante surse de risc care pot conduce la abateri ale ratei inflației IPC de la traiectoria prognozată sunt prezentate în cadrul *Rapoartelor asupra inflației*, în Secțiunea 4.4. Riscuri asociate proiecției.

<sup>87</sup> Pentru detalii, a se consulta Caseta „Creșterea prețurilor energiei: impact asupra ratei inflației și a activității economice”, *Raportul asupra inflației*, ediția din noiembrie 2021.

modificării cotațiilor externe asupra prețurilor finale interne a fost influențată și de liberalizarea completă a acestor piețe, în iulie 2020 și, respectiv, ianuarie 2021.

În ceea ce privește inflația de bază CORE2 ajustat, aceasta a resimțit în a doua parte a anului 2021 presiuni relativ ample provenind din partea costurilor de producție (induse de creșterea substanțială a prețurilor pe piețele de energie), dar și a majorării cotațiilor produselor agroalimentare și ale altor materii prime și materiale (Grafic C), inclusiv ca urmare a sincopelor înregistrate în funcționarea lanțurilor de aprovizionare. În același timp, evoluția favorabilă a cererii, pe fondul refacerii încrederii consumatorilor odată cu relaxarea restricțiilor de mobilitate, a facilitat transmisia creșterii costurilor în prețurile finale.

De o magnitudine considerabil mai redusă, la subestimarea ratei anuale a inflației IPC din decembrie 2021 a contribuit și componenta prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) a coșului de consum. În ciuda unei recolte bogate, dinamica anuală înregistrată de această componentă la finele anului trecut a fost relativ ridicată (8,6 la sută), pe fondul unor condiții favorabile de cerere (inclusiv ca urmare a redeschiderii industriei ospitalității), fapt care le-a permis agenților economici să recupereze o parte din pierderile înregistrate în contextul pandemic.

Prețurile administrate și cele ale produselor din tutun și băuturilor alcoolice au avut contribuții marginale la erorile de prognoză asociate ratei anuale a inflației IPC din decembrie 2021.

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

#### Deviația PIB

Trimestrul III al anului 2021 a fost marcat o decelerare trimestrială amplă a activității economice, dinamica modestă de 0,4 la sută<sup>89</sup> fiind, în același timp, inferioară prognozei pe termen scurt formulate în cadrul *Raportului* precedent. În structură, pe latura cererii se remarcă contribuția puternic negativă a termenilor reziduali (discrepanța statistică și variația stocurilor, componente pentru care evoluțiile istorice fac dificilă atribuirea unui conținut economic explicit), reliefând discrepanțe majore între evoluțiile PIB și cele ale componentelor sale. Similar trimestrelor recente, magnitudinea ridicată a acestei componente semnalează, printre altele, dificultățile în colectarea datelor statistice în contextul pandemic. Acest aspect sugerează, implicit, și potențiale revizurii importante, în viitor, ale seriilor de date istorice. Pe latura ofertei, de menționat este supraestimarea, în scenariul de bază anterior, a contribuției excepționale a producției agricole, însă în contextul unei variabilități ridicate și al unor revizurii importante ale seriei istorice ajustate sezonier ale VAB corespunzător acestui sector.

Atât pentru trimestrul IV 2021, cât și pentru trimestrul I 2022 se preconizează ritmuri modeste ale dinamicii trimestriale a economiei. Ambele trimestre sunt afectate

<sup>88</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale trimestriale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MF, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Reuters.

<sup>89</sup> Comunicatul INS nr. 9 din 12 ianuarie 2022.

de efectele nefavorabile ale traiectoriei ascendente a inflației asupra puterii de cumpărare a populației, de creșterea costurilor cu materiile prime și energia pentru producători (cu un impact anticipat de mai mare amploare față de *Raportul precedent*<sup>90</sup>), precum și de persistența perturbărilor în lanțurile globale de producție și aprovizionare.

În prima parte a trimestrului IV 2021 a avut loc o înrăutățire semnificativă a situației medicale, ce a impus introducerea unor restricții de mobilitate suplimentare. În luna decembrie, acestea au fost însă relaxate, cu beneficii în special asupra activității din

segmentele HoReCa și din cele cultural-recreative.

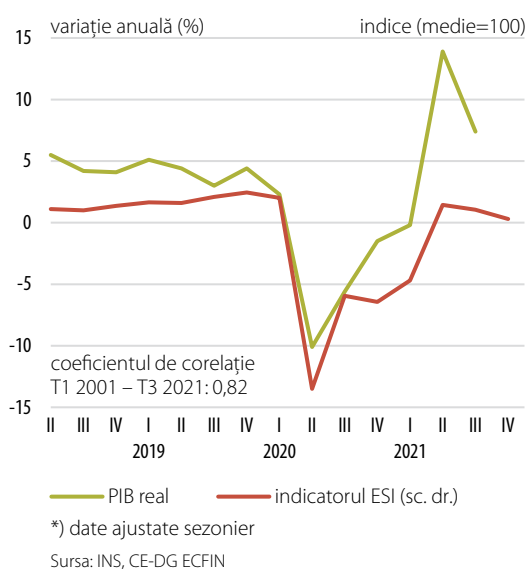
De altfel, impactul advers al restricțiilor de pe parcursul trimestrului este apreciat ca fiind mai redus comparativ cu vârfurile din precedentele valuri ale epidemiei, în contextul permiterii accesului populației la activitățile neesențiale, condiționat de deținerea unui certificat verde. Afirmatia este susținută și de înrăutățirea de mai mică amploare a valorilor privind traficul aerian, precum și a indicilor de mobilitate internă de la Google (de exemplu, cel aferent spațiilor de comerț și activități recreative). Acestea pot fi suprapuse menținerii, ulterior unei diminuări ușoare, a indicatorului de încredere ESI peste pragul de referință de 100 de puncte, ce corespunde mediei pe termen lung (Grafic 4.7)<sup>91</sup>.

Pentru trimestrul I 2022, perspectivele sunt marcate de ample incertitudini, dată fiind intensificarea fără precedent, din luna ianuarie, a numărului de infectări cu tulpina Omicron atât în România, cât

și în rândul partenerilor săi comerciali. Înăsprirea restricțiilor de mobilitate impuse la nivel local, condiționată de incidența cazurilor noi, este evaluată a avea efecte similare asupra mobilității interne (după perioada sărbătorilor de iarnă) celor de pe parcursul valului precedent<sup>92</sup>. Totuși, date fiind exemplele de creștere explozivă a infectărilor în rândul mai multor țări europene, suprapuse vulnerabilității crescute a populației României (în contextul ratelor reduse de vaccinare), există un risc de înăsprire a măsurilor de distanțare, cât și de limitare voluntară mai intensă a mobilității. Efectele negative sunt în continuare apreciate a afecta preponderent sectorul serviciilor. În contextul contagiozității deosebit de ridicată a noii tulpini, un risc suplimentar constă în perturbarea activității în anumite sectoare pe seama izolării/carantinării personalului.

După contracția de pe parcursul anului 2020, PIB real este evaluat a fi înregistrat în 2021 o dinamică medie anuală semnificativă, inclusiv pe seama unui efect de bază

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



<sup>90</sup> În același timp, impactul la nivelul prețului final pentru consumatorii casnici pe termen scurt este parțial atenuat de măsurile de compensare aplicate începând cu luna noiembrie 2021.

<sup>91</sup> În ceea ce privește alți indicatori cu frecvență ridicată monitorizați, pentru ultimele două luni ale trimestrului IV 2021, semnalele privind activitatea economică sunt mixte, unele relativ favorabile provenind din partea unor indicatori precum stocul creditelor acordate sectorului privat, indicele Sentix, iar altele mai puțin favorabile, din partea randamentelor titlurilor de stat cu maturitate de 10 ani, ROBOR la 3 luni și a cotațiilor OAS.

<sup>92</sup> Pentru prima lună a anului curent, ceilalți indicatori cu frecvență ridicată monitorizați (printre care randamentele titlurilor de stat cu maturitate de 10 ani, ROBOR la 3 luni și consumul de energie electrică) conferă semnale în general mai puțin favorabile.

favorabil<sup>93</sup>. Pentru anul curent și cel următor, deși dinamica prognozată sunt mai atenuate, acestea pot fi caracterizate ca fiind robuste, plasându-se în apropierea celor ale PIB potențial. De menționat este includerea, în continuare, în prognoza macroeconomică a unor efecte asociate atragerii de fonduri europene prin programul „Next Generation EU”, menținându-se ipoteza unei absorbții moderate a acestor fonduri. Un factor suplimentar favorizant al dinamicii PIB intern este și redresarea în ansamblu a economiilor partenerilor externi (pentru detalii, a se consulta Secțiunea 4.1. Ipoteze externe).

Față de *Raportul* precedent, atât traiectoria recentă, cât și cea proiectată a PIB au fost totuși revizuite în jos. Pentru anul 2021, diferențele reflectă în principal încetinirea semnificativă, neanticipată anterior, a economiei în al doilea semestru. Ulterior, atenuarea ritmului mediu anual rezultă inclusiv din impactul, anticipat a fi mai substanțial, din partea majorărilor prețurilor la energie asupra componentelor cererii agregate<sup>94</sup>, la care se adaugă efectele normalizării conduitei politicii monetare a BNR.

Comparativ cu *Raportul* din noiembrie 2021, ritmurile anuale ale PIB potențial au fost reevaluate în sens descendent. Pe de o parte, diferențele provin din revizuirea recentă, în același sens, a dinamicii PIB real ajustat sezonier, respectiv cea a formării brute de capital fix, cu efecte imediate și persistente asupra productivității totale a factorilor de producție (TFP). În plus, este așteptat ca impactul advers asupra agenților economici, provenind din partea creșterilor substanțiale ale prețurilor bunurilor energetice (cu efecte asupra cantumului resurselor disponibile pentru investiții), să fie mai însemnat decât cel preconizat anterior. Totuși, ulterior revigorării PIB potențial de pe parcursul anului 2021 (ce reflectă inclusiv un important efect de bază), traiectoria acestuia relevă în continuare ritmuri anuale robuste, antrenate în principal de aportul stocului de capital și de avansul productivității factorilor de producție.

Accumularea consistentă a stocului de capital surprinde perspectivele continuării creșterii fluxurilor de investiții, inclusiv pe seama implementării proiectelor finanțate din fonduri europene provenite din multiple surse<sup>95</sup>. Forța de muncă, proiectată a avea o contribuție stabilă după recuperarea din anul precedent, reflectă tendințele favorabile ale ratei de activitate și ale numărului mediu de ore lucrate pe angajat. Însă, pe termen mai lung, în sens opus acționează evoluțiile demografice nefavorabile din România, cu un ritm de diminuare a populației în vârstă de muncă anticipat a fi destul de alert. Aportul trendului TFP este susținut de câștiguri de eficiență asociate modificărilor la nivelul strategiei de afaceri a companiilor, prin continuarea procesului de inovare și digitalizare<sup>96</sup> în majoritatea sectoarelor economiei. Totuși, pe termen mediu și lung, dinamica factorului rămâne afectată de deficiențele structurale ale

<sup>93</sup> Creșterea de pe parcursul anului 2021 înglobează, de asemenea, și un efect de *carry-over* semnificativ (cuantificat la 2,5 puncte procentuale), în contextul revigorării alerte din a doua jumătate a anului 2020. Efecte ridicate sunt, de altfel, cuantificate și în cazul componentelor PIB. Pentru referințe metodologice, a se consulta Caseta „Impactul efectului de tip *carry-over* asupra ratei medii anuale de creștere a PIB real”, *Raportul asupra inflației*, ediția din august 2013.

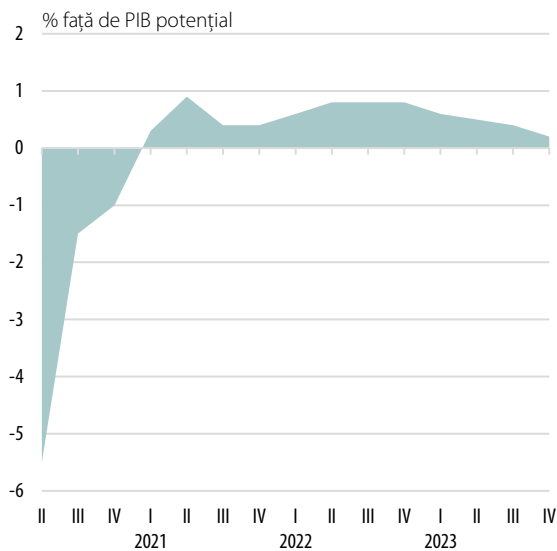
<sup>94</sup> Caseta 3 evaluează impactul majorării prețurilor la energie asupra numărului de salariați. *Ceteris paribus*, creșterea costurilor cu energia acționează atât prin cererea de bunuri (reducerea venitului real), cât și prin oferta de bunuri (creșterea costurilor de producție și scăderea forței de muncă).

<sup>95</sup> Cadru financiar multianual 2021-2027, programul „Next Generation EU” (2021-2026), prelungirea (derogatorie) a absorbției în Cadru financiar multianual 2014-2020.

<sup>96</sup> Inclusiv dezvoltarea sectorului IT&C sau implementarea cu prioritate a proiectelor de optimizare digitală, în conformitate cu *Raportul Global Competitiveness 2020* al World Economic Forum sau cu studiul „Digitalizarea în companiile din România” (octombrie 2021), MKOR Consulting. Totuși, *Raportul* din 2021 cu privire la Indicele economiei și societății digitale (DESI) al Comisiei Europene plasează încă România pe ultima poziție în cadrul UE, cu un nivel peste medie doar în sectorul Conectivitate.

economiei<sup>97</sup>, a căror natură este persistentă, inclusiv cu privire la calitatea infrastructurii sau la capacitatea administrativă de a implementa proiecte viabile de investiții.

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

Magnitudinea excesului de cerere agregată a fost, de asemenea, revizuită în jos față de *Raportul* precedent. O primă diferență, notabilă, a profilului deviației PIB (Grafic 4.8) este reprezentată de reestimarea valorilor de pe parcursul întregului an 2021, cea corespunzătoare ultimului trimestru fiind de 0,4 la sută, cu aproximativ 1,1 puncte procentuale mai redusă față de evaluarea anterioară. Modificarea reflectă atât revizuirea de către INS a dinamicii PIB real ajustat sezonier la valori mai puțin favorabile ulterior declanșării pandemiei și până la jumătatea anului trecut, cât și încetinirea, de o magnitudine peste așteptări, a economiei în a doua jumătate a anului 2021. De subliniat este faptul că efectele acestei reconfigurări sunt persistente asupra întregii traiectorii a indicatorului. A doua diferență față de *Raportul* din luna noiembrie constă în înscrierea *gap*-ului PIB de la jumătatea anului curent pe o pantă ușor descendentă (comparativ cu una marginal ascendentă în cazul prognozei anterioare).

Deviația PIB atinge astfel un punct de minim la finele intervalului de prognoză<sup>98</sup> (trimestrul IV 2023), când este proiectată la valoarea de 0,2 la sută.

Sursa reprofilării pantei *gap*-ului PIB pe intervalul de proiecție este reprezentată de modificarea în jos a contribuțiilor majorității factorilor fundamentali. Noua traiectorie a deviației PIB se conturează inclusiv pe fondul continuării normalizării politicii monetare a BNR și al procesului de consolidare fiscală (impactul din partea politicii fiscale și a celei de venituri fiind evaluat, similar *Raportului* anterior, a fi devenit restrictiv încă de anul trecut). De asemenea, aportul componentei ciclice a cererii externe a fost ușor reconfigurat în jos, cu precădere pe termen scurt, în contextul evoluției situației pandemice și al persistenței sincopelor din lanțurile de aprovizionare globale.

În structură, creșterea medie anuală a PIB este imprimată de cea a consumului gospodăriilor populației, la care se adaugă contribuția formării brute de capital fix<sup>99</sup>. Aportul exporturilor nete reale este proiectat a rămâne negativ, cu valori accentuate în 2021 (comparativ cu anul anterior), iar ulterior în apreciazabilă atenuare.

<sup>97</sup> Evidențe sunt aduse de clasamentul *Ease of Doing Business* al Băncii Mondiale, *Raportul Global Competitiveness Index* al World Economic Forum sau de analiza *European Innovation Scoreboard* a Comisiei Europene (ce clasează România în categoria inovatorilor emergenți, cu un nivel de performanță sub 70 la sută relativ la media UE). Conform *IMD World Competitiveness Ranking 2021*, România ocupă locul 48 (un avans cu 3 poziții față de anul 2020) într-un clasament mondial de competitivitate ce vizează 64 de state.

<sup>98</sup> Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este imprimată de cele ale componentelor cererii interne (în special, cea aferentă consumului gospodăriilor populației), în timp ce deviațiile exporturilor și ale importurilor exercită o contribuție netă negativă, însă în atenuare pe parcursul intervalului de prognoză.

<sup>99</sup> Pentru anul 2021, rămâne de semnalat contribuția, evaluată la o valoare ridicată, a variației stocurilor la dinamica medie anuală a PIB. În acest sens, de reamintit este afectarea estimării agregatelor Conturilor Naționale Trimestriale începând cu trimestrul I 2020 (ce implică și posibile revizuirii viitoare, de o magnitudine mai mare decât în mod obișnuit, ale seturilor de date). Detalii pot fi regăsite în Nota metodologică *Orientări privind estimarea Conturilor Naționale Trimestriale* (inclusiv estimări „semnal”) în contextul crizei COVID-19, Eurostat (24 aprilie 2020), disponibilă pe *website*-ul INS.

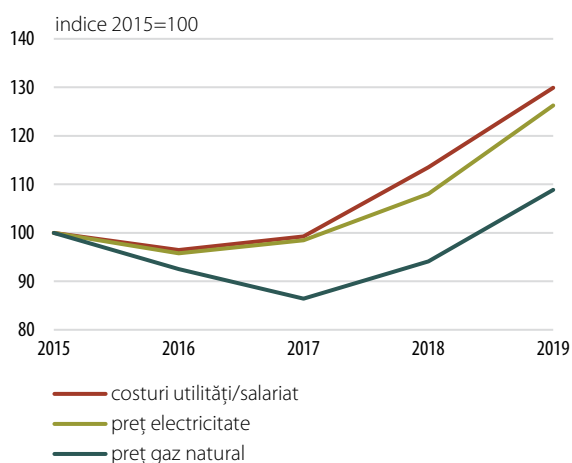
### Caseta 3. Impactul creșterii costurilor cu utilitățile asupra numărului de salariați

Creșterea substanțială din ultima perioadă a prețurilor materiilor prime și ale energiei a contribuit la perturbarea lanțurilor globale de aprovizionare și la avansul incertitudinii privind evoluția economiei ulterior pandemiei. Aceste fenomene au un potențial efect negativ asupra locurilor de muncă și a deciziilor de investiții, predominant în cadrul companiilor intensiv consumatoare de energie. Prin urmare, Caseta are ca scop estimarea impactului creșterii costurilor cu energia/utilitățile asupra numărului de salariați în cazul companiilor nefinanciare din România.

În general, literatura de specialitate identifică un impact negativ al creșterii prețurilor la energie asupra numărului de salariați<sup>100</sup>, însă rezultatele variază destul de mult

în funcție de țări și metodele de estimare. Marin și Vona (2021) concluzionează, pe baza unui eșantion de firme din industria prelucrătoare din Franța, că majorările prețurilor la energie reduc substanțial consumul de energie și emisiile de dioxid de carbon și scad ușor ocuparea forței de muncă (i.e. o elasticitate de -0,08). Bijmens *et al.* (2021) estimează elasticități medii ale numărului de salariați la majorări ale prețului electricității cuprinse între -0,02 și -0,06, unele sectoare fiind mai afectate (elasticitate până la -0,2), în timp ce în altele, numărul de salariați tinde chiar să crească ușor pe termen scurt (de ex. în industria textilă sau cea a prelucrării lemnului). Tot în cazul industriei prelucrătoare, Cox *et al.* (2014) constată, pe baza unui studiu microeconomic la nivelul Germaniei, că prețurile mai mari ale energiei electrice conduc la o reducere a ocupării forței de muncă, cauzată de contracția producției. Autorii estimează elasticități cuprinse între -0,06 și -0,69 în funcție de nivelurile de calificare ale forței de muncă. Deschenes (2010) estimează, pentru SUA, o relație negativă între prețurile la energia electrică și ocuparea forței de muncă (cu elasticități între -0,10 și -0,16).

Grafic A. Evoluția relativă a costurilor cu utilitățile/salariați și cea a prețului electricității și gazului natural pentru consumatorii industriali/non-casnici medii



Notă: În cazul energiei electrice și gazului natural, s-au luat în considerare prețurile (fără TVA și alte taxe) pentru utilizatorii industriali/ non-casnici cu un consum anual între 2 000 și 20 000 MWh (în cazul electricității) și între 100 000 GJ și 1 000 000 GJ (în cazul gazului natural). În cazul costurilor cu utilitățile/salariați, nu sunt incluse companiile cu mai puțin de patru salariați.

Sursa: Eurostat, MF, calcule BNR

Pentru estimările din Caseta de față s-au utilizat date bilanțiere anuale pentru companiile nefinanciare cu capital majoritar privat din economie în perioada 2015-2019, excluzând companiile cu mai puțin de patru salariați. Deși disponibile

<sup>100</sup> Hille și Möbius (2019) constată efecte pozitive nete asupra forței de muncă la creșterea prețurilor la energie. Justificarea prezentată este aceea că pierderile de forță de muncă din sectoarele mai puțin eficiente energetic sunt mai mult decât compensate de sectoarele cu un consum mai redus de energie. Un alt mecanism prin care creșterea prețurilor la energie poate avea efecte pozitive asupra numărului de salariați constă în existența în cadrul companiilor a unor categorii de capital (utilaje consumatoare de energie) ce pot fi substituite printr-un aport sporit de forță de muncă (Henriksson *et al.* 2012), reducându-se astfel consumul de energie.

la acest moment, datele pentru anul 2020 suferă de potențiale probleme de subraportare<sup>101</sup>, induse, cel mai probabil, de izbucnirea pandemiei, ceea ce conduce la o supraestimare a numărului de companii ieșite de pe piață în decursul anului.

Pentru a surprinde mai bine creșterea costurilor cu utilitățile, eliminând pe cât se poate efectul de volum al consumului (ajustări inerente introducerii unor tehnologii noi), eșantionul analizat cuprinde o perioadă relativ scurtă de timp (cinci ani), raportând costurile cu utilitățile la numărul de salariați ai companiei<sup>102</sup>. Astfel, după cum se observă din Graficul A, în perioada analizată, dinamica costurilor cu utilitățile/salariat ale companiilor din eșantion este asemănătoare celei a prețurilor la energie, mai ales electricitate. Estimarea are ca variabilă dependentă numărul de salariați, iar ca variabilă explicativă principală costurile cu utilitățile/salariat (ambele în formă logaritmată)<sup>103</sup>.

**Tabel A. Elasticitatea medie a numărului de salariați la majorări ale costurilor cu utilitățile**

	nr. salariați	nr. salariați
Costuri utilități/salariat	-0,036***	-0,042***
Vârstă		DA
Sector CAEN x ani	DA	DA
Efecte fixe de companie	DA	DA

\*)  $p < 0,05$ , \*\*)  $p < 0,01$ , \*\*\*)  $p < 0,001$

Notă: Estimări OLS, erori robuste la heteroscedasticitate. Variabila dependentă este numărul de salariați ai unei companii, principalul regresor fiind costurile cu utilitățile/salariat (ambele în formă logaritmată). Pe lângă efectele fixe de companie și timp (an), s-au folosit drept variabile de control sectorul CAEN în care operează compania (și interacțiunea acestuia cu fiecare an) și vârsta companiei. Pentru importanța vârstei în explicarea dinamicii și nivelului numărului de salariați, a se vedea Caseta „Evidențe privind crearea și distrugerea locurilor de muncă în România”, aferentă *Raportului asupra inflației*, ediția din noiembrie 2018. Nu sunt incluse companiile cu mai puțin de patru salariați.

Sursa: Eurostat, MF, calcule și estimări BNR

Estimările indică o elasticitate a numărului de salariați la o creștere a costurilor cu utilitățile de aproximativ -0,04, i.e. o creștere într-un an cu 10 la sută a costurilor cu utilitățile resimțite de companii implică o scădere cu 0,4 la sută a numărului de salariați (Tabel A). Comparativ cu literatura de specialitate, această elasticitate se situează în partea inferioară a plajei estimărilor, indicând astfel un impact mai redus al costurilor cu energia/utilitățile asupra numărului de salariați al companiilor în România<sup>104</sup>. Astfel, având în vedere eșantionul de salariați cuprins în estimări (circa 3,1 milioane persoane), o creștere cu 10 la sută a costurilor cu utilitățile pentru companiile nefinanciare ar conduce, *ceteris paribus*, la reducerea cu aproximativ 12 mii a numărului de salariați față de situația în care aceste majorări de costuri nu ar avea loc<sup>105</sup>.

Nu în cele din urmă, de subliniat este faptul că impactul efectiv al scumpirilor (recente și pe termen scurt/mediu) ale energiei asupra numărului de salariați la nivel agregat depinde totuși de o serie de factori pe care estimările din Caseta de față nu îi pot lua în considerare: cadrul instituțional al pieței energetice (care influențează inclusiv contractele încheiate pentru livrarea de energie către

<sup>101</sup> Anticipate a se diminua odată cu efectuarea raportărilor pentru 2021, când pot apărea și revizuirii ale datelor istorice.

<sup>102</sup> Pentru a scala costurile cu utilitățile la dimensiunea companiilor.

<sup>103</sup> Utilitățile includ, pe lângă electricitate și gaz natural, apa și salubritatea. Astfel, spre deosebire de alte lucrări din literatura de specialitate, această Casetă nu analizează strict elasticitatea numărului de salariați la modificarea prețului la energie. Cu toate acestea, după cum arată și Graficul A, traiectoria costului cu utilitățile/salariat în cazul companiilor din eșantion este foarte asemănătoare cu cea a prețurilor la energia electrică și gazul natural pentru consumatorii industriali/non-casnici medii.

<sup>104</sup> Rigiditățile structurale ale pieței muncii, dar și capacitatea unor companii mari de a negocia prețuri avantajoase la energie sunt posibile explicații pentru valorile mai reduse, în termeni absoluți, ale acestei elasticități. Mai mult, lucrările din literatura de specialitate, utilizate ca bază de comparație, întrebunțează cu precădere în estimări companii din industria prelucrătoare, sector relativ intensiv energetic.

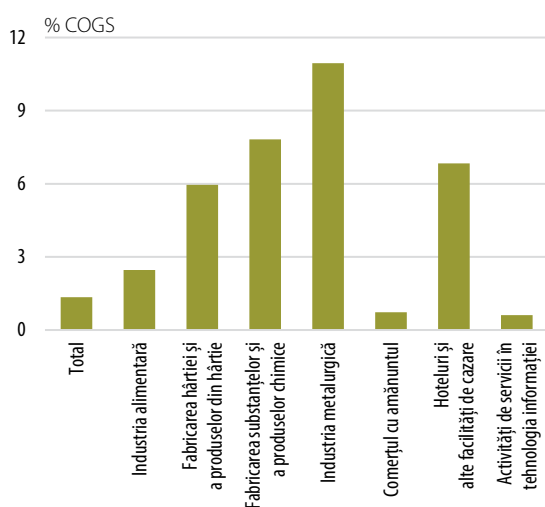
<sup>105</sup> Dacă presupunem o dublare a cheltuielilor cu utilitățile, atunci impactul, în absența altor măsuri compensatorii, ar fi o scădere cu aproximativ 120 de mii a numărului de salariați.



companii), măsurile de sprijin acordate de guvern companiilor pentru o tranziție mai puțin abruptă spre noile prețuri<sup>106</sup>, capacitatea celorlalte sectoare/companii de a absorbi (parte din) forța de muncă disponibilizată și schimbarea tehnologică, ce poate permite economii de energie, caracterul temporar/permanent al creșterii costurilor cu utilitățile. Mai mult, perioada utilizată în estimare ar putea fi diferită

din punct de vedere al transmisiei modificărilor costurilor cu energia față de perioada recentă și cea viitoare (în contextul adaptării la noul regim de prețuri ale energiei și al încercării de a promova și introduce tehnologii noi). De asemenea, trebuie subliniat faptul că efectul sectorial al creșterilor de preț la utilități va fi unul eterogen. Graficul B prezintă ponderea costurilor cu utilitățile în costurile totale de producție și comercializare (engl. *cost of goods sold*, abr. COGS) ale companiilor din câteva sectoare ale economiei în anul 2019. Se observă că industria metalurgică, cea chimică și cea a fabricării hârtiei, dar și sectorul hotelier (afectat semnificativ și de pandemie) au o pondere (foarte) ridicată a costurilor cu utilitățile în totalul costurilor de producție și comercializare, atât comparativ cu întreaga economie, cât și cu sectoare precum comerțul cu amănuntul sau activitățile de servicii în tehnologia informației<sup>107</sup>.

Grafic B. Ponderea costurilor cu utilitățile în costurile de producție și comercializare (COGS), 2019



Sursa: MF, calcule BNR

## Referințe

Bijnens, G., Hutchinson, J., Konings, J., & Guilhem, A. S., „The Interplay between Green Policy, Electricity Prices, Financial Constraints and Jobs: Firm-level Evidence”, *ECB Working Paper Series No 2537* / April 2021. Accesată la adresa: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2537~002be51914.en.pdf>

Cox, M., Peichl, A., Pestel, N., & Sieglösch, S., „Labor Demand Effects of Rising Electricity Prices: Evidence for Germany”, *Energy Policy*, 75, 2014, pp. 266-277

Deschenes, O., „Climate Policy and Labor Markets”, NBER Working Paper No. 16111, 2010. Accesată la adresa: <https://www.nber.org/papers/w16111>

Henriksson, E., Söderholm, P., & Wårell, L., „Industrial Electricity Demand and Energy Efficiency Policy: The Role of Price Changes and Private R&D in the Swedish Pulp and Paper Industry”, *Energy Policy*, 47, 2012, pp. 437-446

Hille, E., & Möbius, P., „Do Energy Prices Affect Employment? Decomposed International Evidence”, *Journal of Environmental Economics and Management*, 96, 2019, pp. 1-21

Marin, G., & Vona, F., „The Impact of Energy Prices on Socioeconomic and Environmental Performance: Evidence from French Manufacturing Establishments, 1997-2015”, *European Economic Review*, 135, 103739, 2021

<sup>106</sup> Modelul estimat este unul static, neluând în considerare costurile de ajustare.

<sup>107</sup> Pentru o discuție mai extinsă asupra intensității energetice a sectoarelor economiei, a se vedea Caseta „Creșterea prețurilor energiei: impact asupra ratei inflației și a activității economice”, aferentă *Raportului asupra inflației*, ediția din noiembrie 2021.



### Componentele cererii agregate

Consumul final este anticipat a înregistra o creștere relativ robustă, pe fondul unei contribuții însemnate din partea componentei de consum individual al gospodăriilor populației. Dinamica acestuia din urmă este evaluată a atinge o valoare ridicată pe parcursul anului 2021, inclusiv prin prisma efectelor de bază favorabile. În decursul anului 2022, dinamica consumului gospodăriilor este grevată de creșterea abruptă a prețurilor, cu un impact în sensul deteriorării dinamicii venitului disponibil real, acesta din urmă beneficiind totuși de majorarea punctului de pensie și a salariului minim pe economie, precum și de implementarea unor măsuri sociale ce vizează categorii de populație cu o înclinație mai ridicată spre consum<sup>108</sup>. Începând cu anul 2023, venitul disponibil real beneficiază de o contribuție consistentă în principal din partea componentei salariilor, pe fondul îmbunătățirii graduale a condițiilor de pe piața muncii și, mai ales, al reducerii ratei inflației. Cu toate acestea, pe termen mediu, evoluția consumului gospodăriilor, prevăzută a se plasa la valori robuste, este dependentă de perspectivele (incerte) atât pe plan intern, cât și extern, cu privire la persistența crizei energetice și a celei de sănătate publică.

Formarea brută de capital fix este proiectată a avea contribuții consistente la creșterea PIB pe parcursul intervalului de proiecție. Evoluția componentei, ce a manifestat o reziliență aparte în context pandemic, este grevată totuși de persistența incertitudinii cu privire la contextul internațional, afectat de problemele pe partea de ofertă din anul 2021. Acestea au generat anumite blocaje la nivelul sectorului construcțiilor, în urma majorării prețurilor materialelor și a problemelor legate de aprovizionare. Efecte adverse ce ar putea conduce la erodarea în perspectivă a acumulărilor de capital ar putea proveni din partea unei posibile încetiniri a activității investiționale în industrie, inclusiv pe seama creșterilor prețurilor produselor energetice. Pe termen mediu, contribuția componentei este strâns legată de redresarea anticipată a încrederii mediului investițional, dar și de conduita autorităților în privința cheltuielilor publice destinate investițiilor. În acest context, este decisivă capacitatea economiei de a valorifica oportunitățile ce au ca surse de finanțare fonduri europene<sup>109</sup>, mai cu seamă cele asociate instrumentului de finanțare „Next Generation EU”, condiționat de îndeplinirea setului de obiective asumate.

În plan extern, după dinamicile alerte din anul 2021 (reflectând inclusiv importante efecte de bază), fluxurile de importuri și exporturi sunt proiectate în creștere pe parcursul intervalului de prognoză, însă cu ritmuri mai temperate. Efecte adverse, cu caracter persistent<sup>110</sup>, asupra schimburilor comerciale sunt rezultatul funcționării cu dificultate a lanțurilor internaționale de producție, prin limitările capacităților globale de transport și stocurile reduse ale unor bunuri intermediare (precum microcipurile, cu utilizare intensă în industrii precum cea auto și cea a echipamentelor electrice), dar și al evoluției prețurilor bunurilor energetice. De asemenea, persistența tensiunilor pe piețele de

<sup>108</sup> Pentru luna ianuarie 2022 legislația în vigoare prevede: (i) creșterea punctului de pensie cu 10 la sută; (ii) majorarea cu 25 la sută a pensiei minime; (iii) creșterea salariului minim brut pe țară cu 10,9 la sută, de la 2 300 de lei la 2 550 de lei; (iv) acordarea unei indemnizații *one-off* persoanelor având pensia mai mică sau egală cu 1 600 de lei.

<sup>109</sup> Acestea sunt prevăzute a fi alocate în principal prin intermediul Cadrelor financiare multianuale 2021-2027 și al programului NGEU.

<sup>110</sup> Cea mai recentă prognoză pentru zona euro a BCE (decembrie 2021) prevede dispariția graduală a blocajelor de distribuție începând cu al doilea trimestru al anului 2022, mai târziu decât se anticipase în prognoza anterioară (publicată în luna septembrie 2021).

energie și ale celorlalte materii prime non energetice ar fi de natură să prelungească și în perspectivă efectul nefavorabil de preț asupra fluxurilor valorice de importuri, descurajând totodată competitivitatea prin preț a produselor de export românești.

Exporturile de bunuri și servicii sunt afectate, mai ales pe termen scurt, de temperarea ritmului de creștere a producției industriale, pe fondul dinamizării generalizate a prețurilor materiilor prime, dar și de evoluția recentă a situației medicale pe plan intern și extern. Totuși, pe termen mediu și lung, componenta beneficiază de perspectivele privind redresarea cererii externe efective. Un aport suplimentar favorabil este preconizat a proveni din partea atragerii de fonduri europene (mai ales prin programul „Next Generation EU”) la care pot apela inclusiv firmele exportatoare în vederea creșterii productivității. În schimb, o contribuție nefavorabilă este evaluată a veni din partea cursului de schimb real efectiv (proiectat a se aprecia în termeni reali, pe fondul majorării diferențialului de inflație dintre România și partenerii comerciali), ce imprimă efecte în sensul erodării competitivității prin preț. Cu efect inhibitor acționează și caracteristicile structurale trenante ale economiei (precum recuperarea lentă a decalajelor privind infrastructura). În ceea ce privește importurile de bunuri și servicii, acestea sunt anticipate a înregistra ritmuri anuale consistente, beneficiind de pe urma efectelor de antrenare din partea componentelor cererii interne și a exporturilor. Pe ansamblu, contribuția exportului net de bunuri și servicii la creșterea medie anuală a PIB este negativă pe intervalul de prognoză, însă cu valori apreciabil atenuate față de anul 2021.

Deficitul de cont curent și-a continuat deteriorarea, acesta deschizându-se semnificativ în primele 11 luni ale anului 2021. Potrivit informațiilor disponibile la momentul elaborării prezentului *Raport asupra inflației*, la finele anului trecut deficitul contului curent este evaluat a se fi amplificat până la valori apropiate de 7 la sută din PIB (valoare reevaluată în sens ascendent comparativ cu prognoza precedentă). Evoluția nefavorabilă a poziției externe este asociată în mare măsură deteriorării alerte a balanței bunurilor<sup>111</sup>, valoarea importurilor crescând semnificativ inclusiv ca urmare a unor efecte de preț substanțiale observate în contextul crizei pandemice și al celei energetice. Totodată, suprapunerea unor factori, precum absorbția mai modestă a fondurilor europene de natura transferurilor curente și creșterea deficitului veniturilor primare, a condus la creșterea deficitului de cont curent. Pe termen mediu, dezechilibrul extern este anticipat a se corecta gradual, ca pondere în PIB, fiind însă așteptat să rămână poziționat la valori de peste 6 la sută. O reimpulsionare a componentelor din balanța comercială ar putea fi totuși favorizată de detensionarea problemelor în lanțurile globale de producție și distribuție, gradualitatea acestui proces fiind însă dificil de evaluat la acest moment. Finanțarea deficitului de cont curent este anticipată a rămâne doar parțial asigurată prin fluxuri stabile, non-generatoare de datorie externă, pe întregul interval al proiecției. Volumul investițiilor directe, aflat pe o traiectorie favorabilă, ar putea beneficia de efecte de antrenare generate de implementarea unor proiecte de investiții prin instrumentul de finanțare „Next Generation EU”, dar și de îmbunătățirea climatului investițional<sup>112</sup>.

<sup>111</sup> Evaluată a explica în proporție de peste 70 la sută deteriorarea deficitului contului curent din anul 2021.

<sup>112</sup> Inclusiv în contextul implementării investițiilor și a reformelor finanțate din PNRR (precum proiectele privind infrastructura și digitalizarea).

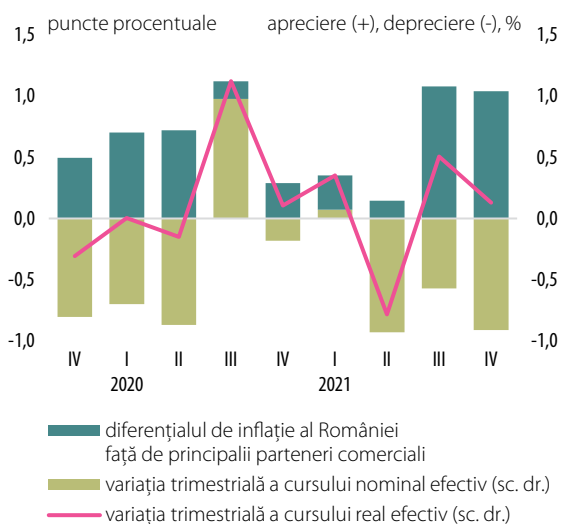
Suplimentar, transferurile de capital beneficiază de condiții favorabile, pe fondul suprapunerii atragerii de fonduri europene din surse multiple: cadrele financiare multianuale (2014-2020 și 2021-2027) și, respectiv, programul „Next Generation EU”.

### Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul cumulat asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor în lei și în valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebankari și al evoluției cursului de schimb real efectiv<sup>113</sup> al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici<sup>114</sup>.

Scenariul de bază al proiecției prevede reducerea caracterului stimulativ al condițiilor monetare reale în sens larg pe parcursul primului semestru al anului curent și, ulterior, poziționarea acestora la valori restrictive până la orizontul prognozei.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



În structură, ratele reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și la depozitele noi la termen sunt anticipate a avea un impact cumulat stimulativ (în principal pe seama avansului accelerat, mai ales pe termen scurt, al așteptărilor privind inflația), însă în diminuare treptată până la valori cvasineutre la orizontul proiecției. Componenta aferentă cursului de schimb real efectiv (Grafic 4.9) este estimată a exercita, prin intermediul canalului exporturilor nete, o contribuție restrictivă cvasiconstantă începând cu trimestrul II 2022, pe seama aprecierii cursului real efectiv. Aceasta va avea loc în contextul unei inflații interne semnificativ mai ridicate decât cea a partenerilor comerciali.

Aportul stimulativ al efectului de avuție și de bilanț este estimat a se reduce treptat pe parcursul întregului interval de prognoză. În structură, dinamica acestuia va fi determinată de creșterea ratei

reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni), pe fondul reducerii treptate a anticipațiilor de inflație din zona euro. Prima de risc suveran exercită un impact restrictiv, în contextul creșterii deficitului bugetar și a celui de cont curent în perioada pandemiei. Deși prognoza curentă indică debutul corecției deficitelor menționate anterior, acestea vor rămâne peste valorile înregistrate în economiile partenere. Efectul variației deviației cursului de schimb real efectiv al leului este neutru.

Conduita recentă a politicii monetare a BNR a fost configurată într-o manieră prudentă, în vederea readucerii și menținerii pe termen mediu a ratei anuale a inflației în

<sup>113</sup> Cursul de schimb relevant pentru modelul de analiză și prognoză macroeconomică al BNR este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

<sup>114</sup> Relevanța acestui canal a cunoscut o diminuare treptată în perioadele recente, dată fiind reducerea ponderii creditelor denominate în valută în totalul stocului de credite acordate sectorului privat.

linie cu ținta staționară de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe orizontul mai îndepărtat de timp, astfel încât să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile în contextul procesului de consolidare fiscală și în condiții de protejare a stabilității financiare.

#### 4.4. Riscuri asociate proiecției

La aproape doi ani de la confirmarea primului caz de COVID-19 pe teritoriul României, urmat de răspândirea alertă a virusului SARS-CoV-2, situația sanitară continuă să reprezinte o sursă importantă de riscuri și, mai ales, incertitudini. Varianta Omicron, în pofida gradului de contagiozitate extrem de ridicat, pare însă a fi una mai puțin agresivă din punct de vedere al simptomatologiei comparativ cu tulpinile precedente ale virusului.

Impactul socio-economic al crizei de sănătate publică rămâne însă marcat de numeroase necunoscute. În actuala conjunctură, este dificil de evaluat momentul trecerii pandemiei în fază endemică, incertitudinile fiind amplificate de trenarea

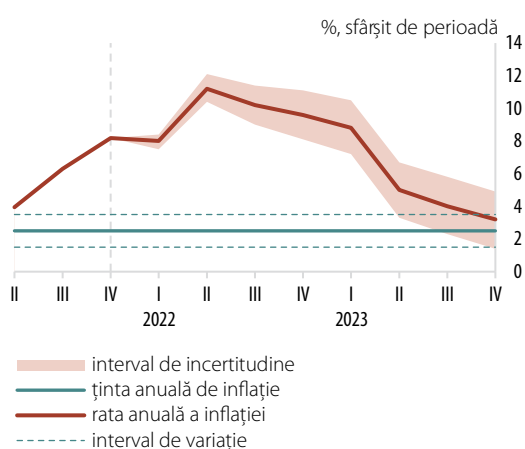
procesului de vaccinare pe plan intern. Odată cu escaladarea numărului de infectări, se conturează riscul unei reduceri voluntare a mobilității, dar și, posibil, al înăsprii măsurilor administrative de distanțare socială, cu potențial impact advers asupra unei proporții deloc de neglijat a populației active. Aceasta ar putea fi exacerbată de apariția unor mutații în genomul viral, cu precădere în contextul unor informații incerte privind menținerea eficacității vaccinurilor existente. Pe termen mediu însă, există perspective privind detensionarea crizei sanitare, inclusiv ca urmare a apariției unor noi tratamente medicale eficiente.

Balanța riscurilor la adresa ratei anuale a inflației IPC este apreciată a fi înclinată ușor în sus față de traiectoria redată în scenariul de bază (Grafic 4.10). Surse apreciable de incertitudini sunt asociate și evoluției viitoare a crizei energetice, nefiind exclusă prelungirea acesteia, inclusiv în eventualitatea

amplificării tensiunilor geopolitice. La acestea se adaugă riscuri conturate în jurul prețurilor materiilor prime pe piețele internaționale. Pe plan intern, durata și magnitudinea măsurilor adoptate în contextul creșterii facturilor la utilități sunt marcate de incertitudine.

Evoluția viitoare a prețurilor componentelor energetice rămâne o sursă majoră de incertitudini. Întrucât măsurile actuale de plafonare și compensare sunt preconizate să expire la sfârșitul lunii martie, o eventuală prelungire a crizei energetice ar putea reclama adoptarea unor decizii similare și în viitor. Într-un scenariu ipotetic în care măsurile de sprijin ar fi prelungite o perioadă de timp, traiectoria ratei anuale

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



Notă: Intervalul de incertitudine este calculat pe baza erorilor de prognoză ale ratei anuale a inflației IPC din proiecțiile BNR din perioada 2005-2021. Magnitudinea erorilor de prognoză este pozitiv corelată cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

a inflației IPC s-ar plasa, într-o măsură mai mare sau mai redusă, în funcție de configurația concretă a măsurilor, sub traiectoria din scenariul de bază. Însă, chiar și în acest scenariu, rata anuală a inflației ar rămâne deosebit de ridicată, plasată semnificativ peste limita superioară a intervalului țintei. În plus, dată fiind natura temporară a măsurilor, valoarea ei maximă ar urma să fie atinsă cu un decalaj, respectiv în luna imediat următoare expirării măsurilor de sprijin. Totodată, rata anuală a inflației IPC s-ar menține la valori extrem de ridicate pentru o perioadă mai lungă de timp comparativ cu scenariul de bază, amânând, pe această cale, momentul revenirii ei în intervalul țintei. Alternativa la prelungirea măsurilor de sprijin al populației, ce implică multiple incertitudini cu privire la nivelul și, respectiv, traiectoria viitoare a ratei anuale a inflației IPC – esențiale în formularea politicii monetare –, ar fi realizarea reformelor structurale care să asigure funcționalitatea piețelor de energie naționale, respectiv adaptarea cât mai rapidă și cu costuri cât mai reduse a ofertei interne la nevoile de consum. De asemenea, rămân relevante riscurile metodologice privind modul de reflectare de către INS în IPC a compensărilor de preț la energia electrică și gazele naturale, inclusiv în contextul regularizării facturilor. Totodată, incertitudini sunt asociate și etapizării, pe parcursul anului curent, a procesului de reînnoire a contractelor la energie electrică și gaze naturale.

Presiunile inflaționiste s-ar putea detensiona parțial date fiind perspectivele favorabile provenind din partea suprapunerii unor factori precum majorarea livrărilor de gaze naturale lichefiate și condițiile meteorologice prielnice producției de energie eoliană. Momentul detensionării crizei energetice ar putea fi însă amânat în eventualitatea unei acutizări a tensiunilor geopolitice.

În ceea ce privește cotațiile petrolului Brent, riscuri sunt asociate unei volatilități ridicate pe piața internațională. Evoluția viitoare a acestora rămâne marcată de incertitudini ample, cu precădere din perspectiva factorilor de ofertă. Pe de o parte, noi puseuri inflaționiste ar putea fi generate de exacerbarea tensiunilor geopolitice și militare, îndeosebi cele care ar viza principalii exportatori de petrol. Pe de altă parte, riscuri în jos sunt asociate amplificării presiunilor asupra membrilor OPEC+ de a crește producția pe măsura intensificării cererii. În cazul factorilor de cerere, nu sunt excluse evoluții în ambele sensuri, condiționate de ritmul redresării economice și de perspectivele crizei de sănătate publică.

Nu doar prețurile componentelor energetice sunt grevate de incertitudini. În pofida ameliorării recente a sincopei în lanțurile globale de valoare adăugată, momentul detensionării complete a acestora este dificil de anticipat. Astfel, impactul pozitiv al unor eventuale corecții descendente ale prețurilor materiilor prime rămâne incert. Costuri mai ridicate pentru recolte agricole, ocazionate de o posibilă exacerbare a prețului îngrășămintelor în contextul prelungirii crizei energetice, ar putea genera creșteri de natură persistentă ale prețurilor bunurilor agroalimentare și, implicit, ale celor finale la consumatori.

Toate aceste presiuni asupra costurilor producătorilor sunt de așteptat să fie transferate, cel puțin parțial, în prețurile finale. Astfel de majorări ar putea fi motivate de afectarea producției prin efecte neliniare în condițiile amplitudinii excepționale a majorării costurilor cu energia. Pe termen mediu, în anumite sectoare, nu sunt excluse

nici presiuni de natură salarială, mai ales în eventualitatea accentuării penuriei de forță de muncă calificată.

Incertitudinile privind conduita politicii fiscale și a celei de venituri rămân relevante. Noi măsuri de sprijin economic, condiționate de evoluția viitoare a crizei pandemice și a celei energetice, ar putea fi adoptate, contrar necesității continuării într-un ritm ambițios a corecției deficitului bugetar. Astfel, riscuri sunt asociate progresului consolidării fiscale în contextul procedurii de deficit excesiv, orice deviații pe termen scurt de la traiectoria asumată necesitând ulterior măsuri corective suplimentare, ghidate de necesitatea finalizării ajustărilor la orizontul anului 2024. Trenarea procesului de consolidare fiscală ar putea menține la niveluri persistent ridicate și dezechilibrul extern al economiei, cu repercusiuni asupra ratingului suveran, și, implicit, asupra finanțării într-o manieră ordonată a dezechilibrelor interne și externe.

Perspective favorabile sunt însă asociate implementării proiectelor de investiții și a reformelor finanțate prin Mecanismul de redresare și reziliență. Totuși, gradul de realizare a jaloanelor și a țintelor asumate de autorități este necunoscut, dat fiind și caracterul de noutate al acestui proces, acesta putând fi periclitat în cazul unei adaptări instituționale ce s-ar dovedi a fi insuficientă. Atragerea în volume cât mai ample a acestor resurse este însă dezirabilă, impactul favorabil asupra cadrului macroeconomic putând facilita procesul de consolidare fiscală atât din perspectiva unei viteze mai ridicate a acestuia, cât și pe fondul unor costuri asociate mai reduse.

Impactul deteriorării alerte a situației sanitare asupra coordonatelor pieței muncii este grevat de incertitudini. Pe termen scurt, se conturează riscul creșterii absenteismului și al perturbării activității în anumite sectoare. Mai mult, pe termen mediu, îndeosebi în eventualitatea prelungirii crizei pandemice, este posibilă creșterea proporției forței de muncă descurajate, cu precădere în rândul tinerilor. Totodată, în anumite domenii de activitate, cu precădere în cele care beneficiază de pe urma tranziției către o economie verde și al unui nivel ridicat al digitalizării, nu sunt excluse creșteri ale penuriei de forță de muncă calificată.

Referitor la evoluția economiilor externe, situația sanitară s-a deteriorat odată cu prevalența tulpinii Omicron. Există riscul unor divizări globale imprimate de o posibilă redresare economică trenantă, cu precădere în cazul țărilor cu o rată de vaccinare redusă. Totodată, există riscuri privind realizarea unei tranziții spre economia verde într-o manieră dezordonată. O posibilă amplificare a tensiunilor geopolitice este de natură să întârzie procesul de redresare economică, nefiind excluse introducerea unor noi bariere comerciale sau scurtări strategice ale lanțurilor globale de valoare adăugată. Acestea din urmă ar putea suferi și în contextul unei încetiniri mai accentuate a economiei Chinei, cu efecte de contagiune inclusiv în cazul României. În același timp, date fiind creșterile generalizate de prețuri, incertitudini sunt asociate deciziilor principalelor bănci centrale din regiune pe fondul devansării calendarului anterior referitor la procesul de normalizare a politicii monetare.

# Abrevieri

ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
BRM	Bursa Română de Mărfuri
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
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
OCDE	Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică
ON	<i>overnight</i>
OPCOM	Operatorul Pieței de Energie Electrică și de Gaze Naturale
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
PNRR	Planul Național de Redresare și Reziliență
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TFP	productivitatea totală a factorilor de producție
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
1W	o săptămână
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

## Lista tabelelor din text

---

Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	45
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	46
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	50
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației IPC și CORE2 ajustat în scenariul de bază	52
<b>Caseta 3</b>		
Tabel A	Elasticitatea medie a numărului de salariați la majorări ale costurilor cu utilitățile	62

## Lista graficelor din text

---

Grafic 1	Proгноza ratei inflației	10
Grafic 2	Scenariu ipotetic privind prelungirea măsurilor de compensare	13
Grafic 1.1	Evoluția inflației	15
Grafic 1.2	Cotațiile bunurilor energetice	16
Grafic 1.3	Contribuția energiei la inflația IPC în anul 2021	16
Grafic 1.4	Componentele inflației de bază CORE2 ajustat	17
Grafic 1.5	Anticipații privind evoluția prețurilor	18
Grafic 1.6	IAPC mediu anual	18
<b>Caseta 1</b>		
Grafic A	Rata inflației în Europa	19
Grafic B	Cotațiile bunurilor energetice	20
Grafic C	Rata inflației pe segmentul energiei în Europa, decembrie 2021	20
Grafic D	Revizuirea prognozelor privind rata anuală a inflației pentru T4 2021, pe parcursul anului 2021	20
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	22
Grafic 2.2	Achizițiile comerciale și sectorul agricol	23
Grafic 2.3	Surse de finanțare a consumului și așteptările operatorilor	23
Grafic 2.4	Investiții exclusiv construcții	24
Grafic 2.5	Construcții	25
Grafic 2.6	Comerț exterior	25
Grafic 2.7	Contribuții la adâncirea deficitului comercial	26
Grafic 2.8	Contul curent și principalele componente	26



Grafic 2.9	Productivitatea muncii în economie	27
Grafic 2.10	Gradul de utilizare a capacităților de producție în industria prelucrătoare	27
Grafic 2.11	Efectivul salariaților din economie	28
Grafic 2.12	Gradul de tensionare/relaxare a pieței muncii	28
Grafic A	Revizuirea ratei șomajului BIM	29
Grafic 2.13	Contribuția factorilor determinanți la dinamica salariului mediu brut pe economie	30
Grafic 2.14	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	32
Grafic 2.15	Prețurile producției industriale pentru piața internă	33
Grafic 2.16	Prețurile producției agricole	34
Grafic 2.17	Costurile unitare cu forța de muncă	34
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	36
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	42
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	42
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	43
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	44
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	46
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	47
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	48
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	48
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	50
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat	51
Grafic 4.3	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC	53
Grafic 4.4	Inflația anuală IPC și a prețurilor bunurilor energetice	54
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor LFO	54
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor administrate	54
<b>Caseta 2</b>		
Grafic A	Rata anuală a inflației IPC – evoluții istorice și valori prognozate pentru orizontul decembrie 2021	55
Grafic B	Descompunerea erorilor de prognoză aferente inflației IPC din decembrie 2021 pe componente ale coșului de consum	56
Grafic C	Evoluția prețurilor de producție în industria energetică și a cotațiilor produselor agroalimentare	56

Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	58
Grafic 4.8	Deviația PIB	60
<b>Caseta 3</b>		
Grafic A	Evoluția relativă a costurilor cu utilitățile/salariat și cea a prețului electricității și gazului natural pentru consumatorii industriali/non-casnici medii	61
Grafic B	Ponderele costurilor cu utilitățile în costurile de producție și comercializare (COGS), 2019	63
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	66
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	67

