

BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației noiembrie 2022

Anul XVIII, nr. 70

Raport asupra inflației

Noiembrie 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 tabelelor a fost indicată numai atunci când acestea au fost furnizate de alte instituții.

Toate drepturile rezervate.

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Cuvânt înainte

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

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 8 noiembrie 2022, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 4 noiembrie 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. Influențe externe asupra ratei inflației din România – câteva coordonate	19
2. Evoluții ale activității economice	26
<hr/>	
1. Cererea și oferta	26
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	34
2.1. Prețurile de import	34
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	36
Caseta 2. Mecanisme de ajustare a prețurilor în contextul șocului energetic	38
3. Politica monetară și evoluții financiare	49
<hr/>	
1. Politica monetară	49
2. Piețe financiare și evoluții monetare	54
2.1. Ratele dobânzilor	54
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	57
2.3. Moneda și creditul	60
4. Perspectivele inflației	63
<hr/>	
Scenariul de bază	63
4.1. Ipoteze externe	63
4.2. Perspectivele inflației	65
4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	69
4.4. Riscuri asociate proiecției	76
Abrevieri	79
Lista tabelor din text	80
Lista graficelor din text	80

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC a avansat până la 15,88 la sută în luna septembrie (valoare superioară cu 0,83 puncte procentuale celei atinse în iunie), încetinindu-și însă viteza de creștere comparativ cu trimestrul anterior. Singura contribuție notabilă în sens dezinflaționist din trimestrul III 2022 a revenit combustibililor, ca urmare a măsurii guvernamentale de compensare a prețului unui litru de carburant (începând din iulie), dar și a cotației descendente a petrolului Brent. În schimb, mediul economic a rămas grevat de presiuni inflaționiste, provenite pe filiera costurilor de producție, a căror transmisie relativ rapidă în prețurile de consum a fost facilitată de reziliența cererii; fenomenul a fost mai pronunțat la nivelul mărfurilor alimentare, mai ales al celor procesate, cu o contribuție substanțială la majorarea inflației de bază CORE2 ajustat, a cărei variație anuală a atins 11,9 la sută în septembrie. Tot mărfurile alimentare au explicat și cea mai mare parte din abaterea, cu 0,8 puncte procentuale, a variației anuale a prețurilor de consum la sfârșitul trimestrului III comparativ cu valoarea prognozată în *Raportul asupra inflației* din august. Rata medie anuală a inflației și-a continuat parcursul ascendent în trimestrul III, accelerând la 11,8 la sută în cazul indicatorului determinat conform metodologiei IPC și la 10,2 la sută pentru indicatorul calculat pe baza structurii IAPC (+2,5 puncte procentuale, respectiv +2,3 puncte procentuale față de sfârșitul trimestrului II). Astfel, ecartul față de media UE s-a extins la 2,5 puncte procentuale, România situându-se însă pe o poziție mai favorabilă față de majoritatea statelor din regiune (Bulgaria, Polonia, Ungaria, Cehia, Letonia, Lituania și Estonia).

În intervalul analizat, peste 80 la sută din avansul inflației CORE2 ajustat a fost imprimat de componenta alimentelor procesate, date fiind, pe de o parte, cererea mai puțin elastică de astfel de produse, iar pe de altă parte, creșterile în continuare ample ale costurilor cu energia, materiile prime, dar și cu forța de muncă. Transmisia acestora în prețurile finale a fost chiar mai amplă decât sugerau estimările anterioare, fiind potențată inclusiv de condițiile încă favorabile de cerere. Influențe adverse suplimentare au fost asociate secetei severe, cu accente globale, care a redus semnificativ randamentul recoltelor, dar și continuării conflictului armat din Ucraina, cu impact restrictiv asupra ofertei de produse agricole în regiune. În schimb, așteptările inflaționiste ale agenților economici din toate domeniile de activitate au coborât de la punctul de maxim istoric atins în trimestrul trecut, sugerând o încetinire a vitezei de creștere a prețurilor comparativ cu lunile precedente.

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe total economie a cunoscut în trimestrul II 2022 o ușoară accelerare, până la 5,6 la sută, față de 5 la sută în trimestrul anterior; avansul productivității (5,6 la sută) a justificat, într-o anumită măsură, creșterea remunerării salariaților (11,6 la sută). Unele sectoare, precum comerț-transporturi-HoReCa sau industria, au fost caracterizate de ritmuri alerte

ale ULC, superioare mediei pe economie. În industrie, rata anuală a costurilor salariale unitare a accelerat în perioada iulie-august 2022 la aproximativ 16 la sută (față de 14 la sută în trimestrul II), cu variații mai ample cu precădere în sectoarele energointensive. Costurile foarte ridicate cu energia continuă să aibă efecte negative asupra activității industriale autohtone (direct și indirect, prin impactul asupra partenerilor comerciali), în timp ce funcționarea lanțurilor globale de aprovizionare s-a ameliorat în ultimele luni, inclusiv pe fondul slăbirii cererii mondiale. Presiuni în creștere se resimt și din partea costurilor cu salariile în condițiile în care la nivelul numărului de salariați nu au fost operate deocamdată ajustări semnificative.

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

În ședința din 5 august 2022, Consiliul de administrație al BNR a hotărât majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 5,50 la sută pe an, de la 4,75 la sută, și păstrarea controlului ferm asupra lichidității de pe piața monetară. Totodată, coridorul simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară a fost menținut la ± 1 punct procentual. Creșterea peste așteptări a ratei anuale a inflației pe ansamblul trimestrului II 2022 a fost din nou determinată în mare parte de componente exogene ale IPC, cu precădere scumpirile consistente ale energiei electrice și gazelor naturale. Acestea au avut loc în contextul modificării în luna aprilie a caracteristicilor schemelor de plafonare a prețurilor și al menținerii la valori ridicate a cotațiilor internaționale. Influențe adiționale au provenit de pe segmentul combustibililor, ca urmare a ascensiunii cotației țițeiului, pe fondul războiului din Ucraina și al sancțiunilor asociate, dar și ca efect al întăririi dolarului SUA. La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să-și accentueze trendul ascendent, urcând de la 7,1 la sută în martie la 9,8 la sută în iunie, ușor peste nivelul prognozat, în principal sub influența unor noi creșteri ale prețurilor alimentelor procesate. Evoluția inflației de bază a continuat să reflecte efectele majorărilor ample ale cotațiilor materiilor prime, prioritar agroalimentare, și ale costurilor crescute cu energia și transportul, alături de influențele blocajelor în lanțurile de producție. Acestea au fost potențate de cotele înalte ale așteptărilor inflaționiste pe termen scurt, de manifestarea unei cereri reprimite pe anumite segmente, precum și de ponderea însemnată deținută în coșul de consum de produse alimentare și de cele importate. Cea mai recentă prognoză, elaborată pe baza datelor disponibile și a reglementărilor în vigoare, evidențiază perspectiva plafonării ratei anuale a inflației în trimestrul III 2022 și a descreșterii ei ulterioare în mod gradual, dar pe o traiectorie revizuită moderat în sens ascendent.

Incertitudini asociate perspectivei inflației decurgeau din impactul prezumat, dar și durata schemelor de plafonare și compensare a prețurilor bunurilor energetice, cu riscuri notabile din partea evoluției cotațiilor pe piețele de energie, precum și din persistența blocajelor în lanțurile de producție și aprovizionare, cărora li se alăturau cele decurgând din seceta prelungită pe plan intern și în alte țări europene. O sursă majoră de incertitudini și riscuri rămăneau războiul din Ucraina și sancțiunile impuse Rusiei prin prisma efectelor exercitate asupra puterii de cumpărare și încrederii consumatorilor, precum și asupra activității, profiturilor și planurilor de investiții ale firmelor, dar și prin potențiala afectare mai severă a economiei europene/globale și a percepției de risc asupra economiilor din regiune. O altă sursă importantă de

incertitudini și riscuri rămânea absorbția fondurilor europene (esențială pentru realizarea reformelor structurale necesare, inclusiv a tranziției energetice), în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, condiționată de îndeplinirea unor ținte și jaloane stricte în implementarea proiectelor aprobate. De asemenea, și conduita politicii fiscale prezenta o sursă de riscuri și incertitudini, având în vedere cerința continuării consolidării bugetare, în contextul procedurii de deficit excesiv și al tendinței generale de tensionare a condițiilor de finanțare, dar într-o conjunctură economică și socială dificilă pe plan intern și global. Relevante erau, de asemenea, perspectiva conduitei politicilor monetare ale BCE și Fed, precum și atitudinea băncilor centrale din regiune.

Ulterior, rata anuală a inflației a crescut la 15,32 la sută în august, marginal peste nivelul prognozat. Creșterea a fost antrenată aproape în totalitate de continuarea scumpirii alimentelor, inclusiv a categoriei LFO, contrabalansată totuși în mare parte de scăderea prețului combustibililor (pe fondul compensării prețului carburanților și al descreșterii cotației petrolului), precum și de efectele de bază asociate evoluției prețurilor la energie. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să crească într-un ritm susținut în primele două luni ale trimestrului III, dar încetinit în raport cu trimestrele precedente, urcând la 10,4 la sută în iulie, de la 9,8 la sută în iunie, și la 11,2 la sută în luna august, ușor peste nivelul prognozat, în principal sub influența unor noi creșteri ale prețurilor alimentelor procesate. Evoluția componentei continua să reflecte efectele factorilor identificați anterior. Activitatea economică își încetinise considerabil creșterea trimestrială în trimestrul II, iar evoluția acesteia făcea probabilă o creștere moderată a excedentului de cerere agregată. În termeni anuali, creșterea PIB decelerase doar ușor în trimestrul II, continuând astfel să depășească semnificativ previziunile. Aportul majoritar la creșterea economică aparținea variației stocurilor, în timp ce contribuția consumului privat – secundară ca mărime – se diminuea mult față de trimestrul precedent, iar cea a formării brute de capital fix rămânea foarte modestă. Totodată, evoluția exportului net redevenea puternic negativă, în condițiile scăderii dinamicii anuale a exportului, concomitent cu reamplificarea considerabilă a celei a importului de bunuri și servicii. Deficitul de cont curent a înregistrat o deteriorare în luna iulie față de trimestrul II, în contextul reamplificării deficitului comercial (inclusiv pe fondul evoluției nefavorabile a prețurilor externe), dar și pe seama evoluției soldului balanței veniturilor secundare.

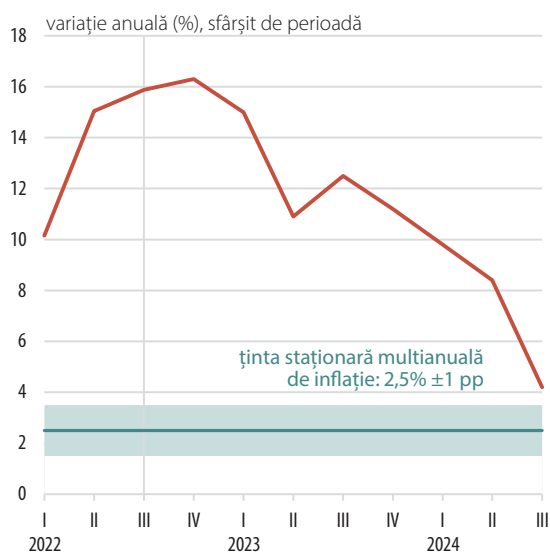
La momentul ședinței Consiliului de administrație al BNR din 5 octombrie 2022, cele mai recente evaluări relevau continuarea creșterii ratei anuale a inflației până spre finele anului 2022, sub impactul șocurilor pe partea ofertei, dar într-un ritm vizibil încetinit. Determinante pentru înrăutățirea suplimentară a perspectivei apropiate a inflației erau dinamicele mai mari anticipate în lunile următoare ale prețurilor gazelor naturale și energiei electrice – inclusiv în condițiile modificării caracteristicilor schemei de plafonare a prețurilor la energie electrică –, precum și ale prețurilor alimentelor, sub influența creșterii ample a cotațiilor mărfurilor agroalimentare, atât pe fondul războiului din Ucraina și al sancțiunilor instituite, cât și al secetei prelungite și extinse la nivel european. Impactul acestor factori era doar parțial contrabalansat de efecte de bază dezinflaționiste anticipate a se manifesta în perspectiva apropiată, inclusiv pe segmentul combustibililor. Rămâneau relevanți factorii de risc și incertitudine identificați anterior.

Pe baza evaluărilor și a datelor disponibile în acel moment, precum și în condițiile incertitudinilor foarte ridicate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută pe an, de la 5,50 la sută pe an, începând cu data de 6 octombrie 2022. Totodată, s-a decis menținerea coridorului simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară la ± 1 punct procentual, precum și păstrarea controlului ferm asupra lichidității de pe piața monetară. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea nivelurilor ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

Perspectivile inflației

De la data publicării *Raportului asupra inflației* din luna august, care profilase deja un nivel în accentuare al incertitudinii, asociat evoluțiilor din plan economic, social și geopolitic, o serie de riscuri din cele identificate la acel moment s-au materializat.

Proгноza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

Majoritatea acestora au fost de natura ofertei, grevând asupra activității economice, în paralel cu amplificarea presiunilor inflaționiste. Recent, ciclul economic de la nivel global pare să își fi diminuat destul de consistent din dinamism, în condițiile în care inflația prețurilor la energie a continuat să avanseze, iar întărirea politicilor monetare de către băncile centrale s-a repercutat treptat asupra activității economice. În aceste condiții, sentimentul din piețele financiare globale a continuat să se deterioreze, inclusiv pe seama amplificării tensiunilor geopolitice provocate de invazia Ucrainei de către Rusia. Pe acest fond, încrederea consumatorilor și a companiilor au consemnat noi niveluri minime raportat la perioada pre-pandemie, ceea ce a motivat inclusiv noi revizuirii la valori mai puțin favorabile ale proiecției principalelor variabile macroeconomice. Chiar și în aceste condiții, atât timp cât principalele surse de riscuri vor rămâne predominant cantonate în afara sferei economice (război, factori geopolitici

ș.a.m.d.), vor persista multiple surse de incertitudine la adresa proiecției. Aceasta complică atât estimarea probabilității individuale de materializare a factorilor de risc, cât și a celei cumulate în cazul acțiunii suprapuse a mai multor factori de risc, cu efecte adverse ample și potențial neliniare asupra economiei.

În România, activitatea economică a continuat să manifeste, pe termen scurt, o reziliență sporită raportat la efectele adverse ale războiului din Ucraina. Datele statistice publicate de INS pentru cel de-al doilea trimestru al anului și, implicit, pe ansamblul semestrului I, au rămas deosebit de favorabile, fiind explicate, pe de o parte, de o efervescentă peste așteptări a cererii agregate – în particular a consumului populației, antrenat de eliminarea restricțiilor COVID – iar pe de altă parte, de un nivel relativ mai redus al expunerii comerciale și financiare a României în relația cu Rusia și Ucraina. Cu toate acestea, inversarea anticipată mai pronunțată a perspectivei de

evoluție a economiilor partenerilor comerciali din Europa din a doua parte a anului, în primul rând a Germaniei, va fragiliza inclusiv resorturile care au motivat reziliența recentă a economiei românești. Din punct de vedere statistic, însă, creșterea PIB din primul semestru al anului justifică anticiparea, pe ansamblul anului 2022, a unei dinamici ridicate a PIB, de așteptat să depășească valoarea proiectată în runda anterioară.

Proiecțiile privind inflația și activitatea economică sunt condiționate de o serie de ipoteze-cheie, în primul rând lipsa escaladării și generalizării conflictului din Ucraina, disiparea graduală a tensiunilor din piețele europene de energie, precum și absența unei resurgențe a infecțiilor COVID. Scenariul de bază actualizat a fost construit pornind de la ipoteza că efectele economice ale războiului din Ucraina se vor resorbi treptat în 2023 și 2024, deși pe termen scurt acestea vor cunoaște o relativă intensificare față de ediția din august a *Raportului*. În paralel, sancțiunile impuse Rusiei și altor state care încurajează sau susțin agresiunea militară vor rămâne în vigoare până cel puțin în anul 2024, fiind, la rândul lor, mai ample comparativ cu runda precedentă. Deși dinamica anuală a PIB a fost revizuită în sus în 2022, activitatea economică va cunoaște decelerări mai importante de ritm din a doua parte a acestui an, care se vor răsfrânge inclusiv asupra ritmului creșterii economice pe termen mediu. Efecte potențial favorabile asupra economiei românești ar putea proveni din atragerea unui volum amplu, atât în termeni absoluți, cât și ca procent în PIB, de fonduri europene alocate țării noastre prin diverse facilități de finanțare. Pe acest fond și strict condiționat de realizarea unor progrese rapide și vizibile în materie de corecție a deficitelor fiscal și de cont curent, România ar putea înregistra, pe termen mediu, progrese mai ample în procesul de convergență nominală și reală relativ la celelalte economii din regiune.

În ipoteza unei absorbții rapide a fondurilor europene, formarea brută de capital fix din România și-ar putea accelera semnificativ dinamica anuală începând din 2023, depășindu-le chiar pe cele ale consumului gospodăriilor populației și, respectiv, pe cea a PIB. Totuși, atât pentru anul curent, cât și în perspectivă, contribuția predominantă la creșterea economică va continua să revină consumului populației, componentă cu o pondere de aproape trei ori mai ridicată la formarea PIB decât cea a FBCF. Chiar și așa, escaladarea incertitudinii, care se răsfrânge asupra deciziilor de consum ale populației, precum și diminuarea puterii de cumpărare a veniturilor acestora vor implica corecții semnificative ale ritmului de creștere a componentei, atât în a doua parte a acestui an, cât și pe parcursul celui următor. Proporțional, o decelerare semnificativă de ritm va afecta și dinamica PIB. Raportat la multitudinea determinantilor fundamentali care au cunoscut recent deteriorări ample, măsurile stimulative cu caracter temporar adoptate de autorități și care vizează în special categoriile de persoane cu venituri reduse, sunt de natură să asigure consumului doar o reziliență tranzitorie, fără efecte semnificative și persistente asupra creșterii economice propagate și augmentate în timp.

Impunerea de sancțiuni comerciale și financiare la adresa Rusiei, precum și blocajele care persistă în lanțurile globale de distribuție (chiar dacă, mai recent, acestea au cunoscut o atenuare) vor comprima dinamica anuală a importurilor României. În schimb, atât prin efecte adverse de preț, ca urmare a prelungirii crizei energetice și a materiilor prime, cât și prin efecte de volum, dată fiind contracția anticipată a

cererii externe, valoarea deficitului comercial va continua să se majoreze și în 2022. În consecință, ponderea deficitului de cont curent în PIB din acest an s-ar putea poziționa, ca procent din PIB, peste nivelul înregistrat în 2021 (7,3 la sută). Pe termen mediu, o reluare a corecției deficitului extern depinde, pe de o parte, de disiparea problemelor din lanțurile globale de valoare adăugată, accentuate de conflictul din Ucraina, iar pe de altă parte, de progresul necesar al consolidării fiscale, de ritmul de revenire a activității economice a partenerilor externi, precum și de abordarea cât mai rapidă a problemelor structurale persistente ale economiei românești.

În corelație cu revizuirea activității economice din prima parte a anului curent, magnitudinea *gap*-ului pozitiv al PIB a fost reevaluată în sens ascendent, însă în perspectivă va cunoaște o corecție într-un ritm relativ mai accelerat, date fiind intensitatea sporită a războiului din Ucraina, continuarea normalizării politicii monetare din principalele economii și a celei din România, precum și, specific pe plan intern, progresul anticipat, pe termen mediu, al consolidării fiscale. Scenariul de bază asumă o resorbire în totalitate a *gap*-ului PIB până la sfârșitul anului viitor, iar apoi o adâncire până la o valoare mai pronunțată negativă (-1,5 la sută) la orizontul prognozei (trimestrul III 2024).

Pe termen scurt, magnitudinea efectelor induse de condițiile de cerere încă favorabile și care permit transmisia costurilor mai ridicate de producție ale companiilor în prețurile finale ale bunurilor și serviciilor este evaluată a fi una relativ modestă. În schimb, șocurile de natura ofertei, amplificate de războiul din Ucraina, au continuat să rămână principalul resort al presiunilor inflaționiste și, implicit, și al revizuirii ascendente a ratei anuale a inflației CORE2 ajustat din noul scenariu de bază. Intensitatea acestor presiuni s-a accentuat în perspectivă imediată, astfel încât rata anuală a inflației *headline* ar urma să atingă un punct de maxim pe parcursul trimestrului IV 2022. În ceea ce privește grupa „energie” (în special gaze naturale și energie electrică), va fi vizibilă o temperare a dinamicii anuale în ultima parte a anului curent, ca urmare, pe de o parte, a măsurilor de plafonare implementate de autorități, iar pe de altă parte, a unui efect statistic indus de majorarea semnificativă a prețurilor acestor produse în perioada corespunzătoare din 2021. Ulterior, din trimestrul I 2023, rata anuală a inflației IPC se va înscrie pe o traiectorie gradual descrescătoare. Un nou salt consistent, dar temporar, al acesteia va avea loc în septembrie 2023, odată cu expirarea schemei de plafonare a prețurilor la energia electrică și gazele naturale, coroborat cu perspectiva accentuării problemelor legate de importurile de energie din Rusia în toamna-iarna anului viitor. Din punct de vedere statistic, acest salt temporar al inflației IPC va persista la nivelul ratei anuale a inflației IPC până în august 2024. Ulterior, la finele trimestrului III 2024, convergența către ținta de inflație este prevăzută a fi una rapidă, având ca resort principal efecte de bază extrem de favorabile. Astfel, rata anuală proiectată a inflației IPC va înregistra 16,3 la sută în decembrie 2022 (față de 13,6 la sută în *Raportul* din august), 11,2 la sută în decembrie 2023 (față de 7,5 la sută în *Raportul* din august) și, respectiv, 4,2 la sută în septembrie 2024. În absența altor informații oficiale, scenariul de bază a inclus măsurile de plafonare a prețurilor în vigoare la momentul aprobării *Raportului asupra inflației* (8 noiembrie 2022), care expiră la 31 august 2023. Extinderea schemei de plafonare după 31 august 2023 anunțată recent de autorități sugerează, la o primă estimare, un quantum al ratei anuale a inflației IPC care ar putea fi mai redus cu circa 4,1 puncte procentuale în

decembrie 2023 și, în plus, o traiectorie a indicatorului neîntrerupt descendentă pe parcursul anului viitor.

Presiuni inflaționiste mai ample au continuat să se acumuleze și la nivelul ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, în special al componentei alimente procesate. Presiunile ascendente asupra tuturor resurselor utilizate de companii favorizează continuarea și în perioadele următoare a transmisiei costurilor ridicate de producție în prețurile finale ale bunurilor de consum; astfel, rata anuală a inflației CORE2 ajustat își va atinge vârful din intervalul de proiecție în ultima parte a anului curent (13,6 la sută în decembrie 2022, față de 11,4 la sută în *Raportul* din august). Pentru finele anului viitor, rata anuală a inflației de bază este mai ridicată cu 2,4 puncte procentuale (7,9 la sută, față de 5,5 la sută), urmând să coboare la 4 la sută în trimestrul III 2024. La acest orizont se resimt cu intensitate sporită efectele normalizării politicii monetare, implicit corecția descendentă treptată a așteptărilor de inflație ale agenților economici, precum și presiunile inflaționiste în atenuare din partea prețurilor bunurilor din import, al căror impact maximal este prevăzut pentru ultima parte a anului 2022.

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 ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, precum și pentru a stimula economisirea internă, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Gradul de incertitudine privind evoluțiile macroeconomice de la nivel global a crescut față de *Raportul* anterior. Exporturile de energie ale Rusiei s-au diminuat mai mult decât s-a anticipat, cu efecte pronunțat adverse asupra cadrului macroeconomic. În lipsa unei oferte care să rămână corelată cu dinamica viitoare a cererii, deficitul de resurse energetice ar putea ocaziona noi presiuni asupra prețurilor acestora, propagând noi unde de șoc asupra încrederii și condițiilor financiare. În acest context, autoritățile ar putea recurge la raționalizări temporare ale consumului de gaze, atât cel casnic, cât și cel industrial. Într-un asemenea scenariu, efectele asupra activității economice ar fi semnificativ mai ample, nefiind exclusă înregistrarea unei contracții severe a PIB. În paralel, același cumul de factori ar putea implica prelungirea și accelerarea presiunilor inflaționiste din economie pentru o perioadă mai lungă de timp. Combinația creștere economică redusă – presiuni inflaționiste ridicate ar putea fi problematică din perspectiva corecției absolut necesare și într-o manieră ordonată a dezechilibrelor intern și extern ale României, iar aceasta ar putea greva, pe termen mediu, asupra unei reveniri sustenabile a activității economice, inclusiv a calibrării optime a mixului de politici economice.

Pentru a contrabalansa efectele adverse ale majorării prețurilor materiilor prime, autoritățile au anunțat, ulterior aprobării *Raportului asupra inflației*, implementarea, începând cu 1 ianuarie 2023, a unei noi scheme de sprijin al consumatorilor de energie. Continuarea aplicării și în viitor a unei scheme de plafonare a acestor categorii de prețuri induce un risc descendent semnificativ la adresa traiectoriei viitoare a ratei inflației comparativ cu cea din scenariul de bază (un quantum estimat, preliminar, la circa 4,1 puncte procentuale pentru finalul anului 2023). În același timp, însă, prelungirea pe perioade lungi a unor măsuri de plafonare generalizată

a prețurilor, în dauna unora adresate explicit clienților casnici vulnerabili, ar putea genera o serie de sincopă în funcționarea eficientă a piețelor, nefiind exclus ca una dintre consecințe să fie tocmai o insuficiență pe termen mediu a ofertei de resurse energetice, implicit presiuni persistente asupra prețurilor acestor produse.

O reziliență în perspectivă a economiei românești, implicit decuplarea parțială a acesteia de efectele adverse ale războiului din Ucraina, s-ar putea materializa în condițiile unui volum amplu de alocări de fonduri europene prin multiple programe financiare. Acestea ar impulsiona capitalul productiv din economie, ar facilita procesul de consolidare fiscală, asigurând finanțare în condiții de cost mult mai avantajoase față de cele prevalente pe piețele financiare și ar reprezenta un catalizator al altor resurse investiționale cu efecte benefice (de exemplu, investiții străine directe). În pofida tuturor acestor beneficii potențiale, istoricul României în atragerea de fonduri europene, precum și criteriile mai riguroase de accesare în cazul unora dintre programe, în special „Next Generation EU”, ridică o serie de riscuri în calea derulării fără sincopă și, respectiv, a finalizării procesului de atragere a fondurilor europene până la orizontul anului 2026.

Creșterile generalizate de prețuri deja materializate, precum și cele preconizate pentru perioadele următoare vor continua să erodeze puterea de cumpărare a populației și ar putea ocaziona presiuni de creștere a salariilor. Acestea ar urma cel mai probabil să fie diferențiate, atât ca magnitudine, cât și ca potențial de acomodare, în raport cu sectorul de activitate vizat. În plus, necesarul de forță de muncă calificată ar putea crește pe fondul ponderii ridicate a sumelor în totalul alocărilor de fonduri europene aferente proiectelor novatoare destinate digitalizării și economiei verzi în cadrul programului „Next Generation EU”, putând ocaziona, și pe această cale, desincronizări între cererea și oferta de forță de muncă. Din aceste motive, evoluțiile viitoare asociate pieței muncii își mențin importanța ca factori de risc, deși, inevitabil, acestea vor reflecta atât impactul direct, cât și pe cele indirecte ale războiului din Ucraina. Într-o economie precum cea a României, afectată atât de un spor natural negativ, cât și de un proces de mobilitate transfrontalieră având o balanță negativă, nu poate fi exclus un proces de exacerbare, pe termen mediu, a penuriei de forță de muncă, de natură să mențină la niveluri ridicate presiunile salariale, implicit și pe cele asupra prețurilor interne.

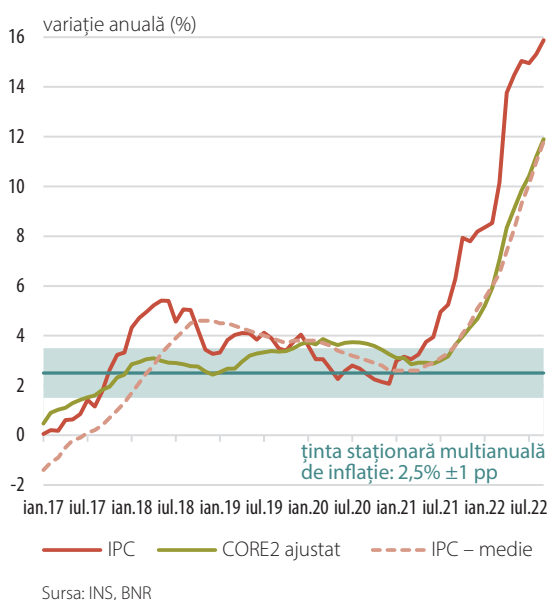
Decizia de politică monetară

Data fiind perspectiva ajungerii ratei anuale a inflației pe un platou în trimestrul IV 2022 și a descreșterii ei graduale ulterior, pe o traiectorie revizuită majoritar în sus, dar în sens descendent pe segmentul de mijloc al orizontului de prognoză, și având în vedere riscurile și incertitudinile asociate acesteia, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 8 noiembrie 2022 majorarea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 6,75 la sută. De asemenea, s-a decis majorarea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*), până la 7,75 la sută, și creșterea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii la facilitatea de depozit, până la 5,75 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 avansat până la 15,88 la sută în luna septembrie (valoare superioară cu 0,83 puncte procentuale celei atinse în iunie), încetinindu-și însă viteza de creștere comparativ cu trimestrul anterior. Acțiune dezinflaționistă a exercitat grupa combustibililor, ca urmare a măsurii guvernamentale de compensare cu 50 de bani a prețului unui litru de carburant (începând din iulie), dar și a poziționării cotației Brent pe o pantă ușor descendentă de-a lungul trimestrului III. Tot la nivelul segmentului energetic, schema de sprijin pentru plata facturilor la electricitate și gaze naturale a continuat să atenueze puternic transmiterea șocurilor succesive de pe piețele de profil în prețurile finale. Mediul economic rămâne grevat de presiuni inflaționiste, provenite pe filiera costurilor de producție, transmisia acestora în prețurile de consum fiind facilitată de reziliența cererii; fenomenul este mai pronunțat la nivelul mărfurilor alimentare – mai ales al celor procesate, cu o contribuție substanțială la majorarea inflației de bază CORE2 ajustat, a cărei variație anuală a atins 11,9 la sută în septembrie (+2,1 puncte procentuale față de finele trimestrului anterior; Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației



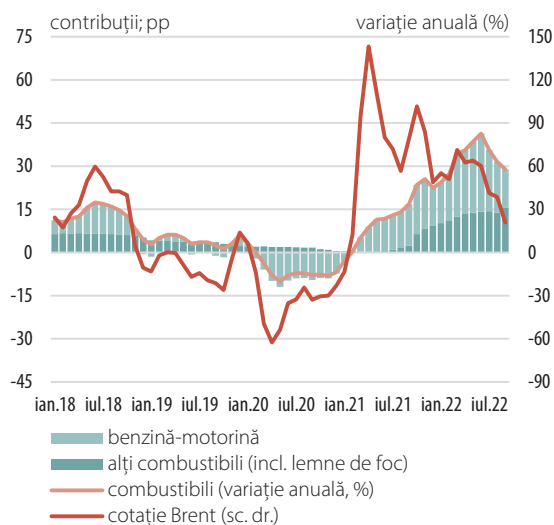
Singura contribuție notabilă în sens dezinflaționist din trimestrul III 2022 a revenit combustibililor, ale căror prețuri și-au redus dinamica anuală până la aproximativ 29 la sută în luna septembrie, pe fondul scăderilor înregistrate pe segmentul benzină-motorină (circa 13 la sută în termeni trimestriali). La această traiectorie a contribuit atât compensarea cu 50 de bani a prețului unui litru de carburant¹, cât și evoluția cotației petrolului Brent, care și-a întrerupt parcursul ascendent în trimestrul III 2022, coborând până la o medie de 90 USD/baril în luna septembrie, pe măsură ce semnalele încetinirii activității economice globale au devenit din ce în ce mai clare; aprecierea dolarului SUA în raport cu leul a erodat parțial aceste influențe. În schimb, lemnele de foc au continuat să se scumpească în trimestrul III (Grafic 1.2), pe parcursul ultimelor luni remarcându-se o tendință de creștere a numărului de consumatori care

apelează la această sursă de încălzire.

În cazul grupeii energie electrică-gaze naturale, variația anuală a prețurilor a rămas la un nivel comparabil cu cel din trimestrul anterior (circa 42 la sută), deși tensiunile

¹ În vigoare de la 1 iulie și extinsă recent până la finele anului 2022.

Grafic 1.2. Cotația țițeiului și prețul combustibililor



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

de pe piețele *en gros* (externe și interne) s-au acutizat pe parcursul perioadei analizate, schema de sprijin pentru plata facturilor continuând să atenueze puternic transmisia acestor evoluții la nivelul prețului plătit de gospodării. În contextul reducerii semnificative a fluxului de gaze naturale importate din Rusia, compensată doar parțial de o ajustare a cererii, cotațiile de pe piețele europene au urcat în trimestrul III la noi maxime istorice – spre finele lunii august, cotația TTF s-a apropiat de 350 EUR/MWh. Evoluția s-a repercutat rapid asupra piețelor de energie electrică², afectate în plus de seceta din vară (cea mai caldă din Europa din perspectivă istorică³). Pe de o parte, scăderea debitelor fluviilor a determinat diminuarea producției (hidro, nucleară și chiar pe bază de cărbune), pe de altă parte, temperaturile extreme au condus la creșterea consumului de electricitate. În această conjunctură, cotațiile energiei electrice

pe piețele europene au ajuns în intervalul iulie-septembrie la o medie de aproximativ 400 EUR/MWh, nivel de aproape 4 ori mai mare comparativ cu perioada similară a anului 2021.

Piețele *en gros* autohtone au evoluat în linie cu cele externe, însă cea mai mare parte a consumatorilor casnici au continuat să beneficieze de tarife plafonate, pe baza aplicării schemei de sprijin pentru plata facturilor la electricitate și gaze naturale⁴. Astfel, grupa energie electrică-gaze naturale a înregistrat în perioada iulie-septembrie 2022 o variație trimestrială a prețurilor de circa 10 la sută⁵ (similară celei din aceeași perioadă a anului anterior), în mare măsură pe seama reînnoirii contractelor consumatorilor pasivi pe ambele segmente și a modificării într-un sens ușor mai restrictiv a criteriilor de eligibilitate aplicabile consumatorilor casnici pentru plafonarea prețului la energie electrică, începând din luna septembrie (Grafic 1.3).

Evoluțiile fără precedent observate pe piețele de energie pe parcursul anului curent s-au răsfrânt puternic asupra sectorului alimentar, făcând mai costisitoare lucrările specifice din agricultură (irigarea, însămânțarea, recoltarea și fertilizarea culturilor) și majorând costurile cu utilitățile și materia primă în industria de procesare. Influențe adverse suplimentare au generat seceta severă cu accente globale, care a redus semnificativ randamentul recoltelor, dar și continuarea conflictului armat din Ucraina,

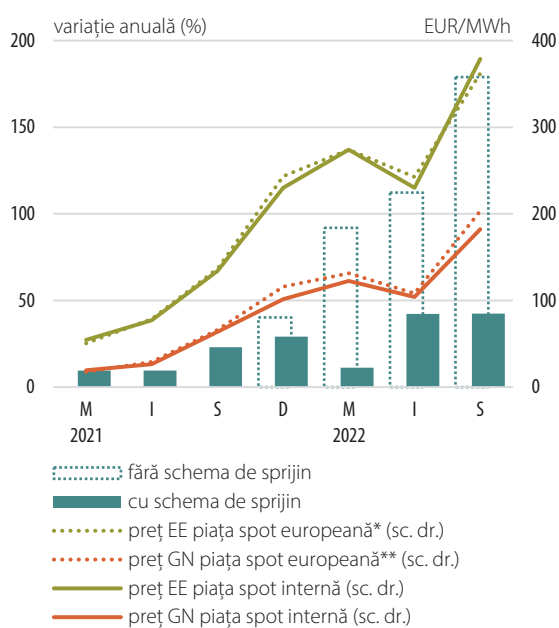
² Gazele naturale au un rol important în mixul energetic european, iar evoluția prețurilor acestora se transmite rapid asupra pieței energiei electrice, dat fiind mecanismul de stabilire a prețurilor pe această piață. Pentru mai multe informații, se poate consulta Caseta intitulată „Designul piețelor de energie din Europa”, inclusă în *Raportul asupra inflației*, ediția din august 2022.

³ Conform Copernicus Climate Change Service (agenție europeană de monitorizare a schimbărilor climatice).

⁴ Prevederile legislative în vigoare la momentul realizării *Raportului asupra inflației* stipulau prelungirea schemei până la data de 31 august 2023.

⁵ Estimările interne sugerează că în absența schemei de sprijin variația trimestrială a grupei energie electrică-gaze naturale ar fi depășit 40 la sută.

Grafic 1.3. Cotații și prețuri de consum pentru energie electrică și gaze naturale

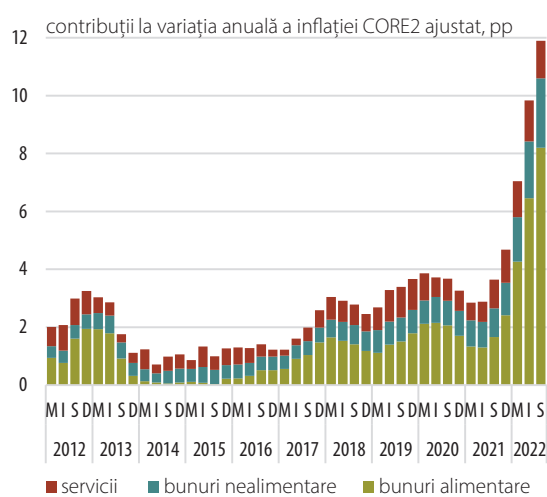


*) medie simplă a cotațiilor spot de pe piețele din Germania, Franța și Țările de Jos (cele mai lichide)

**) TTF

Sursa: INS, Bloomberg, OPCOM, BRM, calcule BNR

Grafic 1.4. Componentele inflației de bază CORE2 ajustat



Notă: Exclusiv efectul direct al modificărilor cotelor TVA.

Sursa: INS, calcule BNR

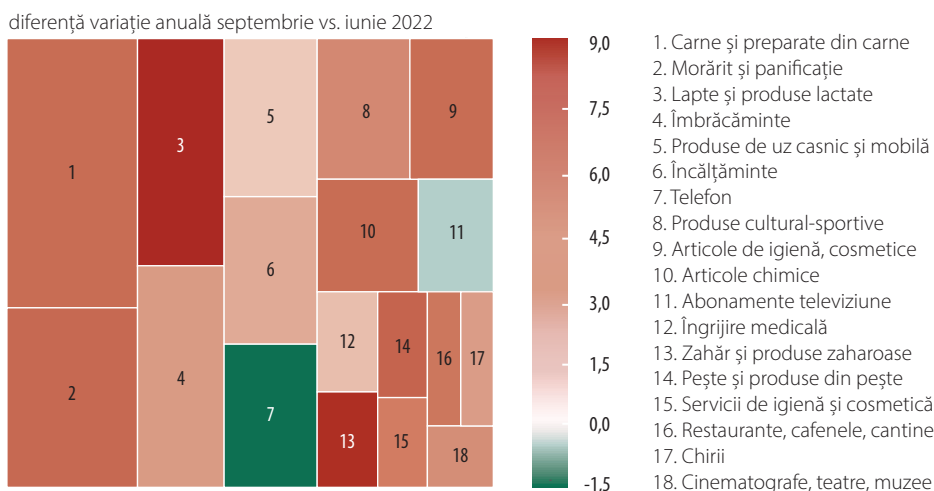
cu impact restrictiv asupra ofertei de produse agricole în regiune (implicit, asupra cotațiilor pe piețele de profil). Presiunile menționate s-au reflectat în prețurile de producție și, date fiind magnitudinea și suprapunerea șocurilor, transmisia în prețurile finale pare a fi mai amplă decât sugerau estimările bazate pe seria istorică⁶. La acest proces a contribuit și reziliența cererii, susținută inclusiv de măsuri temporare de sprijin acordate persoanelor vulnerabile financiar (de exemplu, vouchere pentru alimente) și de elasticitatea mai redusă a consumului de alimente în raport cu prețul. În contextul descris, ambele categorii de mărfuri alimentare – procesate și cu prețuri volatile – au consemnat dinamici ale prețurilor peste nivelul agregat. În cazul legumelor și al fructelor, evoluția din trimestrul III 2022 a depășit considerabil media sezonieră, împingând dinamica anuală a grupei LFO la 17,7 la sută în luna septembrie (+6,2 puncte procentuale față de finele trimestrului II). Similar, ritmul anual al prețurilor alimentelor procesate s-a menținut pe o traiectorie abrupt ascendentă, atingând 20,0 la sută la finele intervalului analizat, reprezentând, de altfel, principalul determinant al majorării ratei anuale a inflației de bază cu 2,1 puncte procentuale (11,9 la sută în septembrie, de la 9,8 la sută în iunie; Grafic 1.4).

Un trend crescător, dar pe un palier net inferior celui pe care a evoluat segmentul produselor alimentare, a urmat și variația anuală a prețurilor bunurilor nealimentare incluse în măsura CORE2 ajustat, valoarea atinsă la finalul trimestrului III plasându-se la 6,7 la sută, factorii explicativi vizează, și de această dată, costurile în creștere (cu energia, cu materii prime/materiale, dar și cu forța de muncă, în mod particular în industrie) și condițiile favorabile de cerere. Tendința de scumpire a fost una generalizată și mai accentuată spre finele trimestrului, în virtutea unui efect sezonier (asociat, de exemplu, începutului de an școlar sau apariției colecțiilor de articole vestimentare pentru sezonul rece). În ceea

⁶ Caseta intitulată „Creșterea prețurilor energiei: impact asupra ratei inflației și a activității economice”, inclusă în ediția din noiembrie 2021 a *Raportului asupra inflației*, sublinia că este foarte probabil ca magnitudinea șocurilor să conducă la coeficienți de transmitere superiori celor calculați pe baza seriei istorice, care nu includea majorări de asemenea anvergură ale cotațiilor pe piețele de energie electrică și gaze naturale.

ce privește serviciile de piață, s-au înregistrat, de asemenea, majorări consistente ale prețurilor, în principal la nivelul activităților cele mai afectate în timpul pandemiei (HoReCa, igienă și cosmetică, cinema și teatru), însă rata anuală s-a redus ușor, până la 5,7 la sută, pe fondul unui efect de bază (Grafic 1.5).

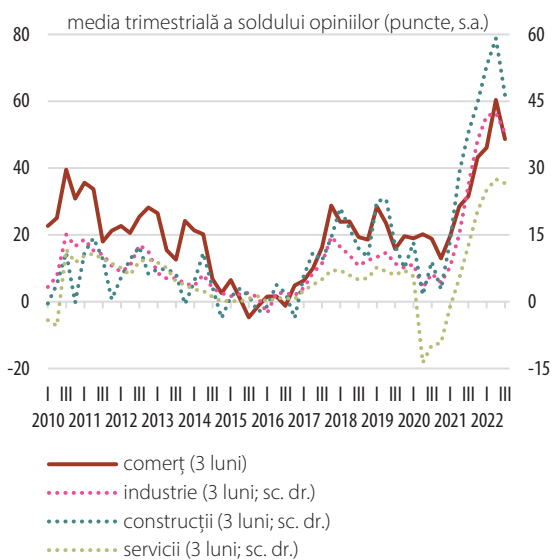
Grafic 1.5. Evoluția prețurilor principalelor componente ale inflației de bază CORE2 ajustat



Notă: Produsele reprezentate în grafic acoperă 85 la sută din coșul de consum aferent inflației de bază în 2022. Aria unui dreptunghi este proporțională cu ponderea produsului reprezentat în CORE2 ajustat, iar intensitatea culorii cu diferența dintre variația anuală a prețului în septembrie 2022 comparativ cu iunie 2022.

Sursa: INS, calcule BNR

Grafic 1.6. Anticipații privind evoluția prețurilor



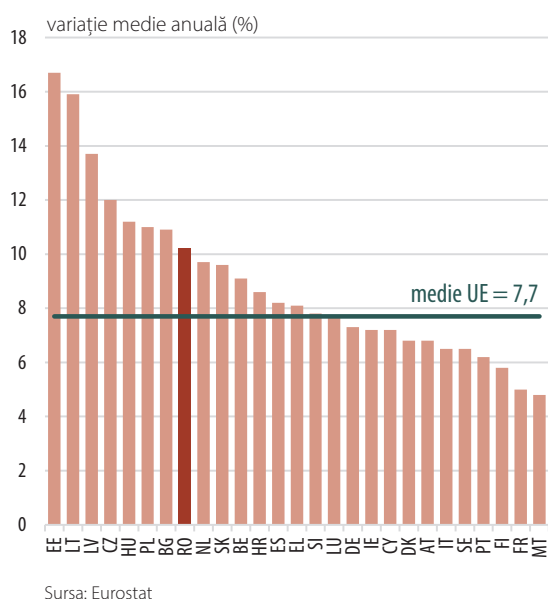
Sursa: CE-DG ECFIN

Așteptările inflaționiste ale agenților economici din toate domeniile de activitate au coborât de la punctul de maxim istoric atins în trimestrul anterior, sugerând o încetinire a vitezei de creștere a prețurilor comparativ cu lunile precedente (Grafic 1.6). De asemenea, rata anuală a inflației IPC anticipată de analiștii bancari a fi atinsă peste un an s-a redus ușor comparativ cu nivelul de la finele trimestrului anterior, în timp ce indicatorul aferent orizontului de doi ani a rămas relativ constant. Cu toate acestea, și pe termenul scurt și pe cel mediu valorile se mențin peste limita superioară a intervalului asociat țintei staționare.

În linie cu traiectoria variațiilor anuale, rata medie anuală a inflației și-a continuat parcursul ascendent în trimestrul III, accelerând la 11,8 la sută în cazul indicatorului determinat conform metodologiei IPC și la 10,2 la sută pentru indicatorul calculat pe

baza structurii IAPC (+2,5 puncte procentuale, respectiv +2,3 puncte procentuale față de sfârșitul trimestrului II). Astfel, ecartul față de media UE s-a extins la 2,5 puncte procentuale, România situându-se însă pe o poziție mai favorabilă față

Grafic 1.7. IAPC mediu anual în UE – sep. 2022



de majoritatea statelor din regiune (Bulgaria, Polonia, Ungaria, Cehia, Letonia, Lituania și Estonia; Grafic 1.7).

Comparativ cu proiecția publicată în ediția din luna august 2022 a *Raportului asupra inflației*, variația anuală a prețurilor de consum la sfârșitul trimestrului III a înregistrat un nivel efectiv superior cu 0,8 puncte procentuale. Atingerea unor ritmuri anuale de creștere mai mari față de cele prognozate a avut loc, în principal, în cazul mărfurilor alimentare (atât procesate, cât și neprocesate), pe fondul unor evoluții extreme pe piețele de energie și al secetei extinse care a împiedicat corecția cotațiilor materiilor prime agricole la nivelurile așteptate pentru intervalul iulie-septembrie⁷. În același sens a acționat grupa energie electrică și gaze naturale, dată fiind modificarea neanticipată, într-un sens mai restrictiv, a schemei de sprijin pentru plata

facturilor la electricitate (cu efect din luna septembrie).

Caseta 1. Influențe externe asupra ratei inflației din România – câteva coordonate

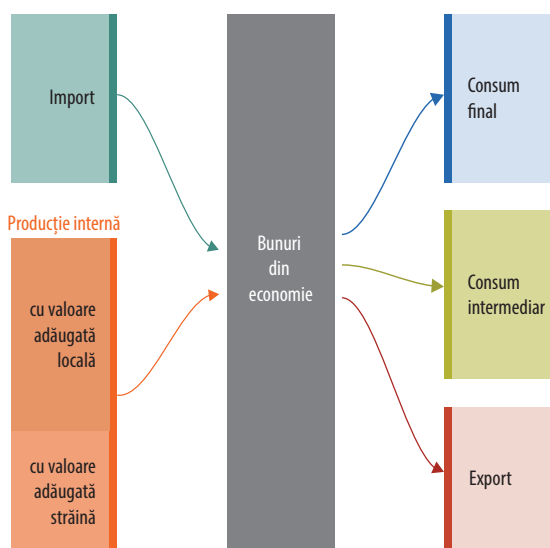
Introducere

Evoluțiile prețurilor de la nivel internațional sunt determinante pentru dinamica prețurilor de consum de pe plan intern, dat fiind statutul de economie mică și deschisă al României. Presiunile inflaționiste manifestate pe plan global în ultimii doi ani, dar mai ales de la mijlocul anului 2021, au crescut preocuparea cu privire la componenta externă a inflației din România.

Mediul extern poate acționa asupra IPC prin mai multe canale. Primul dintre acestea are în vedere „influența directă”, care se manifestă prin intermediul bunurilor din coșul de consum provenite din import. Implicit, dimensiunea acestei influențe este cu atât mai mare cu cât importurile reprezintă o proporție mai însemnată din consumul gospodăriilor (altfel spus, dacă dependența directă de importuri este mai accentuată), fiind însă relevant și diferențialul de inflație dintre mediul intern și cel extern. Într-o perspectivă mai largă, intervine în ecuație inclusiv ecartul dintre nivelul prețurilor produselor importate și cel al produselor fabricate pe plan local, în condițiile în care o reconfigurare a obiceiurilor de consum favorizează substituția între cele două categorii de bunuri; totuși, în evoluția IPC, acest tip de impact tinde să capete relevanță pe termen mai îndelungat.

⁷ Indicele pentru alimente calculat de FAO s-a situat și pe parcursul trimestrului III la valori superioare celor înregistrate în perioadele similare ale anilor 2019-2021, panta descendentă devenind semnificativ mai redusă.

Figura A. Bunuri din economie: proveniență și destinații



Dincolo de influența directă, se remarcă o gamă largă de efecte indirecte, legate în principal de procesul de producție. Pe termen scurt, mecanismul cel mai relevant este similar celui descris anterior, întrucât, după cum coșul de consum are o

componentă internă și una externă, și structura costurilor de producție are un profil asemănător (Figura A). Astfel, prezintă importanță, pe de o parte, ponderea inputurilor externe în totalul producției (dependența indirectă de importuri), iar pe de altă parte diferențialul de dinamică între prețul inputurilor externe și prețul celor interne; pe un orizont ceva mai îndelungat, posibilitatea substituției între inputuri face ca diferențialul dintre nivelul prețurilor să joace un rol și la nivelul procesului de producție. Bineînțeles, evoluția cursului de schimb se răsfrânge atât asupra influenței directe, cât și asupra efectului indirect menționat.

Prezenta analiză încearcă să ofere o imagine mai clară asupra funcționării celor două canale. Un prim pas în acest sens constă în estimarea conținutului de import al consumului și, respectiv, valoarea adăugată de proveniență externă cuprinsă în

producția locală – dependența directă și cea indirectă, amintite anterior. În acest scop, metoda de calcul reunește informații cu privire la producția efectivă, fluxurile comerciale internaționale și relațiile input-output, făcându-se apel la multiple surse (PRODROM – INS, Comext – Eurostat, TiVA – OCDE, WIOD⁸). Disponibilitatea mai redusă a unor date (cele referitoare la producția efectivă se opresc în anul 2020, iar tabelele intrări-ieșiri chiar mai devreme) constituie un neajuns, dar variabile precum cele studiate sunt caracterizate de o volatilitate restrânsă, astfel încât diferența dintre valorile curente și cele calculate este, cel mai probabil, redusă. În același timp, analiza cuprinde o comparație succintă a prețurilor interne și de import – datele PRODROM și Comext permit estimări ale nivelului prețurilor (pe baza cărora se pot calcula, mai departe, dinamici ale acestora). În acest caz, identificarea destinației unui anumit bun (consum final sau intermediar) a reprezentat o provocare, având în vedere că numeroase categorii pot servi ambelor scopuri. Prin urmare, se pot calcula diferențe de prețuri sau diferențe între ritmurile de creștere a acestora, dar este mai greu de stabilit în ce măsură acestea influențează direct sau indirect inflația. Ipoteza tehnică adoptată a fost aceea că toate produsele care fac parte și din categoria bunurilor de consum își exercită influența pe canalul direct.

Dependența directă

Pentru estimarea dependenței directe se are în vedere aproximarea raportului dintre importul de bunuri de consum și consumul final efectiv din economie, determinat la un nivel foarte dezagregat al datelor (peste 1 000 de bunuri de

⁸ World Input-Output Database

consum). Indicatorul a fost calculat reconciliind date dezagregate privind producția națională, importul și exportul pe fiecare categorie de produs. În același timp, având în vedere că marea majoritate a produselor pot avea destinații multiple, a fost necesară o ajustare pentru realizarea diferențierii între consum final și consum intermediar.

Astfel, pentru un bun i din economia locală care poate avea ca destinație consumul final, sursele și utilizările acestuia pot fi reprezentate simplificat:

$$\sum_{VA_i^i + VA_f^i} Y^i + M^i = CF^i + CI^i + X^i \quad (1)$$

unde Y^i reprezintă producția din bunul i realizată în România (care include valoare adăugată locală VA , și valoare adăugată străină VA_f), CF^i și CI^i denotă consumul intern final și pe cel intermediar din acel bun, X^i exporturile, iar M^i importurile. Pentru dependența directă, prezintă interes compoziția consumului final. Putem scrie:

$$w_{CF}^{prod} Y^i + w_{CF}^{imp} M^i = CF^i \quad (2)$$

unde w_{CF}^{prod} și w_{CF}^{imp} indică procentul din producție, respectiv din import, utilizate în consumul final intern, astfel încât dependența directă de import a fiecărui bun (DD^i) va fi dată de:

$$DD^i = \frac{w_{CF}^{imp} M^i}{w_{CF}^{prod} Y^i + w_{CF}^{imp} M^i} \quad (3)$$

Tabel A. Utilizarea bunurilor după industria de proveniență

	% din producția internă utilizat în consumul final intern	% din importuri utilizat în consumul final intern
Industria alimentară, băuturi și tutun	73,3	84,5
Industria ușoară	7,5	31,6
Industria farma	62,4	66,0
Industria chimică	4,3	21,1
Produse din plastic și cauciuc	1,1	18,6
Fabricarea echipamentelor IT	5,5	11,3
Fabricarea echipamentelor electrice	0,9	14,1
Industria auto	11,1	11,0
Fabricarea altor echipamente de transport	10,7	0,0
Industria mobilei	4,8	47,1

Sursa: Eurostat, MF, calcule și estimări BNR

Numitorul reprezintă în cazul de față consumul final total din România, iar raportul arată ce procent din acesta provine direct din import. Implicit, întreaga abordare de determinare a conținutului de import al consumului diferă de una bazată pe derularea unui sondaj, însă rezultatele nu ar trebui să fie neapărat divergente.

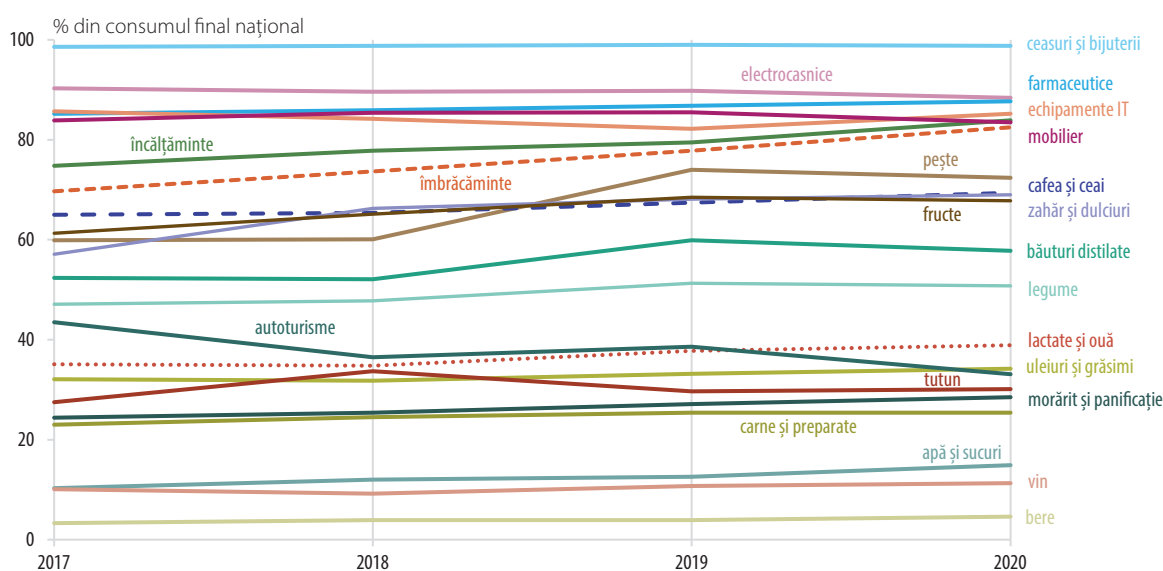
Calculul efectiv a presupus determinarea producției industriale naționale de bunuri ce pot avea ca destinație consumul final (Sursa: PRODRUM), fiind vizat intervalul 2017-2020, în timp ce pentru importuri sunt folosite date Eurostat. Pentru comparabilitate, datele PRODRUM au fost convertite din lei în euro la cursul mediu anual. În plus, a fost operată o conversie pentru evidențierea consumului individual după scop utilizând clasificarea COICOP, pe care se bazează calculul IPC. În următoarea etapă, la nivel de

diviziune CAEN, au fost calculate ponderile w_{CF}^{prod} și w_{CF}^{imp} reprezentând proporția din producție, respectiv import, care are ca destinație consumul final, acestea fiind

extrase din tabelele intrări-ieșiri simetrice disponibile în baza de date a Eurostat⁹. Ponderile astfel obținute sunt prezentate în Tabelul A.

Dependența directă de import pentru câteva grupe de bunuri relevante pentru coșul de consum este ilustrată în Graficul A. În structură, se observă o eterogenitate ridicată, indicatorul variind între mai puțin de 10 la sută pentru băuturile alcoolice ușoare și până la aproape 100 la sută în cazul unor bunuri personale. Inclusiv în cadrul grupeii bunurilor alimentare, consumul produselor din carne afișează un conținut direct de import de aproximativ 25 la sută, în timp ce în cazul peștelui, contribuția externă se apropie de 75 la sută. Pe ansamblul grupeii bunurilor alimentare, se observă o ușoară tendință de creștere a dependenței directe în intervalul analizat, de la aproape 28 la sută în 2017, până la 31 la sută în 2020.

Grafic A. Dependența directă de importuri



Alternativ, pentru bunurile care sunt destinate în cea mai mare parte consumului final (astfel încât ajustarea cu ponderile w_{CF}^{prod} și w_{CF}^{imp} implică doar modificări marginale), dependența directă poate fi determinată pe baza unui raport simplu între importuri și suma dintre producția națională și importul net, numitorul fiind un *proxy* pentru consumul final din economie. În cazul bunurilor alimentare (dominante în coșul de consum IPC), rezultatele acestei din urmă metode sunt foarte similare celor obținute anterior, utilizând ecuația (3).

Dependența indirectă

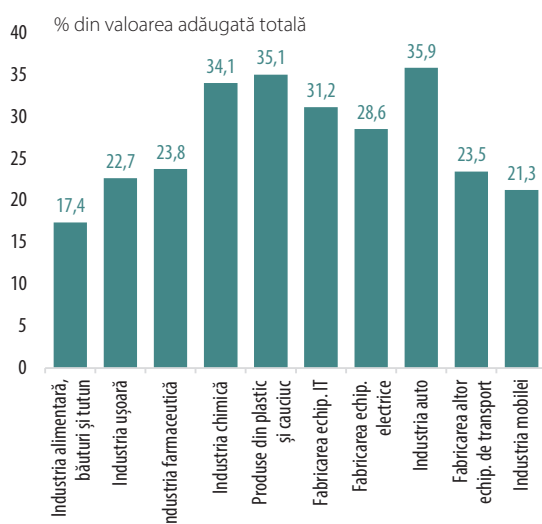
O altă fațetă a dependenței de import o reprezintă măsura în care producția autohtonă conține valoare adăugată străină.

⁹ Ultimul an de date disponibile pentru aceste tabele I/O, care permit diferențierea între producția locală și import, este 2015; se va presupune că structura economiei, din punct de vedere al destinației bunurilor produse, a rămas în mare parte neschimbată și în anii următori.

Utilizând raționamentul și notațiile anterioare, dependența indirectă (D^i) este definită astfel:

$$D^i = \frac{VA_f}{VA_i^i + VA_f^i} = \frac{VA_f}{Y^i} \quad (4)$$

Grafic B. Dependența indirectă de importuri (2018)



Sursa: OCDE

Calcularea acestui indicator se bazează pe tabelele intrări-ieșiri referitoare la economia mondială – tabelele naționale oferă un conținut de consum intermediar importat al producției, însă acesta ar putea să includă și valoare adăugată de origine națională. În acest sens, baza de date TiVA (*Trade in Value Added*) a OCDE sistematizează, la nivel global, procesele de fabricație, oferind o imagine mai clară asupra structurii valorii adăugate la nivel de industrie, în fiecare țară. Indicatorii disponibili în baza de date menționată includ și conținutul de valoare adăugată străină a exporturilor. În ipoteza că producția destinată pieței interne are aceeași structură a valorii adăugate precum cea adresată exportului, se obțin valori pentru dependența indirectă între circa 17 la sută pentru alimente și peste 35 la sută pentru automobile sau produse din plastic și cauciuc¹⁰ (Grafic B). Robustețea acestor valori a fost testată prin determinarea indicatorului

cu ajutorul unor date input-output calculate, de asemenea, la nivel mondial, dar provenite din baza de date WIOD, rezultatele obținute fiind asemănătoare.

Dependența indirectă de importuri este o consecință naturală a interconectării lanțurilor de valoare adăugată globale și nu este neapărat de natură a îngrijora: așa cum bunurile produse intern utilizează inputuri importate, la fel și bunurile intermediare exportate din România vor fi utilizate în procesele de producție din alte țări. În plus, proporția valorii adăugate străine în producția națională este, în general, printre cele mai moderate dintre statele membre ale UE.

Prețuri interne și prețuri de import

Comparația dintre prețurile producției locale și cele de import oferă indicii cu privire la influența pe care importurile o au asupra inflației din România, atât în sens direct (dacă se compară bunuri de consum), cât și în sens indirect (dacă se compară bunuri intermediare). Implementarea practică a comparației este însă grevată de problema delimitării utilizării bunurilor, întrucât multe dintre acestea pot fi destinate atât consumului final, cât și celui intermediar. Prezenta analiză se concentrează asupra mulțimii bunurilor care pot face obiectul consumului final (altfel spus, asupra dependenței directe), apreciindu-se că o ponderare ad-hoc de tipul celei

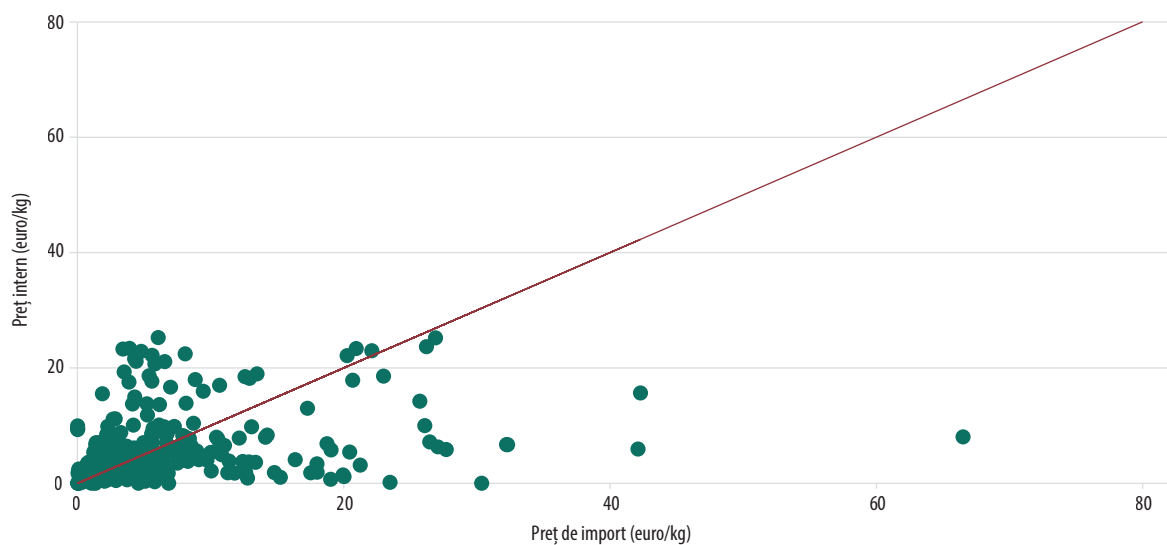
¹⁰ Cifrele reflectă structura producției din 2018, ultimul an de date disponibile.

utilizate anterior ar spori, în acest caz, imprecizia estimărilor. Cercetări ulterioare intenționează soluționarea problemei cu ajutorul structurii impuse de un model.

Prețurile de import au fost calculate pe baza datelor Eurostat, fiind exprimate în euro/kg. În cazul bunurilor produse local, nefiind disponibile date valorice și cantitative în funcție de destinația producției (piață internă și piață externă), s-a operat cu ipoteza egalității prețului de vânzare pe cele două piețe, fiind păstrate doar produsele unde piața locală domină. Prin urmare, eșantionul analizei a inclus doar acele categorii de bunuri care îndeplinesc, concomitent, următoarele condiții:

- (i) includ importuri;
- (ii) includ bunuri din producția internă;
- (iii) bunurile produse local sunt destinate pieței interne în proporție de cel puțin 50 la sută;
- (iv) au producția locală în unități de masă.

Grafic C. Prețurile interne și de import pentru unele bunuri de consum



Notă: În grafic sunt reprezentate doar produsele cu prețuri sub 80 euro/kg. Linia de culoare roșie corespunde primei bisectoare.

Sursa: INS, Eurostat, calcule BNR

Pentru fiecare dintre cei patru ani incluși în analiză (2017-2020) rămân, în final, circa 200 de categorii de bunuri de consum¹¹ care satisfac aceste condiții – prețurile acestora sunt ilustrate în Graficul C. Deși dimensiunea eșantionului afectează acuratețea cuantificării impactului pe care bunurile de import îl au asupra IPC, pot fi trase câteva concluzii preliminare. Astfel, nu se remarcă o diferență sistematică în termeni de nivel al prețurilor între producția internă și importuri. Totuși, în 56 la sută dintre cazuri, în medie, importurile sunt mai scumpe față de bunurile produse local – procentul variază între 50 la sută (înregistrat în anul 2020) și 60 la sută (atins în anul 2019). Pentru grupa bunurilor alimentare, care reprezintă aproape jumătate dintre produsele din eșantion, datele sugerează o situație diferită: numai în 39 la sută până la 49 la sută dintre cazuri bunurile importate au un preț mai

¹¹ Corespunzătoare unei clasificări CAEN la nivel de 6 cifre.

mare decât cele produse intern. Rezultatul agregat este influențat decisiv de piața produselor nealimentare, unde bunurile produse local prezintă, în general, un nivel mai redus al prețurilor față de cele importate, în unele cazuri în proporție de trei sferturi sau chiar mai mult dintre bunuri (de exemplu, în cazul produselor din plastic, din hârtie sau metal). În rândul categoriilor de produse cu reprezentativitate în eșantionul utilizat se mai numără bunurile industriei chimice și ale industriei mineralelor nemetalice (sticlă, ceramică etc.), în aceste cazuri prețurile interne și cele de import fiind în bună măsură aliniată. Compararea dintre prețurile de import și cele ale producției locale a relevat în linii mari un echilibru, ceea ce nu este chiar surprinzător, având în vedere caracterul integrat al economiei locale în blocul comunitar și în economia globală, astfel încât prețurile produselor similare tind către o aliniere, mai ales dacă se utilizează medii anuale. Dincolo de acest aspect, plasarea rezultatului obținut în contextul expansiunii deficitului comercial din ultimii ani sugerează că aceasta din urmă a avut la bază atât o eroziune a competitivității prin preț/cost, cât și a componentei non-preț.

Și din punct de vedere al dinamicii prețurilor, valorile observate în cele două instanțe (importuri/producție locală) sunt apropiate în perioada vizată de analiză. Pentru importuri, media simplă a distribuției pentru cei trei ani în care se pot calcula variații ale prețurilor relevă o dinamică de 4,2 la sută, în timp ce același indicator determinat pentru bunurile de consum produse intern se situează la aproximativ 3 la sută¹²; în schimb, medianele distribuțiilor sunt mai apropiate (2,3 la sută și respectiv 2,6 la sută). În structură, se observă dinamici similare în cazul alimentelor (circa 5 la sută, în medie, pe an), în timp ce în cazul produselor nealimentare, ritmul mediu de creștere a prețurilor a fost mai rapid pentru cele de proveniență externă (3,5 la sută) comparativ cu cele produse local (1,4 la sută).

Concluzii

Prezenta analiză a investigat mecanismele prin care prețurile de import influențează dinamica prețurilor pe plan local, fiind avute în vedere atât canalul direct (dat de importurile incluse în coșul de consum), cât și influența indirectă a inputurilor importate. Calculele au relevat un nivel apreciabil pentru dependența directă de importuri a consumului, mai ales în cazul bunurilor nealimentare. Pentru alimente, dependența de importuri este mai mică, dar în creștere¹³, această categorie contribuind semnificativ la deficitul comercial observat în ultimii ani (cu atât mai mult cu cât exporturile de acest tip sunt încă foarte reduse). La rândul său, dependența indirectă nu este neglijabilă, dar printre cele mai reduse în rândul statelor membre ale UE. O comparație (în nivel și în dinamică) între prețurile unor categorii de bunuri de consum care sunt atât produse pe piața locală, cât și importate, nu a evidențiat diferențe majore între cele două categorii. Astfel, influența prețurilor externe asupra dinamicii locale a IPC are la bază mai ales dependența relativ ridicată de importuri și în mai mică măsură diferențele de prețuri, cu observația că, totuși, eșantionul pe baza căruia s-a realizat comparația de prețuri este destul de limitat.

¹² Au fost eliminate din calcul valorile *outlier*, respectiv creșterile de preț de peste 100 la sută într-un an.

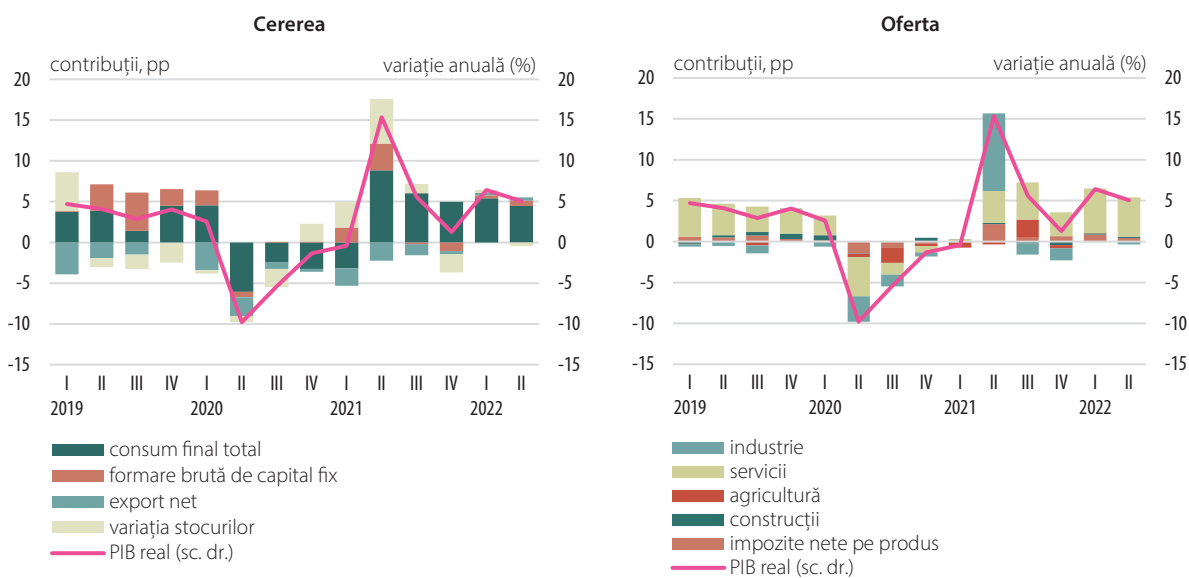
¹³ Participarea pieței locale la acomodarea consumului intern de alimente este, totuși, predominantă.

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

Economia românească și-a păstrat dinamica alertă în trimestrul II (5,1 la sută în termeni anuali), dar semnele unei încetiniri se conturează tot mai pregnant, în linie cu evoluțiile pe plan global. Astfel, amplificarea incertitudinii odată cu izbucnirea conflictului din Ucraina, persistența tensiunilor pe piața energiei, precum și răspunsul băncilor centrale, de înăsprire a politicii monetare în încercarea de a calma inflația, și-au făcut gradual simțită influența asupra cererii, marcând înscrierea acesteia pe o pantă descrescătoare, inclusiv la nivel local (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



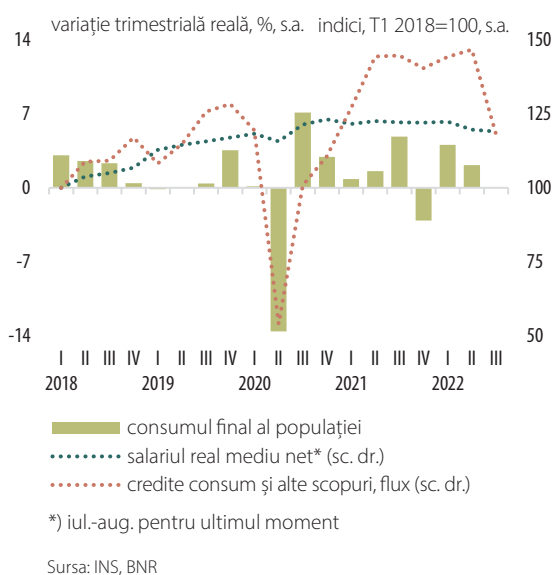
Sursa: INS

Criza energetică și manifestarea anumitor dificultăți în lanțurile globale de aprovizionare, chiar dacă în atenuare graduală, au erodat evoluția industriei autohtone în trimestrul II, valoarea adăugată brută a acestui sector reducându-se cu 1,4 la sută în termeni anuali. Cele mai ample ajustări ale producției au fost operate de ramurile cu input energetic semnificativ, contracțiile din metalurgie, chimie și prelucrarea lemnului variind între 11 la sută și 21 la sută. Creșterea costurilor materiale a creat probleme și în derularea proiectelor de construcții, contribuind la o anumită temperare a dinamicii anuale a VAB (până la 3,6 la sută). În schimb, proximitatea geografică a conflictului militar a creat oportunități în domeniul serviciilor. Astfel, reconfigurarea rutelor de transport naval din Ucraina, ca urmare a blocadei impuse

de Rusia în Marea Neagră¹⁴, a impulsionat traficul de mărfuri în porturile autohtone, volumul activității de transport (pe apă și terestru) și al celei de depozitare înregistrând creșteri cuprinse între 14 la sută și 46 la sută în trimestrul II. Totodată, influxul de refugiați din țara vecină a contribuit la majorarea vânzărilor pe anumite segmente comerciale.

Din perspectiva cererii, contextul nefavorabil marcat – pe plan local și internațional – de un climat inflaționist persistent, creșterea ratelor dobânzilor și cote înalte ale incertitudinii a afectat parcursul principalelor componente ale absorbției interne și al schimburilor comerciale externe de bunuri.

Grafic 2.2. Cererea de consum a populației și surse de finanțare



Astfel, dinamica anuală a consumului final al populației a continuat să fie robustă (peste 8 la sută), însă cea trimestrială s-a redus până la 2,1 la sută, ca urmare a inversării traiectoriei achizițiilor de bunuri de folosință îndelungată (categorie cu sensibilitate ridicată la deteriorarea puterii de cumpărare și la înăsprirea condițiilor de creditare), precum și a restrângerii cererii de carburanți, pe fondul scumpirii ample a acestora (Grafic 2.2). În schimb, volumul cumpărărilor de bunuri de uz curent și-a păstrat tendința crescătoare, adoptarea de către populație a unor strategii de menținere la un nivel satisfăcător a cantităților de bunuri achiziționate (de pildă, *downtrade* sau orientarea către magazine de tip discount) acționând ca un amortizor al efectelor negative asociate climatului inflaționist. Evoluția pozitivă a acestui segment comercial a fost suplimentar susținută de aflulul de imigranți generat de războiul

ruso-ucrainean (cu efect în special pe categoria bunurilor de strictă necesitate), precum și de eliminarea tuturor restricțiilor asociate pandemiei (cu aport la dinamizarea achizițiilor de articole de încălțăminte și îmbrăcăminte). Acest din urmă factor a imprimat, totodată, intensificarea încasărilor pe segmentul HoReCa și pe cel al activităților de agrement.

În a doua jumătate a anului, este probabil ca cererea de consum să se tempereze în continuare, pe măsură ce majorarea cheltuielilor cu utilitățile, odată cu debutul sezonului rece, va tensiona suplimentar bugetele populației, în timp ce condițiile de creditare și perspectiva activității economice își vor menține influența negativă. Aceste așteptări sunt susținute și de cele mai recente date privind volumul cifrei de afaceri din comerț și servicii de piață prestate populației (creșterea trimestrială din perioada iulie-august a încetinit până la 0,8 la sută), precum și de evoluția indicatorului de încredere din acest sector (scăderi succesive în decursul trimestrului III

¹⁴ Activitatea de transport și depozitare s-a menținut la cote înalte și după rezolvarea parțială a acestei probleme, în luna iulie (prin înființarea la Istanbul a unui centru de comandă comun, reunind reprezentanți ai Rusiei, Ucrainei, Turciei și ONU), portul Constanța acționând ca un intermediar pentru exporturile Ucrainei de grâu către Europa, Africa și Orientul Mijlociu.

în rândul operatorilor din comerț, respectiv niveluri medii inferioare trimestrului II la principalele categorii de servicii).

În trimestrul II 2022, execuția bugetului general consolidat a generat un deficit de 7,8 miliarde lei (0,6 la sută din PIB), mult mai redus față de cel din aceeași perioadă a anului precedent (19,2 miliarde lei, echivalentul a 1,6 la sută din PIB) și, totodată, în descreștere considerabilă față de valoarea din trimestrul I¹⁵, contrar tiparului evidențiat în anii anteriori. Scăderea s-a produs ca urmare a majorării veniturilor bugetare totale¹⁶, în principal pe fondul amplificării încasărilor din unele venituri fiscale¹⁷, inclusiv datorită unui efect de calendar¹⁸, dar și a celor din venituri nefiscale¹⁹, care a devansat cu mult influențele de sens opus venite din evoluția sumelor primite de la UE și a veniturilor din TVA²⁰, respectiv din taxa pe utilizarea bunurilor^{21,22}.

Și cheltuielile bugetare totale au crescut față de trimestrul anterior, însă doar marginal²³, în condițiile în care majorarea componentei de capital²⁴ și a unor cheltuieli curente²⁵ a fost aproape integral contrabalansată de diminuarea cheltuielilor de asistență socială²⁶ – inclusiv pe fondul unui efect de bază²⁷ –, precum și a celor cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile și cu alte transferuri.

Deficitul bugetar s-a majorat substanțial în trimestrul III, la 18,2 miliarde lei (echivalentul a 1,3 la sută din PIB), inclusiv în raport cu perioada similară a anului 2021 (10,5 miliarde lei, respectiv 0,9 la sută din PIB). Astfel, la finele primelor nouă luni ale anului, deficitul bugetar cumulat (41,7 miliarde lei, respectiv 3,0 la sută din PIB) a rămas doar ușor inferior celui din intervalul corespunzător al anului trecut (44,3 miliarde lei, 3,7 la sută din PIB).

Formarea brută de capital fix și-a intensificat ușor ritmul anual de creștere, însă evoluțiile curente semnalează, și pe această componentă, o atenuare (până la

¹⁵ Deficit de 15,7 miliarde lei, echivalentul a 1,1 la sută din PIB.

¹⁶ Acestea au continuat să crească și în termeni anuali reali, dar ceva mai lent (cu 8,7 la sută, față de 11,3 la sută în trimestrul anterior).

¹⁷ Respectiv a celor din impozitul pe profit, precum și din impozitul pe salarii și venit, ambele categorii consemnând și o majorare a ritmului lor anual de creștere în termeni reali.

¹⁸ Pe fondul prelungirii până în luna iunie a termenului de plată a impozitului pe profit aferent anului fiscal precedent (în 2021, termenul a fost luna martie).

¹⁹ Creșterea acestora a accelerat semnificativ și în termeni anuali, fiind susținută în continuare de încasările din veniturile din dividende, precum și din redevențe petroliere.

²⁰ Dinamica anuală reală a acestora s-a menținut totuși în teritoriul pozitiv, chiar și în condițiile reluării creșterii în termeni anuali a rambursărilor de taxă.

²¹ Care au continuat totuși să se majoreze în termeni anuali reali.

²² Acestea li s-a alăturat scăderea trimestrială tipică acestui interval a încasărilor din impozitele și taxele pe proprietate, care s-au comprimat însă și în termeni anuali reali.

²³ Evoluția implicând coborârea vizibilă în teritoriul negativ a dinamicii lor anuale reale (la -4,1 la sută, față de avansul de 9,4 la sută din trimestrul precedent).

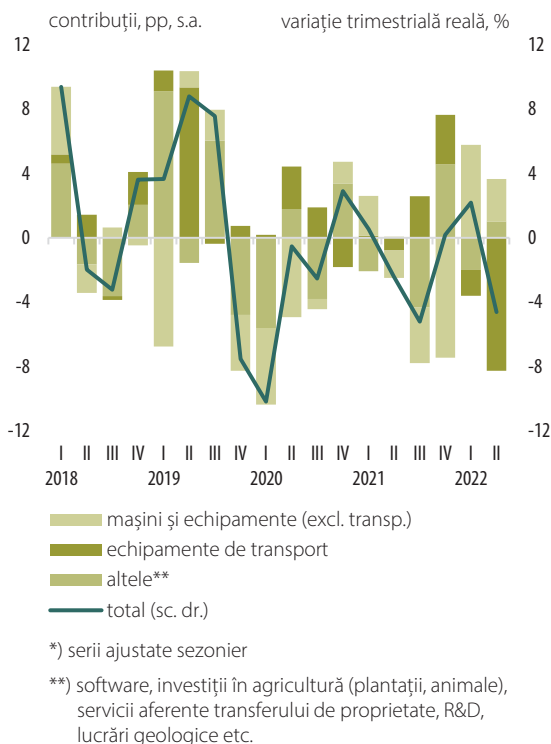
²⁴ În termeni anuali reali, acestea au continuat totuși să se reducă, dar într-un ritm relativ atenuat.

²⁵ În principal a celor cu bunuri și servicii, de personal, cu dobânzile și a altor cheltuieli; cheltuielile de personal și-au prelungit totuși dinamica anuală reală negativă, iar variația celorlalte categorii de cheltuieli menționate a scăzut în raport cu primul trimestru.

²⁶ Acestea s-au redus în termeni reali și față de trimestrul similar din anul anterior.

²⁷ Asociat acordării unui ajutor financiar în ianuarie 2022 pentru persoanele cu pensii sub 1 600 de lei și a unei indemnizații suplimentare pentru persoanele cu dizabilități.

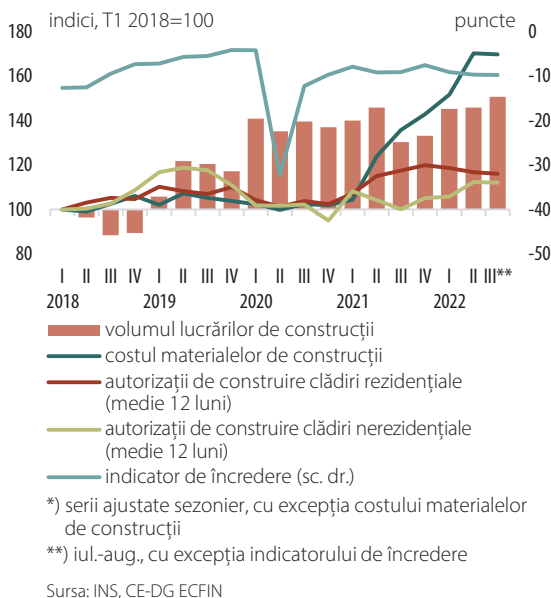
Grafic 2.3. Investiții exclusiv construcții*



1,8 la sută), la care au contribuit decelerarea observată în cazul investițiilor în echipamente, dar și restrângerea achizițiilor de mijloace de transport de către companii și instituții publice (Grafic 2.3). Traectoria se va menține probabil pe aceleași coordonate, în condițiile în care presiunea din partea costurilor materiale (în special energetice) și atenuarea cererii își vor pune amprenta asupra volumului producției și a profitabilității sectorului corporativ (îndeosebi industrial), diminuând astfel resursele proprii de finanțare a proiectelor de investiții. Temperarea apetitului pentru acumulări de capital fix este sugerată și de înrăutățirea indicatorului de încredere la nivelul economiei în perioada iulie-septembrie (în industria prelucrătoare, de pildă, acesta a atins minimum ultimelor șase trimestre), precum și de scăderea influxurilor de ISD sub forma participațiilor la capital, care s-au plasat la cel mai scăzut nivel înregistrat pentru primele opt luni începând din anul 2005 (pasive nete în valoare de 154 milioane euro).

O încetinire de ritm au consemnat și investițiile în construcții, atribuită în principal segmentului rezidențial, pe fondul diminuării puterii de cumpărare a populației și al condițiilor de creditare mai restrictive, factori care vor continua probabil să se manifeste și în trimestrul III²⁸ (un indiciu este și reducerea cu 29 la sută a interesului pentru achiziția unei proprietăți rezidențiale în perioada aprilie-iunie, variație anuală²⁹), Grafic 2.4. Perspectiva rezervată la nivelul cererii, împreună cu dificultățile de natura ofertei (inclusiv blocaje în procesul de autorizare) reduc probabilitatea intensificării lucrărilor de construcții de locuințe în a doua parte a acestui an. În schimb, segmentul nerezidențial pare să își păstreze panta crescătoare, semnalele din piață indicând o cerere consistentă. Aceasta este localizată în special pe segmentul I&L (în semestrul I 2022, numărul proiectelor în execuție a crescut cu 11 la sută în termeni anuali, pe o piață încă deficitară la capitolul „stoc de spații moderne”³⁰), dar și pe segmentul *office*, care a revenit în atenția investitorilor, odată cu reluarea activității cu prezență fizică (inclusiv pentru proiecte

Grafic 2.4. Construcții*



²⁸ Potrivit Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației, august 2022.

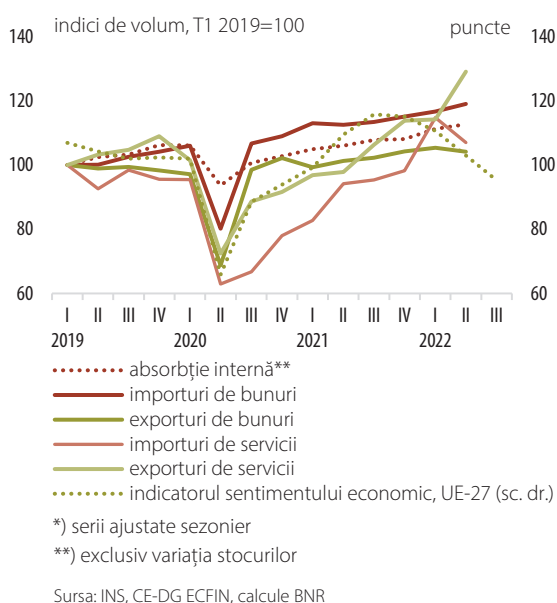
²⁹ Conform Imobiliare.ro – Piața imobiliară rezidențială, trimestrul II 2022.

³⁰ Conform Colliers – Mid Year Report 2022, Romania.

de modernizare și de adaptare a spațiilor la regimul hibrid de lucru). Un parcurs favorabil este anticipat și pentru lucrările inginerești, în special pentru proiecte de infrastructură la nivel local (apă, canalizare, termoficare) și de extindere a rețelei de transport rutier rapid.

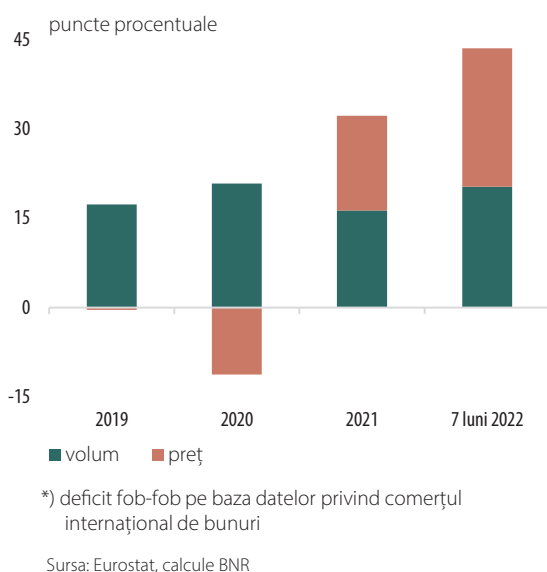
Deteriorarea peisajului economic internațional odată cu izbucnirea conflictului ruso-ucrainean (proces agravat în perioada aprilie-mai de un nou lockdown în China) a afectat evoluția livrărilor externe de bunuri ale României în trimestrul II. Temperarea anticipată pentru economiile principalilor parteneri comerciali va antrena probabil moderarea în continuare a dinamicii exporturilor locale. O evoluție

Grafic 2.5. Comerț exterior*



similară se întrevide și la nivelul importurilor (intensificarea din trimestrul II se va dovedi probabil episodică), date fiind integrarea industriei românești în lanțurile internaționale de valoare adăugată, precum și previzibila slăbire a absorbției interne. O traiectorie ascendentă au urmat însă activitățile de prestări de servicii internaționale, poziția netă a acestora contribuind cu 2 puncte procentuale la dinamica anuală a PIB, în contextul în care aportul considerabil al sectorului IT&C local a fost însoțit de o intensificare a transporturilor de mărfuri, determinată, în bună măsură, de reorganizarea traseelor comerciale ale Ucrainei (Grafic 2.5).

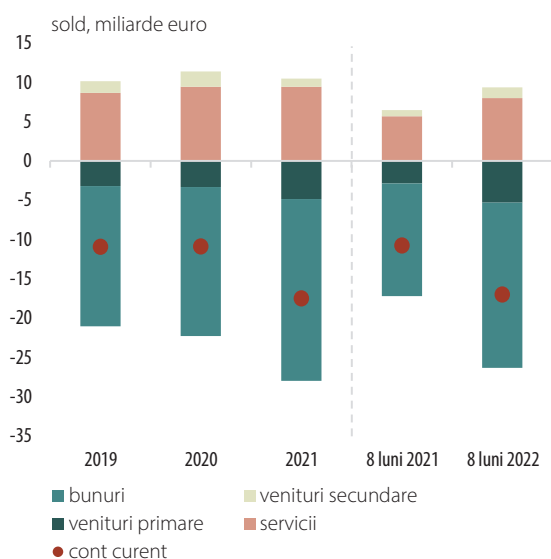
Grafic 2.6. Contribuții la adâncirea deficitului comercial*



Exporturile de bunuri și-au redus la jumătate variația anuală comparativ cu trimestrul I (până la 2,5 la sută). Restrângeri semnificative (între 16 la sută și 30 la sută) ale cifrei de afaceri pentru piața externă au consemnat industriile energointensive, în timp ce majorări ale livrărilor s-au înregistrat în cazul autovehiculelor (pe seama ameliorării aprovizionării cu semiconductori), produselor agroalimentare (în principal cereale, oleaginoase și ulei comestibil), ca urmare a recoltei remarcabile din anul precedent, precum și în cazul industriei de mașini și echipamente și în cel al fabricării de vehicule militare.

Importurile și-au accelerat dinamica în termeni anuali (6 la sută), rezultat atribuit însă, în bună măsură, efectului de bază asociat blocajelor în lanțurile de producție, care au caracterizat aproape întregul an 2021 – relevante sunt, în această privință, triplarea importurilor de componente electronice sau creșterea cu peste 20 la sută a celor de motoare, generatoare și cabluri electrice. Totodată, agravarea crizei energetice a condus la majorarea achizițiilor de țiței (produs de importanță strategică), dar și a importurilor de produse chimice și metalurgice,

Grafic 2.7. Contul curent



în completarea ofertei locale în restrângere. Nu în ultimul rând, reziliența cererii de bunuri de uz curent s-a regăsit în creșterea volumului importurilor de bunuri de consum (cu 16 la sută în termeni anuali).

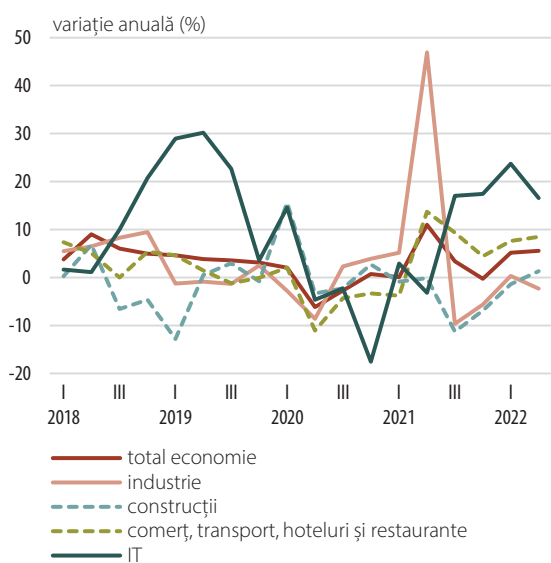
Pe ansamblul semestrului I, ecartul negativ de ritm dintre volumul exporturilor și cel al importurilor de bunuri, însoțit de menținerea raportului de schimb la un nivel subunitar, au determinat adâncirea dezechilibrului comercial³¹ (Grafic 2.6). Evoluția a continuat în următoarele două luni, astfel încât în perioada ianuarie-august, deficitul balanței bunurilor a condus la deteriorarea cu 58 la sută a soldului contului curent (până la circa -17 miliarde euro), Grafic 2.7.

Productivitatea muncii

În trimestrul II 2022, productivitatea muncii pe ansamblul economiei și-a accelerat ușor dinamica anuală, deja robustă, până la 5,6 la sută (+0,4 puncte procentuale față de intervalul anterior). Segmentele care susțin parcursul favorabil al indicatorului rămân cel al informațiilor și comunicațiilor, respectiv activitățile din comerț-transporturi-HoReCa, acestea din urmă beneficiind de cererea suplimentară generată de conflictul armat din Ucraina (Grafic 2.8).

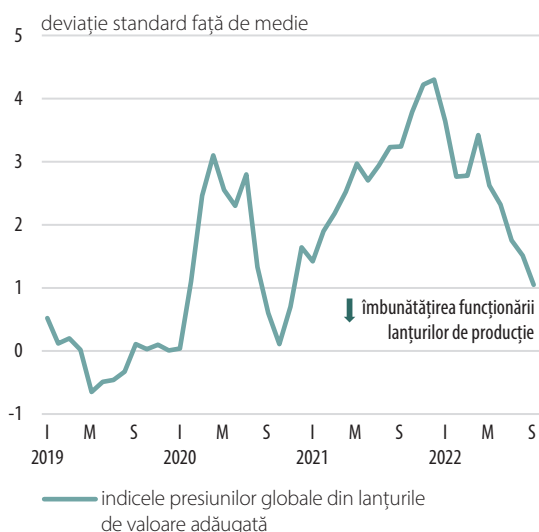
Sectorul industrial a afișat însă o evoluție contrastantă. În acest caz, productivitatea muncii a scăzut în trimestrul II (cu 2,3 la sută, variație anuală), evoluții similare fiind observate în cazul tuturor celor trei segmente principale. Deși funcționarea lanțurilor internaționale de producție a continuat să se normalizeze (Grafic 2.9), întreruperea totală sau parțială a activității în numeroase fabrici europene, în contextul acutizării crizei energetice, a devenit un fenomen din ce în ce mai răspândit atât în plan geografic, cât și în cel al ramurilor afectate, printre

Grafic 2.8. Productivitatea muncii în economie



acestea numărându-se industria chimică (îngrășăminte), metalurgia (aluminu, oțel, zinc), producerea cimentului, a sticlei și a ambalajelor, care la rândul lor prejudiciază alte activități în lanțul de producție. Aceste evoluții s-au reflectat în reducerea puternică a comenzilor noi pentru industria locală, îndeosebi pentru bunurile intermediare. În paralel, utilizarea capacităților de producție s-a redus sensibil, mai cu seamă în industria bunurilor de capital (cel mai scăzut nivel din 2004), respectiv

³¹ În primele șapte luni ale acestui an contribuția componentei „preț” la creșterea deficitului bunurilor a fost de circa 53 la sută (calculare potrivit datelor privind comerțul internațional BPM5 – Sursa: Eurostat).

Grafic 2.9. Funcționarea lanțurilor internaționale de producție

Sursa: Banca Rezervei Federale din New York

în fabricarea bunurilor de consum durabile, care a beneficiat de un parcurs solid de la începutul pandemiei³².

Funcționarea unor capacități de producție a fost suspendată și în cazul unor importanți producători locali din industria chimică și din metalurgie. Există riscul ca aceste închideri să se permanentizeze, repornirea unor instalații de producție complexe, odată ce acestea au fost oprite, fiind în unele situații dificilă din punct de vedere tehnic sau presupunând costuri ridicate. În contextul continuării tendinței de adâncire a crizei energetice, perspectivele de redresare a segmentului manufacturier se mențin nefavorabile, cel puțin pe termen scurt. Printre destinațiile care mai atrag investiții cu caracter productiv din partea operatorilor se numără generarea electricității în regim propriu, construirea de facilități pentru depozitarea stocurilor sau

migrarea către producția integrată. Proiectele de investiții în noi capacități de producție nu sunt numeroase și sunt condiționate, în general, de primirea unui ajutor de stat, mai ales în contextul majorării recente a bugetului alocat schemei de sprijin a investițiilor cu impact major în economie, dar și al prevederilor relativ avantajoase pe care le presupune sistemul de acordare a ajutoarelor de stat din România.

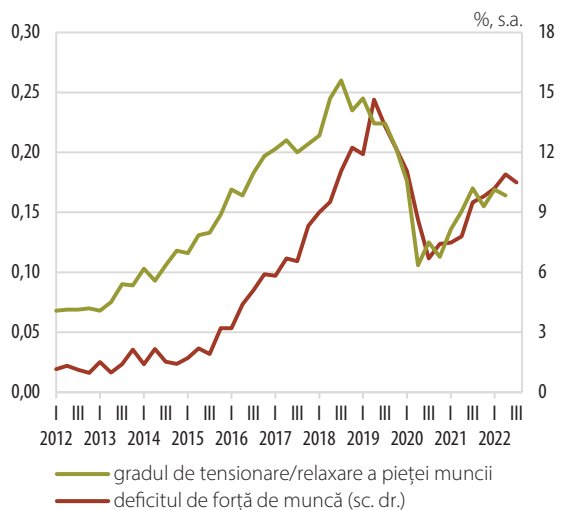
Evoluții pe piața muncii

În trimestrul II 2022, piața muncii s-a menținut relativ tensionată, însă încep să apară semnale în direcția atenuării acestei tendințe. Reducerea ratei șomajului a fost însoțită de o restrângere ușoară a cererii de forță de muncă, iar pe termen scurt cele mai recente sondaje indică o temperare a angajărilor și o diminuare a preocupării companiilor privind problema deficitului de personal. Având în vedere decalajul de transmisie, tendința de tensionare a condițiilor de pe piața muncii începând cu anul 2021 continuă să exercite influență asupra dinamicii alerte a salariilor din trimestrul II, alături de câștigurile de productivitate și de deteriorarea anticipațiilor inflaționiste.

Gradul de tensionare a pieței muncii a consemnat în trimestrul II 2022 o scădere marginală față de primele trei luni ale anului, în condițiile în care rata șomajului BIM a coborât până la 5,5 la sută (de la 5,9 la sută în intervalul precedent), iar rata locurilor de muncă vacante s-a redus ușor până la 0,9 la sută (față de 1 la sută). În ultimul caz, evoluția a fost imprimată de diminuarea numărului de posturi disponibile în comerț și HoReCa, în timp ce în sectoare precum IT&C, finanțe, transport și depozitare, cererea de forță de muncă s-a menținut consistentă, afișând rate ale locurilor de muncă vacante superioare mediei pe economie. În trimestrul II, deficitul de forță de muncă perceput de companii (evaluat pe baza sondajului DG ECFIN) a continuat să

³² În cadrul celor două grupe menționate se remarcă industria auto (probabil subsectorul componentelor, cel al autoturismelor având încă o evoluție favorabilă) și cea a echipamentelor electrice.

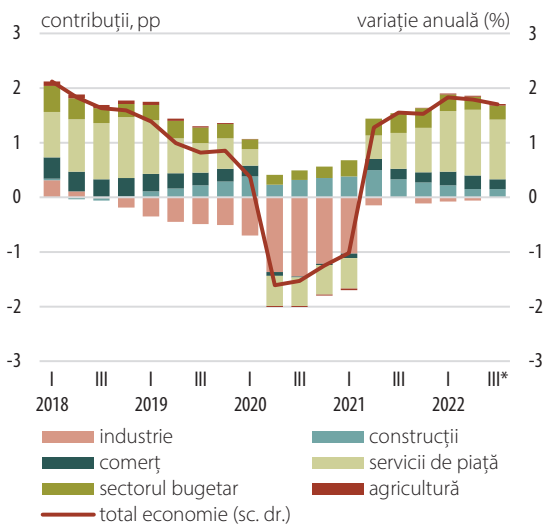
Grafic 2.10. Gradul de tensionare/relaxare a pieței muncii



crească, însă rezultatele aferente trimestrului III oferă semnale cu privire la diminuarea intensității (Grafic 2.10).

Dinamica anuală a efectivului de salariați din economie raportat de companii s-a poziționat la 1,8 la sută în trimestrul II 2022 (nivel similar celui consemnat în trimestrul I). Extinderile de personal au caracterizat mai ales segmentul serviciilor, marcante fiind evoluțiile din sectorul IT&C, dar și HoReCa, activitățile recreative și transporturile aeriene, care au beneficiat de ridicarea completă a restricțiilor asociate pandemiei; o traiectorie similară se observă în cazul transportului pe apă și în domeniul depozitării, ale căror activități s-au extins odată cu reconfigurarea rutelor de transport impusă de războiul din Ucraina. În schimb, în construcții s-a observat o temperare a ritmului angajărilor, pe fondul evoluțiilor nefavorabile din zona rezidențială, iar pe ansamblul industriei numărul de salariați a rămas în jurul nivelului observat în ultimii doi ani. În intervalul iulie-august 2022, ritmul anual de creștere a numărului de angajați pe total economie a decelerat ușor, până la 1,7 la sută, în contextul în care serviciile și comerțul au mai pierdut din avântul observat în trimestrul anterior (Grafic 2.11).

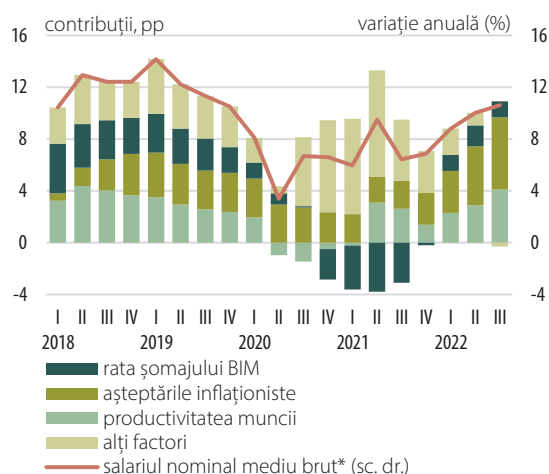
Grafic 2.11. Efectivul salariaților din economie



Datele provizorii aferente perioadei iulie-august 2022 relevă o diminuare a ratei șomajului, până la 5,1 la sută, însă este probabil ca tendința să se inverseze în perioada următoare, dată fiind perspectiva rezervată asupra activității economice – unele sectoare, îndeosebi cele energointensive, resimt tot mai acut presiunea costurilor energetice (industria chimică și metalurgia se confruntă deja cu opriri ale producției, fiind anunțate disponibilizări de personal). Totodată, cele mai recente rezultate ale sondajului DG ECFIN, aferente perioadei iulie-septembrie 2022, relevă o ajustare descendentă a anticipațiilor operatorilor economici privind numărul de angajați pe termen scurt, până la 106,5 puncte (cu 3,2 puncte sub nivelul din trimestrul II).

Dincolo de influențele ciclice, pe piața muncii au persistat problemele de natură structurală, îmbătrânirea populației, emigrarea de personal calificat din ultimii ani sau neconcordanțele dintre abilitățile ofertei de forță de muncă și cerințele companiilor continuând să îngreuneze procesul de recrutare. În acest context, firmele au apelat tot mai mult la lucrători non-UE pentru acoperirea cererii de forță de muncă – surse

Grafic 2.12. 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:

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

Variațiile sunt approximate prin diferențe de logaritmi.

Sursa: INS, Eurostat, estimări și prognoze BNR

din piață relevă că în prima jumătate a anului 2022 au fost acordate permise de lucru pentru aproximativ 40 000 de muncitori străini, din cele 100 000 prevăzute pentru acest an. În perspectivă, temperarea cererii de forță de muncă ar urma să antreneze un apel mai redus la resursă umană din străinătate, cu toate că nu poate fi exclusă menținerea la un nivel însemnat a acestuia, în ipoteza în care lucrătorii străini au pretenții salariale mai reduse, contribuind astfel la limitarea costurilor de producție.

Rata anuală de creștere a salariului mediu brut pe economie a continuat să se majoreze în trimestrul II 2022, urcând până la 11,2 la sută (+1,3 puncte procentuale față de trimestrul I 2022), nivel la care s-a menținut și în perioada iulie-august. În sectorul privat, dinamica salarială a accelerat până la 13,1 la sută în trimestrul II, respectiv până la 13,3 la sută în intervalul iulie-august (+1,2 puncte procentuale față de primele trei luni din 2022). Câștigurile de productivitate, alături de tensionarea graduală a pieței muncii începând cu anul 2021, au exercitat influențe în acest sens, însă și deteriorarea

anticipațiilor privind inflația a avut un rol în creștere. În sectorul bugetar, ritmul anual de creștere a salariilor s-a situat în jurul nivelului de 4,9 la sută în intervalul aprilie-august, dinamizarea față de 3 la sută în trimestrul I fiind asociată acordării tichetelor de vacanță (Grafic 2.12).

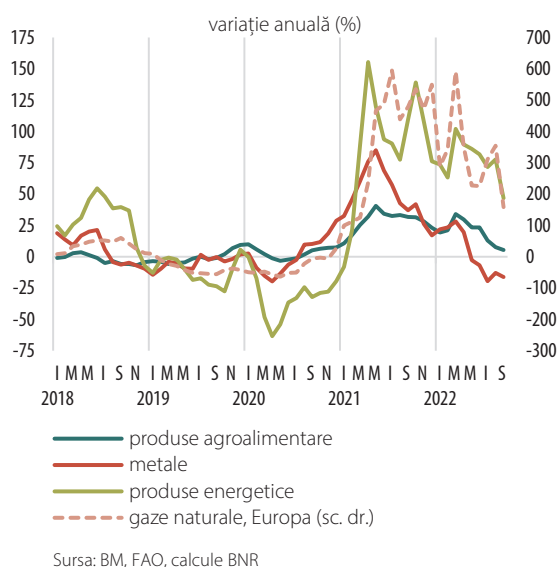
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă

Evoluția modestă a sectorului industrial și fragilitatea cererii mondiale în trimestrul III au antrenat o aplatizare a curbei ascendente descrise în prima parte a anului de majoritatea cotațiilor materiilor prime. Totuși, menținerea situației tensionate pe piața energiei, în special a gazelor naturale contribuie la păstrarea sau chiar accentuarea presiunilor inflaționiste în cazul prețurilor de import și de producție pentru piața internă. În cazul prețurilor de producție agricolă, creșterile anuale rămân însemnate, tendința fiind probabil să continue, date fiind recolta slabă din anul curent și costurile ridicate cu utilitățile.

2.1. Prețurile de import

Evoluția modestă a sectorului industrial și fragilitatea cererii mondiale s-au reflectat într-o diminuare a variației anuale a cotațiilor materiilor prime pe piețele internaționale

Grafic 2.13. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



în trimestrul III (Grafic 2.13). Astfel, la nivelul bunurilor energetice, creșterii anuale de circa 86 la sută din trimestrul II 2022 i-a succedat un avans de aproximativ 65 la sută în trimestrul III, ritmurile trimestriale scăzând considerabil, de la 16,5 la sută la 2,6 la sută. Piața gazelor naturale rămâne însă tensionată, cu precădere în Europa, unde întreruperile de aprovizionare instrumentate politic în contextul conflictului actual au propulsat cotațiile TTF la noi maxime istorice (aproape 350 EUR/MWh în luna august). Conflictul a marcat și perioada septembrie-octombrie, prin sabotarea unor conducte de gaze naturale care traversează Marea Baltică, după o perioadă de funcționare intermitentă, motivată/justificată oficial prin derularea operațiunilor de mentenanță. Prețul petrolului Brent a evoluat ușor descendent, în condițiile în care demersurile OPEC+ de a restrânge oferta au avut un efect limitat – dinamica anuală

s-a plasat la 36 la sută în trimestrul III, în coborâre de la 64 la sută în trimestrul II. Spre sfârșitul intervalului s-au manifestat unele constrângeri pe latura ofertei, pe fondul semnalelor OPEC+ cu privire la reducerea mai amplă a cotelor de producție (la întrunirea din 4-5 octombrie, organizația a decis diminuarea producției zilnice cu 2 milioane de barili pe zi, reprezentând aproximativ 2 la sută din oferta mondială), dar efectele în piață au fost efemere, cel puțin pe termen scurt, prevalând perspectiva negativă asupra cererii globale.

Diminuarea cererii a afectat și prețurile metalelor, care au consemnat o scădere de 16,2 la sută în termeni anuali în trimestrul III, de la un avans de 3 la sută în trimestrul anterior. Amplitudinea reducerii cotațiilor este însă limitată de deficitul de ofertă indus de scumpirea energiei și a altor inputuri de producție.

Și în cazul materiilor prime agroalimentare se observă o tendință de temperare în perioada iulie-septembrie, indicele FAO agregat indicând o creștere anuală de 8,7 la sută (de la 25,5 la sută în trimestrul II), în contextul acordului vizând tranzitarea Mării Negre de către navele care pornesc din Ucraina. Nivelul se menține însă în ridicat, condițiile de secetă din Europa și Statele Unite ale Americii limitând anvergura corecțiilor.

În trimestrul II 2022, prețurile de import au continuat să exercite un impact nefavorabil asupra prețurilor interne, în condițiile în care indicele valorii unitare a importurilor (IVU) rămâne la niveluri pronunțat supraunitare (120 la sută), iar leul și-a accentuat deprecierea în raport cu dolarul SUA, moneda de decontare pentru majoritatea materiilor prime importate.

Din perspectiva bunurilor de consum, evoluțiile au fost neuniforme: condițiile meteo adverse în unele zone, întreruperile fluxurilor comerciale și costurile ridicate ale inputurilor (energie și fertilizatori) au condus la intensificări importante de ritm pentru majoritatea grupelor de bunuri alimentare, respectiv produse vegetale și alimente

procesate (carne, grăsimi, cafea). Pe segmentul nealimentar, în pofida unei decelerări, combustibilii rămân grupa cu cea mai ridicată rată de creștere a prețurilor externe; valori în scădere ale IVU au fost consemnate și de produsele farmaceutice și articolele de îmbrăcăminte, încălțăminte, posibil ca urmare a reorientării populației spre produse mai ieftine, odată cu erodarea puterii de cumpărare.

În ceea ce privește celelalte grupe de bunuri (intermediare și de capital), variațiile anuale ale valorii unitare a importurilor s-au menținut la niveluri consistente, dar în reducere comparativ cu trimestrul anterior, în corelație cu presiunile mai scăzute pe piața metalelor.

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

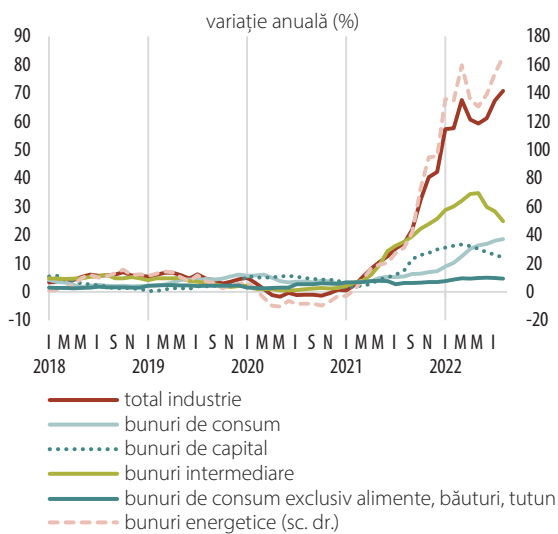
În perioada iulie-august 2022, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a urcat la 69,1 la sută (+8,7 puncte procentuale față de media trimestrului II), majorările ample ale prețurilor gazelor și energiei electrice regăsindu-se în avansul semnificativ al prețurilor grupei bunurilor energetice. Pe o pantă

ascendentă au continuat să se plaseze și prețurile bunurilor de consum, dinamica anuală în industria alimentară înregistrând un nou maxim al seriei de date disponibile, în contextul costurilor ridicate cu utilitățile și materiile prime agricole. În schimb, ajustările în sens descendent ale prețurilor metalelor au contribuit la atenuarea creșterii anuale în cazul celorlalte categorii de bunuri (Grafic 2.14). Rezultatele sondajului DG ECFIN în septembrie 2022 sugerează păstrarea dinamicii pronunțate a prețurilor de producție – soldul conjunctural menținându-se la valori ridicate (38 la sută).

Prețurile din sectorul energetic au continuat să dețină cea mai importantă influență inflaționistă în rândul prețurilor de producție (+2,7 puncte procentuale, până la 159,8 la sută). Menținerea situației tensionate pe piața gazelor naturale și cea a energiei electrice a condus la noi intensificări ale ritmurilor anuale deja alerte în industria de

producție și furnizare de energie electrică, termică și gaze (până la 187,4 la sută, față de 139,4 la sută în trimestrul II 2022). Similar tendinței externe, cotațiile spot pe piețele interne *en gros* ale energiei electrice și gazelor naturale au înregistrat majorări însemnate, determinate, pe de o parte, de constrângerile create la nivelul ofertei de escaladarea tensiunilor geopolitice și de secetă, iar pe de altă parte, de majorarea cererii, pe fondul temperaturilor extrem de ridicate (Casetă 2). Pe plan local, la diminuarea producției de electricitate din surse hidro s-au adăugat dificultățile din sectorul de producție a energiei pe bază de cărbune. În primul caz, evoluția este asociată atât condițiilor meteo nefavorabile, debitul Dunării în perioada

Grafic 2.14. Prețurile producției industriale pentru piața internă

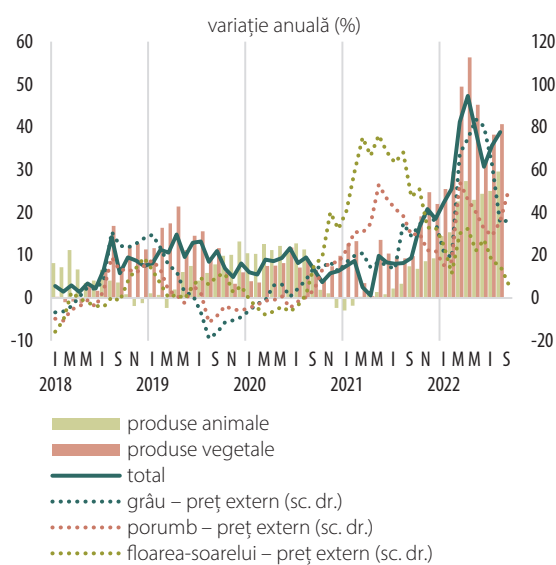


Sursa: INS, Eurostat

iulie-august situându-se la jumătate din media multianuală, cât și derulării unor lucrări de reparații; în cel de-al doilea caz, suspendarea acordului de mediu la cariera Roșia, ca urmare a unor probleme semnalate de asociații de profil, a avut repercusiuni asupra activității Complexului Energetic Oltenia. În plus, energia electrică produsă din surse regenerabile are încă o pondere modestă – cu toate că în sectorul energiei eoliene și solare sunt anunțate numeroase proiecte de mari dimensiuni în noi capacități de producție, intrarea în funcțiune a acestora nu se va realiza pe termen scurt. În schimb, avansul anual al prețurilor din ramura de prelucrare a țițeiului s-a temperat odată cu diminuarea cotației petrolului pe piețele internaționale.

În ceea ce privește bunurile de consum, dinamica anuală a prețurilor de producție și-a consolidat traiectoria crescătoare, urcând până la 18,3 la sută (+2,2 puncte procentuale față de trimestrul II), exclusiv pe seama evoluțiilor din industria alimentară. În acest caz, tendința a fost susținută de estimările nefavorabile referitoare la producția de cereale atât pe plan intern, cât și regional, scumpirea îngrășămintelor, majorarea prețului la lapte³³, la carne de porc³⁴ și sporirea costurilor cu utilitățile. Rata anuală a prețurilor de producție a bunurilor de consum exclusiv alimente, băuturi, tutun s-a menținut la un nivel similar celui consemnat în trimestrul II (9,6 la sută).

Grafic 2.15. Prețurile producției agricole



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

Trajectoria descendentă a cotațiilor metalelor și-a pus amprenta asupra dinamicii prețurilor bunurilor intermediare și de capital, fiind observate decelerări de ritm până la 26,7 la sută și, respectiv, 12,6 la sută; o importantă sursă de presiune continuă să o reprezinte însă costurile ridicate cu energia.

În intervalul iulie-august 2022, variația anuală a prețurilor producției agricole a rămas la un nivel ridicat (37,2 la sută) însă în atenuare ușoară față de trimestrul anterior (-1,2 puncte procentuale), pe seama componentei vegetale (Grafic 2.15). În cazul acesteia, perspectiva nefavorabilă asupra recoltei anului curent, pe plan intern și european, a contribuit la menținerea creșterilor ample în cazul majorității componentelor, o atenuare a ritmului anual fiind înregistrată la cartofi și la floarea-soarelui³⁵. Totodată, costurile de producție ridicate (furaje, utilități) s-au regăsit în avansul prețurilor produselor

animale (27,4 la sută), intensificări de ritm consemnând mai ales produsele din carne de porc și lapte, în cazul cărora oferta s-a restrâns.

³³ Ca urmare a diminuării producției, seceta determinând creșterea numărului de sacrificări la nivelul fermelor, date fiind costurile ridicate de întreținere a animalelor.

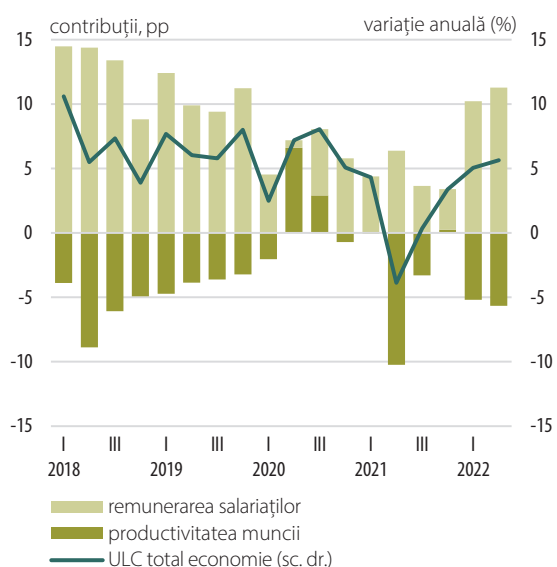
³⁴ În ultimii cinci ani sectorul se confruntă cu o scădere a efectivelor de animale ca urmare a focarelor de pestă porcină, numărul acestora la 1 mai 2022 fiind mai redus cu 25 la sută comparativ cu cifra aferentă anului 2017.

³⁵ Pe fondul unui exces de ofertă generat pe piața internă de exporturile mai mari de semințe din Ucraina, condițiile de război nepermițând prelucrarea unei cantități mai ample.

Costurile unitare cu forța de muncă

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe total economie a cunoscut în trimestrul II 2022 o ușoară accelerare, până la 5,6 la sută, față de 5 la sută în trimestrul anterior; avansul productivității (5,6 la sută) a justificat, într-o

Grafic 2.16. Costurile unitare cu forța de muncă



Sursa: INS, calcule BNR

anumită măsură, creșterea remunerării salariaților (11,6 la sută; Grafic 2.16). Unele sectoare, precum comerț-transporturi-HoReCa sau industria, au fost caracterizate de ritmuri alerte ale ULC, superioare mediei pe economie.

În industrie, rata anuală a costurilor salariale unitare a accelerat în perioada iulie-august 2022 la aproximativ 16 la sută (față de circa 11 la sută în trimestrul I 2022, respectiv 14 la sută în trimestrul II). Funcționarea lanțurilor globale de aprovizionare s-a ameliorat în ultimele luni, inclusiv pe fondul slăbirii cererii mondiale, însă costurile extrem de ridicate cu energia continuă să aibă efecte negative asupra activității industriale autohtone (direct și indirect, prin impactul asupra partenerilor comerciali). Cu toate acestea, la nivelul efectivului de salariați nu au fost operate, deocamdată, ajustări semnificative, unele firme având tendința de a nu renunța la surplusul de personal creat de

manifestarea unui șoc negativ, cel puțin până când percep că modificările înregistrate la nivelul activității nu sunt de scurtă durată; prin urmare, în ultima perioadă au fost resimțite presiuni în creștere și din partea costurilor cu salariile. Dinamici ample ale ULC au fost observate în special în industriile energointensive, precum metalurgică și chimia (peste 50 la sută), însă variații mari, cuprinse între 20 la sută și 40 la sută, au fost înregistrate și în cazul fabricării maselor plastice, a echipamentelor electrice, industria mineralelor nemetalice și în prelucrarea lemnului. În industria auto a avut loc o ameliorare a dinamicii ULC pe parcursul anului, aceasta coborând de la 22 la sută în trimestrul I la 7,4 la sută în intervalul iulie-august 2022.

Caseta 2. Mecanisme de ajustare a prețurilor în contextul șocului energetic

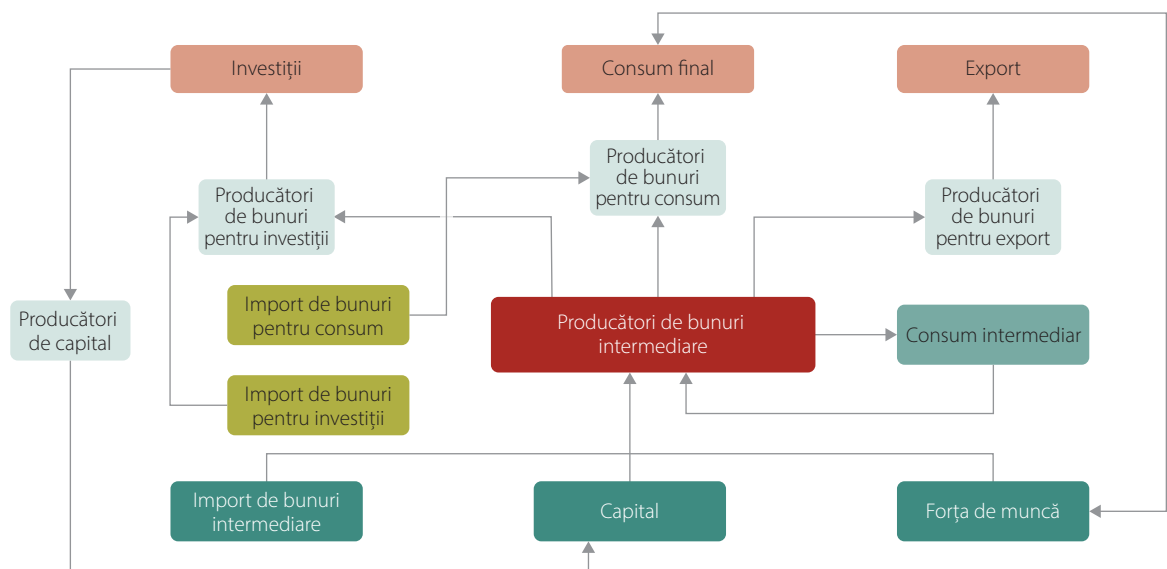
Majorarea substanțială a cotațiilor materiilor prime din perioada recentă a condus la reparația unui climat economic pronunțat inflaționist. Fenomenul are în epicentru avansul cotațiilor bunurilor energetice, care afectează cvasitotalitatea agenților din economie, deopotrivă producători și consumatori, cu mențiunea că un element-cheie care influențează efectele creșterii cotațiilor se referă la relațiile intersectoriale de-a lungul lanțului de producție. Caseta de față își propune să analizeze efectele șocului energetic din perspectiva unui model de echilibru general cu dimensiune sectorială, care surprinde într-o manieră riguroasă legăturile input-output dintre sectoarele economiei naționale, pe lângă celelalte elemente specifice ale literaturii neo-keynesiene. Într-o primă fază, accentul este pus pe fenomenul inflaționist, fiind studiate mecanismele care se activează la producerea

unei creșteri a prețurilor bunurilor energetice de tipul celei produse recent. Ulterior, analiza cuprinde un exercițiu contrafactual care evaluează măsura în care o atitudine reactivă a producătorilor – modelată printr-o creștere de productivitate – poate limita efectele adverse ale șocului respectiv.

Cadrul teoretic

Cadrul teoretic utilizat constă într-un model general de echilibru extins pentru a acomoda multiple sectoare de activitate (Smets și Wouters, 2007; Smets, Tielens și Van Hove, 2018). În plus, date fiind caracteristicile economiei românești, a fost considerată drept oportună includerea unor elemente specifice economiilor deschise – importuri de bunuri de consum, intermediare și de capital, exporturi, tranzacții de obligațiuni cu străinătatea, primă de risc. Într-o manieră simplificată, legăturile dintre agenții din economie sunt prezentate în Graficul A³⁶.

Grafic A. Legăturile dintre agenții din economie în cadrul modelului



Paragrafele următoare ale secțiunii cuprind o scurtă trecere în revistă a celor mai relevante mecanisme din cadrul modelului, care prilejuiește inclusiv o discuție cu privire la calibrarea parametrilor, demers de o importanță semnificativă, mai ales în condițiile în care dimensiunea modelului face ca estimarea să nu fie fezabilă.

Pentru fiecare sector $j \in [0, J]$ al economiei naționale există un producător reprezentativ a cărui funcție de producție (de tip Cobb-Douglas) utilizează patru categorii de inputuri primare: capital, muncă, bunuri intermediare fabricate local și importate. În formă liniarizată în jurul punctului de echilibru, funcția de producție are următoarea formă:

³⁶ Producătorii de bunuri intermediare sunt agenții cu rol central în model, fiind reprezentați ca atare. Celelalte categorii de producători au în esență o funcție de agregare.

$$\hat{y}_{j,t}^P = v_{P,j}(\hat{\varepsilon}_{A,j,t} + \alpha_j^K \hat{k}_{j,t-1} + \alpha_j^L \hat{l}_{j,t} + \alpha_j^{NI} \hat{n}_{j,t}^I + \alpha_j^M \hat{m}_{j,t}) \quad (1)$$

unde $v_{P,j}$ reprezintă nivelul de echilibru al marjei comerciale a producătorilor, a cărei includere în funcția de producție asigură profituri nule în echilibru. $\hat{\varepsilon}_{A,j,t}$ este un șoc de productivitate care prezintă o structură autoregresivă de ordin I și cu erori distribuite normal, standard. $\hat{k}_{j,t-1}$ reprezintă capitalul fizic utilizat în procesul de producție, $\hat{l}_{j,t}$ numărul de ore lucrate, $\hat{n}_{j,t}^I$ consumul intermediar de bunuri importate, iar $\hat{m}_{j,t}$ sunt bunurile fabricate pe plan local. Ponderea în procesul de producție a fiecărui factor este dată de α_j^K , α_j^L , α_j^{NI} , respectiv α_j^M . Merită menționat faptul că o funcție de tip Cobb-Douglas presupune o elasticitate unitară de substituție între factori de producție, valoare care este în linie cu estimările disponibile în literatura pentru economiile emergente (Oberfield și Raval, 2021).

Minimizarea costurilor conduce la următoarea definiție a costului marginal real la nivelul fiecărui sector j :

$$\hat{m}c_{j,t}^P = \alpha_j^K \hat{r}_{j,t}^K + \alpha_j^L \hat{w}_{j,t} + \alpha_j^{NI} \hat{p}_{j,t}^{NI} + \alpha_j^M \hat{p}_{j,t}^M - \hat{\varepsilon}_{A,j,t} \quad (2)$$

unde $\hat{r}_{j,t}^K$ este costul capitalului, $\hat{w}_{j,t}$ salariul real, $\hat{p}_{j,t}^{NI}$ prețul relativ al bunurilor intermediare de import, iar $\hat{p}_{j,t}^M$ cel al bunurilor intermediare produse în economia autohtonă.

Legăturile directe dintre sectoarele economiei sunt surprinse de prețurile bunurilor intermediare, care încorporează evoluțiile celor de producție ale sectoarelor $\bar{j} \in [0, J]$ de la care ramura j achiziționează bunuri pentru consumul intermediar:

$$\hat{p}_{j,t}^M = \sum_{\bar{j}=1} \omega_{j\bar{j}}^M \hat{p}_{\bar{j},t}^P \quad (3)$$

unde $\omega_{j\bar{j}}^M$ reprezintă ponderea consumului intermediar utilizată de sectorul j care este fabricat de ramura \bar{j} . Funcția de cerere a sectorului j pentru bunurile fabricate de \bar{j} este:

$$\hat{m}_{j\bar{j},t} = -\mu_{M,j}(\hat{p}_{j,t}^P - \hat{p}_{\bar{j},t}^M) + \hat{m}_{j,t} \quad (4)$$

unde $\mu_{M,j}$ reprezintă elasticitatea de substituție între bunurile produse de sectoarele \bar{j} .

În cadrul modelului, în linie cu abordarea comună din literatură, se presupune că există o transmisie incompletă a șocurilor de la nivelul costului marginal în prețurile finale, ca urmare a unei perioade de timp în care producătorii nu-și pot ajusta prețurile – imediat după materializarea unui șoc la nivelul economiei, amplitudinea variației prețurilor este în bună măsură imprimată doar de acele companii care au posibilitatea de a își ajusta prețurile. Totodată, mecanismul de stabilire a prețurilor presupune că fiecare companie are o anumită putere de piață, care îi permite să adauge o marjă $\hat{v}_{P,j,t}$ la costul marginal real $\hat{m}c_{j,t}^P$. Curba Phillips a prețurilor de producție pentru fiecare sector j este:

$$\hat{\pi}_{j,t}^P = \frac{\xi_{P,j}}{1 + \beta \xi_{P,j}} \hat{\pi}_{j,t-1}^P + \frac{\beta}{1 + \beta \xi_{P,j}} \mathbb{E}_t \hat{\pi}_{j,t+1}^P + \frac{(1 - \theta_j^P)(1 - \beta \theta_j^P)}{\theta_j^P (1 + \beta \xi_{P,j})} (\hat{v}_{P,j,t} + \widehat{mc}_{j,t}^P - \hat{p}_{j,t}^P) \quad (5)$$

$$\hat{\pi}_{j,t}^P = \hat{p}_{j,t}^P - \hat{p}_{j,t-1}^P + \hat{\pi}_t^C \quad (6)$$

unde ecuația (6) exprimă rata inflației prețurilor de producție, $\hat{p}_{j,t}^P$ reprezintă prețul relativ la indicele prețurilor de consum (i.e. $p_{j,t}^P \equiv P_{j,t}^P/P_t^C$), iar $\hat{\pi}_t^C$ este rata inflației prețurilor de consum. β este factorul de actualizare al gospodăriilor populației, θ_j^P reprezintă parametrul Calvo, a cărui valoare indică nivelul de rigiditate a prețurilor de producție: atunci când $\theta_j^P \rightarrow 0$, prețurile devin flexibile. $\xi_{P,j}$ este coeficientul de indexare cu evoluția anterioară a prețurilor de producție.

Pe lângă producătorii de bunuri intermediare, modelul include și agenți specializați în realizarea bunurilor pentru investiții, a căror componente provin fie din import, fie sunt fabricate pe plan local. În cazul celor din urmă, modelul permite o identificare precisă a sectoarelor (construcții, echipamente, servicii IT&C) care contribuie la formarea bunului de investiție utilizat de un anumit sector din economie – producătorii de capital sunt specificați în linie cu Christiano, Eichenbaum și Evans (2005).

Într-o manieră similară, bunurile de consum au o componentă importată, precum și una fabricată pe plan local, cea din urmă fiind la rândul ei compusă din contribuțiile fiecărei ramuri a economiei naționale, în funcție de aportul la realizarea de produse care intră în componența coșului de consum. Circuitul bunurilor de consum locale presupune că după finalizarea procesului efectiv de producție (ilustrat de ecuația 1) o parte dintre bunurile rezultate sunt livrate mai departe către firme specializate, care le transformă în produse destinate consumului final și care, la rândul lor, se confruntă cu rigidități nominale în procesul de stabilire a prețurilor.

Totodată, se presupune că există eterogenitate la nivelul consumatorilor (într-o manieră similară cu Bilbâie, 2008), în sensul că doar o parte dintre aceștia au acces la piețele financiare, ceea ce le permite să-și ajusteze gradual nivelul consumului, ca răspuns la modificarea veniturilor – ponderea acestora, de aproximativ 62 la sută, a fost evaluată utilizând *Ancheta bugetelor de familie* pentru anul 2019. În ceea ce privește piața muncii, s-a optat pentru o specificație des utilizată în literatura de specialitate, rigiditatea salariilor fiind impusă prin mecanisme de tip Calvo.

Circuitul economic descris de model este închis prin asumția că producția fiecărui sector este destinată consumului intermediar, exportului, consumului final al gospodăriilor populației și al administrației publice, precum și investițiilor realizate de către sectorul privat și cel guvernamental. Balanța de plăți reflectă exportul de bunuri și servicii, importul de bunuri și servicii pentru consum, investiții, respectiv consum intermediar, precum și poziția netă a tranzacțiilor cu obligațiuni denominate în monedă străină. Totodată, în cadrul modelului se consideră că politica monetară

ajustează dobânzile în funcție de rata inflației și deviația PIB, iar politica fiscală colectează taxe de la consumatori (TVA și impozit pe venit) pe care, într-o anumită proporție, le redistribuie sub formă de transferuri către consumatorii care nu au acces la piețe financiare, restul resurselor fiind folosite pentru consum și investiții publice.

Tabel A. Selecție a parametrilor utilizați în model

Diviziune CAEN	Ponderi în funcția de producție				Parametrii Calvo	
	capital α_j^K	ore lucrate α_j^L	consum intermediar local α_j^M	consum intermediar importat α_j^{NI}	salarii θ_j^W	prețuri de producție θ_j^P
A	0,16	0,13	0,63	0,09	0,76	0,05
B	0,56	0,02	0,37	0,05	0,73	0,05
C	0,13	0,15	0,53	0,19	0,76	0,46
D	0,20	0,05	0,62	0,12	0,72	0,05
F	0,35	0,10	0,45	0,09	0,71	0,87
G	0,23	0,14	0,56	0,06	0,76	0,72
H	0,12	0,21	0,57	0,10	0,83	0,02
I	0,08	0,25	0,64	0,03	0,68	0,01
J	0,12	0,44	0,34	0,11	0,65	0,53
L	0,43	0,09	0,44	0,04	0,79	0,52
M	0,14	0,20	0,58	0,08	0,81	0,52
N	0,13	0,31	0,51	0,05	0,77	0,52
R	0,13	0,26	0,55	0,06	0,82	0,52
S	0,06	0,34	0,55	0,06	0,82	0,52

Notă: Agregarea la nivel de secțiune CAEN s-a realizat folosind numărul de salariați din fiecare sector.

Dimensiunea amplă a modelului, determinată de specificarea la nivel sectorial a mecanismelor anterior menționate, împiedică implementarea unei proceduri de estimare; în model sunt incluse 34 de sectoare ale economiei naționale, definite până la nivel de diviziune CAEN. Astfel, parametrii asociați componentelor agregate ale modelului (de exemplu, comportamentul consumatorilor sau reacția politicii monetare) au fost calibrați pe baza unor studii care utilizează modele similare pentru economia locală (*inter alia*, Copaciu, Nalban și Bulete, 2016). Parametrii care evaluează rigiditățile prețurilor de producție la nivel sectorial, precum și cei asociați componentelor inflației au fost stabiliți în linie cu estimările rezultate din analiza datelor micro (Peneva, 2011, Vermeulen *et al.*, 2012, BNR, 2021). Ponderea factorilor în funcția de producție, structura consumului intermediar din fiecare sector, precum și proporția producției aferente exportului, consumului și investițiilor guvernamentale au fost evaluate pe baza tabelor input-output simetrice (cel mai recent conține date pentru anul 2015). În linie cu alte lucrări din literatură (Atalay, 2017, Bachmann *et al.*, 2022), se presupune că bunurile utilizate pentru consum intermediar sunt complementare (elasticitatea de substituție este calibrată la $\mu_{M,j} = 0,05$ pentru toate ramurile); ipoteza generează anumite constrângeri la nivelul activității, în sensul că, deși un anumit sector devine mai productiv, efectul la nivelul economiei este limitat de producția celorlalte sectoare, care nu au obținut

câștiguri de productivitate (Baqaee și Rubbo, 2022, oferă mai multe detalii în acest sens). Totodată, utilizând o variantă simplificată a modelului, au fost realizate estimări pentru fiecare sector în parte, pentru a evalua rigiditatea salariilor, costurile de ajustare a investițiilor și a utilizării capitalului, precum persistența și amplitudinea șocurilor de productivitate sectoriale. O selecție a parametrilor relevanți pentru traiectoriile prețurilor din model este prezentată în Tabelul A, agregarea la nivel de secțiuni CAEN realizându-se în afara modelului, în funcție de numărul salariaților din fiecare ramură a economiei naționale.

Șocul energetic

Analiza de față operează cu următoarele ipoteze: în primul rând, se pune accent doar pe efectele majorării cotațiilor gazului natural și ale energiei electrice, cele ale petrolului având caracteristici specifice, care reclamă o tratare separată – existența unei piețe internaționale, precum și substituția mai facilă între producători facilitează o redresare relativ rapidă a cotațiilor în urma unui șoc de ofertă (Kilian, 2008). În al doilea rând, se presupune că șocurile din piață, asociate de obicei unui dezechilibru între cerere și ofertă (efectiv sau perceput), se transmit aproape instantaneu la nivelul cotațiilor, care influențează semnificativ costurile de producție – companiile nu au posibilitatea de a substitui energia în procesul de producție, iar din punct de vedere al ofertei, înlocuirea unui producător, în măsura în care este posibil, este însoțită de costuri importante de transport și logistică. Astfel, șocul energetic este modelat printr-o creștere a prețurilor de producție din domeniile energetice corespunzătoare.

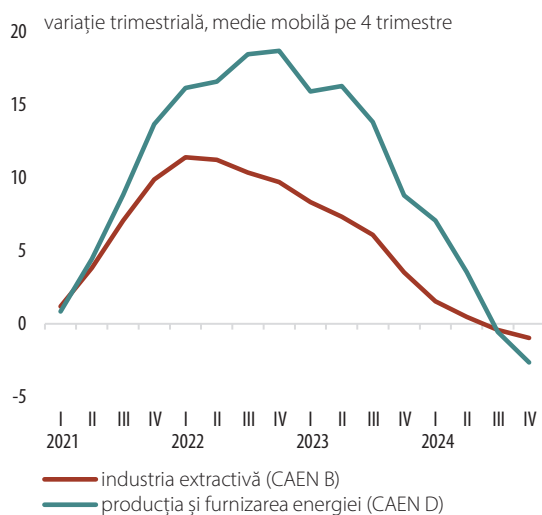
În tabloul CAEN al economiei naționale, creșterea cotațiilor gazelor naturale se reflectă în prețurile industriei extractive pentru gazele extrase de proveniență internă (clasă CAEN 0620 din Secțiunea B), respectiv asupra ramurii de producție și transport a energiei (clasă 3522 – „Distribuția combustibililor gazoși, prin conducte (magistrale)”) pentru gazul natural importat. În cazul energiei electrice, creșterea cotațiilor influențează prețurile Secțiunii D (clasă 3511 „Producția de energie electrică”). Prima opțiune pentru a corela evoluția cotațiilor cu cea a prețurilor din sectoarele menționate este dată de utilizarea ponderilor de agregare la nivel de clasă CAEN, folosite de către INS pentru construirea prețurilor de producție din industrie, însă aceste informații nu sunt disponibile. În acest context, a fost utilizată abordarea econometrică, prin care prețurile de producție la electricitate și gaze naturale au fost puse în relație cu cotațiile medii³⁷ prevalente la nivel european.

Conform secțiunii anterioare, modelul teoretic surprinde legăturile dintre sectoarele economiei naționale și prin intermediul unei matrice input-output, ai cărei coeficienți reflectă cantitatea de bunuri intermediare utilizate de un anumit sector, care la rândul lor au fost fabricate de o altă ramură a economiei naționale, în decursul unui an calendaristic. În acest interval este de așteptat ca anumite elemente care sunt vizibile la o frecvență mai ridicată să fie, în bună măsură, eliminate. Un bun exemplu în acest sens este dat de contractele de furnizare a energiei electrice și a gazelor naturale: de regulă, acestea au un preț fix de furnizare pe parcursul mai multor luni,

³⁷ Cotații spot până în august 2022, respectiv la termen până în trimestrul IV 2024.

cea ce generează o decuplare între dinamica trimestrială a prețurilor de producție la nivelul ramurilor energetice și prețului efectiv resimțit de companiile din celelalte sectoare economice, care nu poate fi acomodată direct de către modelul teoretic. Pentru a minimiza impactul ilustrat anterior, s-a optat pentru netezirea traiectoriei

Grafic B. Șocul energetic



Notă: Estimări și prognoze utilizând modele de regresie liniară, pe baza cotațiilor europene ale gazului natural și ale energiei electrice.

prețurilor de producție din sectorul energetic prin aplicarea unei medii mobile pe patru trimestre asupra valorilor rezultate din modelul de regresie liniară (Grafic B). De menționat că pentru intervalul avut în vedere această abordare conduce la o creștere cumulată a prețurilor energiei și gazului natural în linie cu evoluțiile observate la nivelul costurilor efective³⁸ ale firmelor din economie.

Trajectoriile prețurilor de producție ale celor două ramuri energetice sunt introduse în model prin intermediul marjelor comerciale ale producătorilor. Totodată, efectele șocului energetic sunt studiate într-un cadru în care atât politica monetară, cât și cea fiscală nu reacționează la modificarea coordonatelor mediului economic, iar cursul de schimb nominal și cel real sunt stabile, ceea ce reflectă componenta comună a șocului energetic la nivelul partenerilor comerciali.

Transmisia șocului energetic la nivelul sectoarelor economiei naționale

La nivelul unei companii, o modificare a prețurilor bunurilor energetice influențează costul marginal, intensitatea impactului fiind determinată, într-o primă etapă, de ponderea cheltuielilor cu energia în mixul de inputuri al procesului de producție (efecte directe). De obicei, transmisia acestor evoluții în prețurile finale este ridicată, întrucât, spre deosebire de alte categorii de inputuri, care se plasează în etapele finale ale producției și unde firmele pot aplica diverse strategii de amortizare a unui eventual șoc advers, în cazul bunurilor energetice, cererea este inelastică (Labandeira, Labeaga și López-Otero, 2017); această caracteristică implică faptul că o firmă nu poate reduce consumul marginal și, totodată, nu găsește alt furnizor care să-i ofere același bun la un preț mai scăzut, piețele energetice prezentând niveluri extrem de reduse ale concurenței³⁹.

În contextul creșterii prețurilor cu energia, o altă firmă din economie (fără legături aparente cu cea menționată anterior) este nevoită la rândul ei să își majoreze prețurile de vânzare, ceea ce se transpune într-o creștere a indicelui agregat al prețurilor din economie. Întrucât șocul menționat afectează cvasitotalitatea agenților din economie, există numeroase evidențe empirice (Amiti, Itskhoki și Konings, 2019)

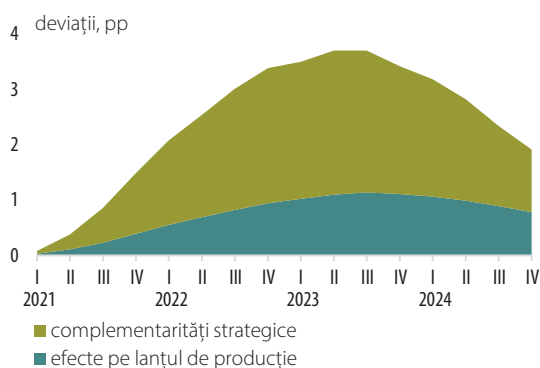
³⁸ Informațiile disponibile în baza de date a Eurostat reflectă prețul unitar plătit de către firmele din economia locală pentru curent electric și gaz natural, seria de timp având o frecvență semestrială – datele din S2 2022 relevă valori unitare aproape de plafoanele care se vehiculează a fi specificate în reglementările pregătite de autorități.

³⁹ Caseta intitulată „Designul piețelor de energie din Europa”, inclusă în *Raportul asupra inflației*, ediția din august 2022, oferă detalii cu privire la arhitectura piețelor energetice.

care relevă faptul că în procesul de stabilire a prețurilor, companiile au tendința de a-și ajusta în sens ascendent prețul de vânzare cu o amplitudine superioară celei reclamate de majorarea costului marginal, știind că ulterior va fi costisitor să-l reseteze și că există potențiale pierderi de venituri pentru perioada în care prețul este nealiniat cu cel mediu al pieței. În acest proces, anticipațiile privind viitoarele creșteri de preț joacă un rol central, în sensul în care pot amplifica semnificativ șocul inițial, devenind astfel mult mai relevante la nivel macroeconomic decât ar sugera ponderea cheltuielilor cu energia în cele totale (complementarități strategice).

O altă dimensiune de propagare a șocului energetic este cea dată de legăturile dintre firmele din economie, descrise de tabelele input-output. Astfel, dacă o firmă își majorează prețul de vânzare aceasta va determina o creștere a costurilor cu inputurile pentru compania careia îi furnizează bunuri intermediare, majorări care se adaugă la șocul energetic inițial, procesul repetându-se pentru fiecare etapă de producție a bunului final (consum, investiție sau export). Intensitatea acestui mecanism de amplificare (efecte pe lanțul de producție) este semnificativ mai accentuată în contextul unui șoc de ofertă care afectează firmele încă din fazele incipiente ale procesului de producție (Acemoglu, Akcigit și Kerr, 2016).

Grafic C. Contagiunea sectorială – rata inflației



Notă: Efectele de contagiune sectorială au fost approximate diferențiind traiectoriile generate după aplicarea șocului energetic (ilustrat de Graficul B) de versiuni ale modelului: (i) unde traiectoria prețurilor de producător și componentele inflației, altele decât cea energetică, sunt fixate la valoarea nulă, (ii) unde sunt permise ajustări ale prețurilor de producător și ale componentelor ratei inflației fără a include însă relații de input-output și respectiv (iii) de varianta completă a cadrului teoretic.

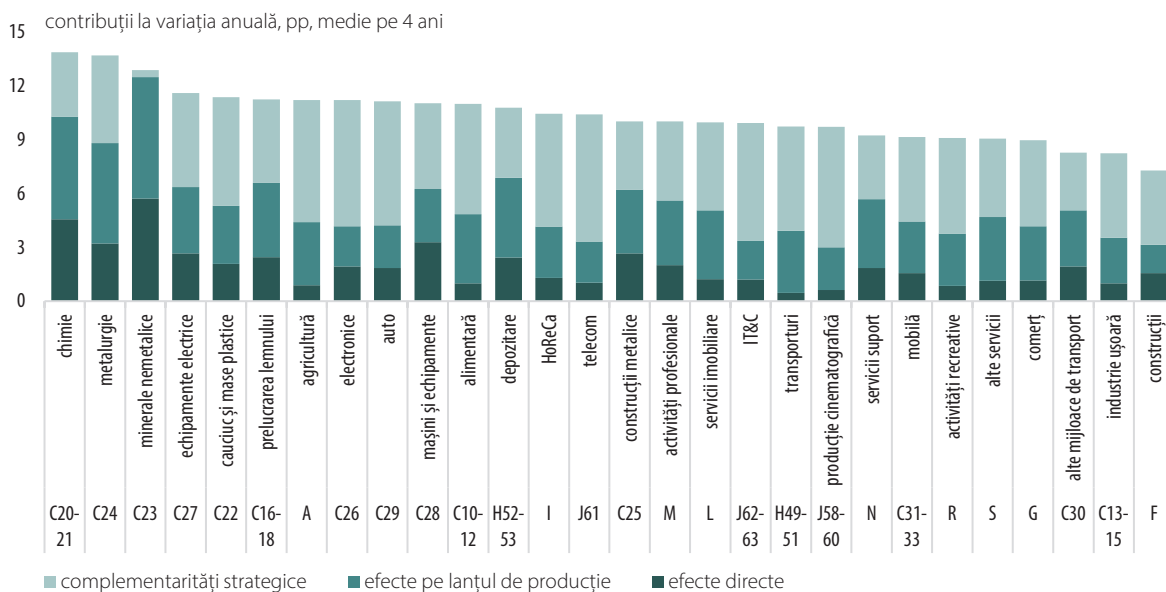
În contextul șocului energetic, modelul generează efecte consistente de amplificare asociate legăturilor dintre sectoare (Grafic C), rata inflației având în același timp traiectorii mai ample, dar și mai persistente comparativ cu versiunea modelului unde nu sunt permise contagiuni la nivelul prețurilor de producție și al componentelor indicelui prețurilor de consum. Presiunile care se propagă pe lanțurile de producție reprezintă circa o treime din efectele de contagiune între sectoare, restul fiind asociat mecanismului de stabilire a prețului de către producătorii de bunuri de consum care suplimentează presiunile provenite de pe lanțurile de producție. În același timp, modelul sugerează faptul că efectele pe lanțul de producție tind să se estompeze mai lent, acestea fiind tributare amplificărilor resimțite la nivelul circuitului economic și unei structuri relativ fixe a costurilor de producție (care poate fi

îmbunătățită, de pildă, prin câștiguri de productivitate). În schimb, efectele produse de complementaritățile strategice sunt mai flexibile, depășirea punctului de maxim al șocului, care generează ajustări descendente ale prețurilor sunt preluate rapid la nivelul anticipațiilor agenților din economie, fapt potențat de impunerea unui nivel al rigidităților nominale în linie cu evaluările realizate la nivel micro- (inferioare celor estimate la nivel macroeconomic).

Focalizând la nivel sectorial (Grafic D), comportamentul firmelor în materie de stabilire a prețurilor, precum și efectele pe lanțul de producție amplifică semnificativ șocul energetic, impactul acestuia asupra prețurilor de producție

fiind, în medie, de circa trei ori mai ridicat față de ceea ce ar presupune ponderea cheltuielilor cu energia în total consumului intermediar. Cel mai mare impact este vizibil la nivelul ramurilor energofage (industria chimică, metalurgică, respectiv minerale nemetalice), unde deopotrivă efectele directe și cele pe lanțul de producție sunt consistente. Demarând procesul de reașezare a prețurilor, în contextul presiunilor de pe lanțul de producție, producătorii de bunuri intermediare se ancorează la sectoarele care au consemnat cele mai ample creșteri, presupunând astfel că nivelul mediu al prețurilor se va plasa în jurul acelor coordonate. Prin urmare, în situația de față, când sursa creșterilor costurilor de producție este comună, seamorsează o cursă a majorărilor de preț, imprimată de faptul că nu toți agenții din economie pot modifica prețurile imediat după materializarea șocului, iar atunci când au posibilitatea să le ajusteze, există o anumită incertitudine legată de nivelul mediu al prețurilor din economie. Un astfel de comportament, de „supralicitare” a impactului asupra costului marginal, este condiționat, în bună măsură, de puterea de piață a companiilor și de cererea existentă pentru produsele lor, o atenuare a acestuia intervenind în situația în care ecartul între majorarea prețurilor asociată creșterii costurilor și nivelul mediu al prețurilor din economie se micșorează.

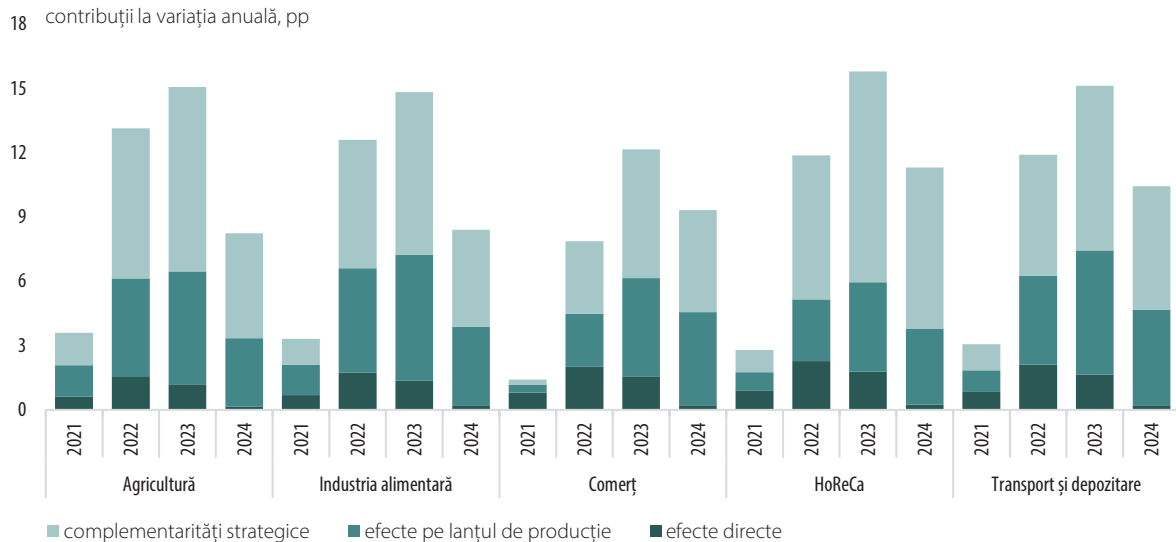
Grafic D. Transmisia șocului energetic la nivelul prețurilor de producție



Cadrul teoretic asociază o contribuție importantă contagiunii sectoriale în procesul de stabilire a prețurilor în ramurile relevante pentru coșul de consum (Grafic E), amplitudinea maximă fiind vizibilă ulterior diminuării efectului direct al șocului energetic. În acest context, apare întrebarea dacă firmele din aceste sectoare au posibilitatea de a atenua creșterea prețurilor de producție fără a afecta nivelul profiturilor. Un astfel de scenariu este posibil în situația unor câștiguri de productivitate. În termenii modelului, o creștere a productivității apare atunci când antreprenorii reușesc să-și eficientizeze procesele de fabricație astfel încât pentru același nivel al producției reduc cantitatea inputurilor primare din funcția de producție, care mai departe conduce la o diminuare a costului marginal și, implicit, a prețului de vânzare; la rândul lui, acesta poate influența nivelul mediu al prețurilor din economie, conlucrând astfel la atenuarea efectelor complementarităților

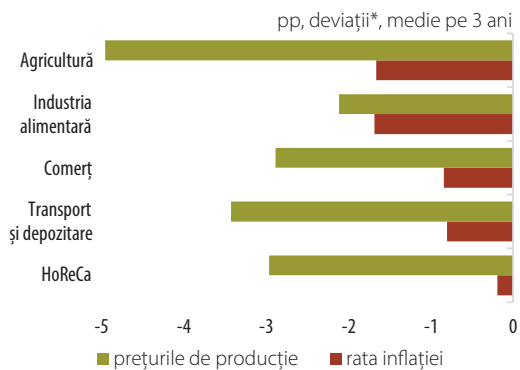
strategice. Graficul F prezintă efectele estimate ale unor câștiguri de productivitate la nivel sectorial asupra dinamicii prețurilor de producție și ratei inflației.

Grafic E. Transmisia șocului energetic – sectoare relevante pentru IPC



Notă: Sectoare relevante pentru IPC din perspectiva producției interne.

Grafic F. Efecte ale câștigurilor de productivitate la nivel sectorial



*) Graficul ilustrează diferențele dintre traiectoriile generate de model în situația în care este aplicat doar șocul energetic, respectiv atunci când acesta este atenuat de câștiguri de productivitate la nivelul sectoarelor menționate.

Notă: Amplitudinea șocului anual este de 3,7 la sută, cu o persistență de 0,635, ambele valori reprezentând media ponderată a estimărilor realizate pe baza modelelor sectoriale.

Contribuții importante în sensul atenuării majorării ratei inflației în contextul energetic revin sectorului agricol și industriei alimentare. În pofida unei reprezentativități reduse a bunurilor agricole în coșul de consum, o creștere a productivității similare celei din sectorul alimentar conduce la o ajustare descendentă mai amplă a prețurilor de producție, imprimată de un efect de multiplicare superior la nivelul rețelelor, în contextul poziționării în amonte a sectorului agricol în cadrul lanțurilor de producție. Amplificările la nivelul rețelelor sunt responsabile și pentru impactul favorabil asupra ratei inflației al creșterii productivității din sectorul comercial, acesta neavând o contribuție directă la dinamica prețurilor de consum, în cadrul modelului. Într-o manieră similară (exclusiv prin intermediul rețelei de producție) se propagă și creșterile de productivitate la nivelul sectorului de transport și

depozitare, în timp ce în cazul serviciilor HoReCa, care nu sunt furnizoare relevante de bunuri pentru consum intermediar, se manifestă doar efectul direct, iar o creștere de eficiență are un efect limitat asupra inflației.

Concluzii

Caseta ilustrează o serie de mecanisme asociate procesului de stabilire a prețurilor din economie, care amplifică semnificativ efectele creșterii prețurilor bunurilor

energetice. Analiza pune în evidență importanța efectelor de complementaritate strategică și de propagare a șocului energetic de preț pe lanțul de producție, care amplifică semnificativ influența directă a acestuia, impactul cumulat asupra prețurilor de producție fiind, în medie, de circa trei ori mai ridicat față de ceea ce ar presupune ponderea cheltuielilor cu energia în totalul consumului intermediar. Totodată, evaluările prezentate în cadrul analizei sugerează faptul că un comportament reactiv al companiilor, regăsit în ameliorarea eficienței procesului de producție, poate ajuta la atenuarea ratei inflației, amplitudinea fiind însă, cel mai probabil, insuficientă pentru a compensa efectele șocului energetic pe un orizont mai îndepărtat. În acest context, o abordare dezirabilă ar consta în majorarea capacității de producție a sectorului energetic pentru a limita creșterile de preț, măsurile de compensare/plafonare a prețurilor plătite de către companii oferind doar un mijloc temporar de a atenua transmisia de la prețurile de producție pentru energie electrică și gaze naturale către celelalte sectoare ale economiei naționale.

Referințe

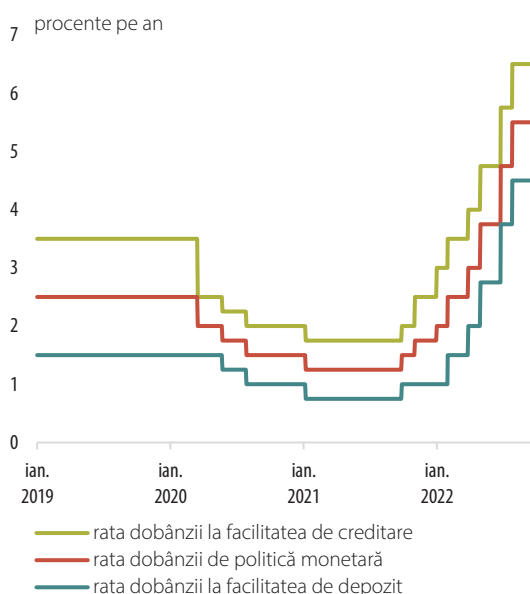
- Acemoglu, D., Akcigit, U., Kerr, W. – „Networks and the macroeconomy: An empirical exploration”, *NBER Macroeconomics Annual*, University of Chicago Press, 30(1), 2016, pp. 273-335
- Amiti, M., Itskhoki, O., Konings, J. – „International shocks, variable markups, and domestic prices”, *The Review of Economic Studies*, 86 (6), 2019, pp. 2356-2402
- Atalay, E. – „How important are sectoral shocks?”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 9(4), 2017, pp. 254-280
- Bachmann, R., Baqaee, D., Bayer, C., Kuhn, M., Löschel, A., Moll, B., Peichl, A., Pittel, K., Schularick, M. – „What if? The economic effects for Germany of a stop of energy imports from Russia”, Policy Brief, 028, ECONtribute, 2022.
- Banca Națională a României – „Rigiditatea prețurilor în România: evidențe pe baza datelor microeconomice”, *Raport asupra inflației*, mai 2021
- Baqaee, D., Rubbo, E. – „Micro propagation and macro aggregation”, *NBER Working Paper Series*, 30538, 2022
- Bilbiie, F. O. – „Limited asset markets participation, monetary policy and (inverted) aggregate demand logic”, *Journal of Economic Theory*, 140, 2008, pp. 162-196
- Christiano, L. J., Eichenbaum, M., Evans, C. L. – „Nominal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy”, *Journal of Political Economy*, 113(1), 2005, pp. 1-45
- Copaciu, M., Nalban, V., Bulete, C. – „R.E.M. 2.0 Model DSGE cu euroizare parțială estimat pentru România”, *Caiete de studii nr. 45*, Banca Națională a României, 2016
- Kilian, L. – „The economic effects of energy price shocks”, *Journal of Economic Literature*, 46(4), 2008, pp. 871-909
- Labandeira, X., Labeaga, J. M., López-Otero, X. – „A meta-analysis on the price elasticity of energy demand”, *Energy Policy*, 102, 2017, pp. 549-568
- Oberfeld, E., Raval, D. – „Micro data and macro technology”, *Econometrica*, 89(2), 2021, pp. 703-732
- Peneva, E. – „Some evidence on factor intensity and price rigidity”, *Journal of Economic Dynamics & Control*, 35, 2011, pp. 1652-1658
- Smets, F., Tielens, J., Van Hove, J. – „Pipeline pressures and sectoral inflation dynamics”, Working Paper Research, 351, National Bank of Belgium, 2018
- Smets, F., Wouters, R. – „Shocks and frictions in US business cycles: A Bayesian DSGE approach”, *American Economic Review*, 97(3), 2007, pp. 586-606
- Vermeulen, P., Dias, D. A., Dossche, M., Gautier, E., Hernando, I., Sabbatini, R., Stahl, H. – „Price setting in the euro area: some stylized facts from individual producer price data”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 44(8), 2012, pp. 1631-1650

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

BNR a continuat să majoreze rata dobânzii de politică monetară în lunile august și octombrie, cu un pas de 0,75 puncte procentuale, aceasta fiind ridicată astfel la 6,25 la sută. În mod corespunzător, rata dobânzii pentru facilitatea de creditare a fost crescută la 7,25 la sută, iar cea aferentă facilității de depozit, la 5,25 la sută (Grafic 3.1). Totodată, banca centrală a păstrat controlul ferm asupra lichidității de pe piața monetară și a menținut nivelurile în vigoare ale ratelor rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit (de 8 la sută, respectiv 5 la sută). Măsurile au vizat ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și stimularea economisirii, în scopul readucerii durabile pe termen mediu a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Deciziile Consiliului de administrație al BNR din luna august au fost adoptate în condițiile în care rata anuală a inflației a continuat să crească în ultima lună a trimestrului II, dar într-un ritm încetinit, iar potrivit noii prognoze pe termen mediu ea era așteptată să se plafoneze în trimestrul III și să descrească gradual ulterior, însă pe o traiectorie revizuită moderat în sens ascendent și marcată de incertitudini foarte ridicate, de natură să inducă riscuri în dublu sens și pe orizonturi diferite de timp la adresa perspectivei inflației.

Astfel, rata anuală a inflației și-a încetinit ascensiunea în ultima lună a trimestrului II, conform așteptărilor, consemnând totuși pe ansamblul intervalului o creștere considerabil mai mare față de trimestrele anterioare, și superioară previziunilor, până la 15,05 la sută în iunie, de la 10,15 la sută în martie. Creșterea a fost determinată din nou în cea mai

mare parte de componente exogene ale IPC⁴⁰, o contribuție notabilă venind însă și

⁴⁰ Dată fiind scumpirea consistentă și peste așteptări a energiei electrice și gazelor naturale, în condițiile modificării începând cu luna aprilie a schemelor de plafonare a prețurilor la energie pentru populație, precum și ale menținerii la valori ridicate a cotațiilor internaționale. Influențe inflaționiste mai modeste au venit de pe segmentul combustibililor, sub impactul ascensiunii cotației țițeiului pe fondul războiului din Ucraina și al sancțiunilor asociate, dar și ca efect al întăririi dolarului SUA în raport cu euro.

din partea inflației CORE2 ajustat, a cărei rată anuală a continuat să își accentueze trendul ascendent, urcând la 9,8 la sută în iunie⁴¹, ușor peste nivelul prognozat, dar în principal ca efect al majorării prețurilor alimentelor procesate, sub impactul scumpirii materiilor prime și mărfurilor pe piețele internaționale, a energiei și a transportului.

Totodată, noua prognoză pe termen mediu a evidențiat perspectiva plafonării ratei anuale a inflației în trimestrul III și a descreșterii ei treptate ulterior, dar pe o traiectorie revizuită moderat în sens ascendent. Astfel, dinamica anuală a prețurilor de consum era așteptată să cunoască fluctuații minore în trimestrul III, iar apoi să intre pe o traiectorie descrescătoare, graduală timp de trei trimestre, însă relativ alertă ulterior, implicând plasarea acesteia la 13,9 la sută în decembrie 2022 – considerabil deasupra intervalului țintei și peste valoarea de 12,5 la sută din prognoza precedentă –, dar coborârea ei la finele orizontului prognozei ușor sub punctul central al țintei, la 2,3 la sută.

Perspectiva plafonării și a descreșterii ratei anuale a inflației avea ca resorturi majore atenuarea impactului șocurilor globale pe partea ofertei – inclusiv în contextul schemelor de plafonare a prețurilor la energie⁴² –, precum și manifestarea efectelor de bază asociate creșterilor ample consemnate din a doua parte a anului 2021 de prețurile energiei, combustibililor și alimentelor procesate, alături de influențele venite din ajustarea descendentă a cotațiilor unor mărfuri, pe fondul detensionării piețelor *en gros*. În același timp, presiunile factorilor fundamentali erau așteptate a-și epuiza relativ alert caracterul inflaționist modest și a deveni dezinflaționiste începând cu trimestrul III 2023, în condițiile probabilei încetiniri considerabile a creșterii economice în a doua parte a anului curent și ceva mai moderate în 2023⁴³, inclusiv în raport cu previziunile precedente, ce făcea probabilă restrângerea rapidă a excedentului de cerere agregată și închiderea lui la mijlocul anului viitor – în devans cu câteva trimestre față de proiecția anterioară –, urmată de adâncirea treptată a *gap*-ului PIB în teritoriul negativ.

În schimb, valorile moderat mai ridicate ale traiectoriei previzionate a ratei anuale a inflației erau atribuibile în principal dinamicilor relativ mai înalte anticipate a fi consemnate de prețurile combustibililor, energiei și alimentelor procesate, sub impactul majorării peste așteptări a cotațiilor internaționale în perioada recentă. Unele dintre efectele inflaționiste puternice astfel exercitate erau așteptate a se evidenția pregnant odată cu sistarea schemelor de plafonare a prețurilor la energie în luna aprilie 2023, determinând o temporară inversare a descreșterii ratei anuale a inflației.

Totodată, impactul prezumat a fi exercitat de schemele de plafonare și compensare a prețurilor la energie și combustibili continua să fie grevat de incertitudini însemnate, iar balanța integrală a riscurilor la adresa perspectivei inflației induse de factori pe partea ofertei rămânea înclinată în sens ascendent, cel puțin pe orizontul apropiat de

⁴¹ De la 7,1 la sută în martie.

⁴² Prelungite până în martie 2023.

⁴³ Sub impactul advers mai puternic prezumat a fi exercitat de războiul din Ucraina și de sancțiunile instituite, doar parțial contrabalansat de efectele absorbției fondurilor europene aferente instrumentului „Next Generation EU”.

timp, în contextul războiului din Ucraina și al sancțiunilor asociate⁴⁴, dar și pe fondul secetei prelungite pe plan intern și în alte state europene.

Războiul din Ucraina și sancțiunile asociate continuau însă să genereze incertitudini și riscuri considerabile și la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, prin efectele posibil mai mari exercitate, pe multiple căi, asupra puterii de cumpărare și încrederii consumatorilor, precum și asupra activității, profiturilor și planurilor de investiții ale firmelor, dar și prin potențiala afectare mai severă a economiei europene/globale și a percepției de risc asupra economiilor din regiune, cu impact nefavorabil asupra costurilor de finanțare. O sursă majoră de incertitudini și riscuri rămânea, de asemenea, absorbția fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, condiționată de îndeplinirea unor ținte și jaloane stricte în implementarea proiectelor aprobate.

Incertitudini și riscuri erau asociate însă și conduitei politicii fiscale, având în vedere cerința continuării consolidării bugetare în contextul procedurii de deficit excesiv și al tendinței generale de înăsprire a condițiilor de finanțare, dar și conjunctura economică și socială dificilă pe plan intern și global, precum și seturile de măsuri aplicate în vederea sprijinirii populației și firmelor, cu potențiale implicații adverse asupra parametrilor bugetari.

Datele statistice publicate ulterior au arătat că rata anuală a inflației a crescut și pe ansamblul primelor două luni din trimestrul III, până la 15,32 la sută în august, marginal peste nivelul prognozat⁴⁵, aproape integral ca urmare a continuării scumpirii alimentelor, inclusiv a categoriei LFO, al cărei impact a fost contrabalansat totuși în mare parte de scăderea prețului combustibililor⁴⁶, precum și de efectele de bază asociate evoluției prețurilor energiei. Totodată, pe fondul noilor majorări ale prețurilor alimentelor procesate, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să crească într-un ritm susținut și superior așteptărilor, dar încetinit în raport cu trimestrele precedente, urcând la 11,2 la sută în august⁴⁷.

În același timp, activitatea economică și-a încetinit considerabil creșterea în trimestrul II față de precedentele trei luni – la 2,1 la sută, de la 5,1 la sută – dar mult mai modest decât s-a anticipat, evoluție ce făcea probabilă o majorare moderată a excedentului de cerere agregată și în acest interval, contrar așteptărilor. Creșterea anuală a PIB a continuat, de asemenea, să depășească semnificativ previziunile, decelerând doar ușor, la 5,3 la sută, de la 6,4 la sută în trimestrul I. Aportul majoritar la creșterea economică l-a avut însă variația stocurilor, în timp ce contribuția consumului privat, secundară ca mărime, s-a diminuat vizibil față de trimestrul precedent, iar cea a formării brute de capital fix a rămas foarte modestă, deși s-a mărit ușor. Totodată, exportul net a redevenit puternic contracționist, în condițiile scăderii dinamicii anuale

⁴⁴ Date fiind potențialele implicații mai severe asupra cotațiilor mărfurilor energetice și a lanțurilor de producție și aprovizionare.

⁴⁵ După ce în luna iulie a scăzut la 14,96 la sută.

⁴⁶ Pe fondul compensării prețului carburanților și al descreșterii cotației petrolului.

⁴⁷ Contribuția la avansul inflației de bază a subcomponentei alimente procesate a atins un nou maxim al ultimelor trimestre, în principal ca efect al scumpirii materiilor prime și energiei, în timp ce aportul segmentului mărfurilor nealimentare a rămas modest, iar cel al subcomponentei servicii a devenit practic nul, inclusiv pe fondul evoluției în termeni anuali a raportului leu/euro.

a exportului, concomitent cu reamplificarea considerabilă a celei a importului de bunuri și servicii. Deficitul balanței comerciale și cel de cont curent și-au diminuat totuși dinamica anuală în trimestrul II – mai pronunțat în cazul celui din urmă –, pe fondul atenuării marginale a decalajului nefavorabil dintre dinamica prețurilor importurilor și cea a prețurilor exporturilor, dar și cu aportul ameliorării evoluției soldului balanței veniturilor primare.

Pe piața muncii, efectivul salariaților din economie și-a încetinit creșterea în intervalul iunie-iulie, pe seama evoluțiilor din sectorul privat, iar reducerea ratei șomajului BIM, până la 5,1 la sută în luna august, a fost însoțită în cursul trimestrului II de restrângerea ușoară a ratei locurilor de muncă vacante, în premieră pentru ultimele șase trimestre. Totodată, cele mai recente sondaje de specialitate indicau o scădere ușoară în trimestrul III a deficitului de forță de muncă raportat de companii, după creșterea neîntreruptă consemnată de la finele anului 2020, precum și o relativă slăbire a intențiilor de angajare pe orizontul apropiat de timp, în contextul costurilor extrem de ridicate cu energia și al incertitudinilor generate de războiul din Ucraina și de sancțiunile tot mai severe asociate. Dinamica anuală de două cifre a câștigului salarial mediu brut nominal s-a cvasiplafonat în ultimele luni, mărindu-și implicit ecartul negativ față de dinamica inflației, dar costul unitar cu forța de muncă din industrie a continuat să-și accelereze creșterea în termeni anuali, ca efect al accentuării considerabile a pierderilor de productivitate, pe fondul crizei energetice ce afectează activitatea industrială pe plan intern și extern.

Pe piața financiară, principalele cotații ale segmentului monetar interbancar s-au stabilizat în perioada recentă la valori marginal superioare celor atinse spre finele lunii iulie, după ușoare ajustări descendente înregistrate în august, pe fondul deciziei de politică monetară a BNR și al semnalelor transmise de banca centrală în acest context. La rândul lor, randamentele titlurilor de stat au recuperat parțial în septembrie descreșterile consemnate în precedentele două luni, urmând o traiectorie moderat ascendentă, în linie cu evoluțiile din economii dezvoltate și din regiune, în contextul semnalelor/deciziilor băncilor centrale majore privind continuarea întăririi ferme a politicii monetare, asociate cu o creștere a aversiunii globale față de risc. În această conjunctură, dar și pe fondul epuizării acțiunii sezoniere din vară a unor factori interni, leul și-a corectat integral în luna septembrie aprecierea semnificativă față de euro acumulată în perioada iulie-august, iar în raport cu dolarul SUA, moneda națională s-a depreciat, ca urmare a evoluțiilor de pe piețele financiare internaționale.

După o ascensiune cvasicontinuu de aproape doi ani, dinamica anuală de două cifre a creditului acordat sectorului privat a intrat pe o traiectorie descendentă la începutul semestrului II⁴⁸, în condițiile accentuării descreșterii variației înalte a componentei în lei⁴⁹, a cărei pondere în creditul acordat sectorului privat s-a redus marginal⁵⁰.

⁴⁸ Reducându-se treptat până la 15,9 la sută în luna august (de la 17,5 la sută în iunie).

⁴⁹ Pe seama evoluțiilor de pe ambele segmente majore – populație și societăți nefinanciare –, chiar și în condițiile unui aport ușor crescut al programelor guvernamentale.

⁵⁰ La 71,8 la sută în august (de la 72 la sută în iunie).

Evaluările actualizate în acest context au arătat că rata anuală a inflației va continua probabil să mai crească până spre finele anului curent sub impactul șocurilor pe partea ofertei, dar într-un ritm vizibil încetinit, urcând peste valorile în descreștere ușoară previzionate pe orizontul scurt de timp în cea mai recentă prognoză pe termen mediu. Determinante pentru înrăutățirea suplimentară a perspectivei apropiate a inflației erau dinamica mai mari anticipate a fi consemnate în lunile următoare de prețurile gazelor naturale și energiei electrice – inclusiv în condițiile modificării caracteristicilor schemei de plafonare a prețurilor la energia electrică⁵¹ –, precum și de prețurile alimentelor, sub influența creșterii ample a cotațiilor mărfurilor agroalimentare, pe fondul războiului din Ucraina și al sancțiunilor instituite, dar și al secetei prelungite și extinse la nivel european din vara anului curent⁵².

Impactul exercitat de schemele de plafonare și compensare a prețurilor la energie și combustibili rămânea însă dificil de previzionat, iar balanța integrală a riscurilor la adresa perspectivei inflației induse de factorii pe partea ofertei continua să fie dominată de riscuri în sens ascendent, cel puțin pe termen scurt, în contextul războiului din Ucraina și al sancțiunilor asociate, precum și pe fondul secetei din acest an.

În același timp, din partea poziției ciclice a economiei erau de așteptat presiuni inflaționiste modeste și în atenuare în perspectivă apropiată, dar mai intense față de cele anticipate anterior, în condițiile în care noile evaluări indicau o încetinire puternică a creșterii economiei în semestrul II – sub impactul escaladării războiului din Ucraina și al extinderii sancțiunilor asociate –, însă după un avans mult peste așteptări consemnat de PIB și în trimestrul II. Evoluțiile făceau probabile valori în descreștere mai rapidă ale excedentului de cerere agregată în acest interval, dar mai ridicate decât cele evidențiate în prognoza din august.

Escaladarea războiului din Ucraina și sancțiunile tot mai severe instituite generau însă incertitudini și riscuri considerabile la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației. Totodată, incertitudini și riscuri majore rămâneau asociate absorbției fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, precum și conduitei politicii fiscale, având în vedere cerința continuării consolidării bugetare în contextul procedurii de deficit excesiv și al tendinței generale de înăsprire a condițiilor de finanțare, dar și conjunctura economică și socială dificilă pe plan intern și global, și seturile de măsuri aplicate pentru sprijinirea populației și firmelor, de natură să afecteze parametrii bugetari.

În ansamblul său, contextul a reclamat majorarea cu 0,75 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, în vederea ancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și a stimulării economisirii, pentru a se asigura readucerea durabilă a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

⁵¹ Începând cu luna septembrie a anului curent.

⁵² Influențe suplimentare erau așteptate și de pe segmentul prețurilor administrate, în timp ce efecte de bază dezinflaționiste, dar relativ modeste, urmau să se manifeste inclusiv pe segmentul combustibililor, dată fiind și recenta prelungire a schemei de plafonare a prețurilor carburanților.

În consecință, în ședința din 5 octombrie 2022, Consiliul de administrație al BNR a decis majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,25 la sută, de la 5,50 la sută, precum și păstrarea controlului ferm asupra lichidității de pe piața monetară. Totodată, rata dobânzii pentru facilitatea de creditare a fost majorată la 7,25 la sută, de la 6,50 la sută, iar cea pentru facilitatea de depozit, la 5,25 la sută, de la 4,50 la sută. De asemenea, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost menținute la nivelurile în vigoare (la 8 la sută, respectiv 5 la sută).

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu zilnic al tranzacțiilor interbancare⁵³ a continuat să își accentueze ascensiunea în trimestrul III 2022, iar cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare și-au mărit avansul și în acest interval. Cursul de schimb leu/euro a consemnat o scădere notabilă în primele două luni ale trimestrului III, care s-a corectat însă integral în septembrie. Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a început să se reducă gradual în debutul trimestrului III, iar cea a lichidității din economie a continuat să scadă în perioada iulie-august, însă ceva mai temperat față de precedentele trei luni.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare a continuat să își accentueze ascensiunea în trimestrul III, sub impulsul relativei accelerări de către banca centrală a ciclului de creștere a ratei dobânzii de politică monetară, în condițiile păstrării controlului ferm asupra lichidității de pe piață. Media sa trimestrială⁵⁴ și-a mărit astfel din nou ritmul de creștere, urcând cu 1,75 puncte procentuale față de precedentele trei luni, până la 5,67 la sută – valoare maximă a ultimelor 50 de trimestre.

Condițiile lichidității de pe piața monetară interbancară și-au păstrat în general caracterul restrictiv în acest interval, pe fondul unei poziții nete a lichidității încă considerabil negative, acomodată pe mai departe preponderent prin facilitatea de creditare a băncii centrale⁵⁵ – asociată cu un apel relativ crescut al instituțiilor de credit la facilitatea de depozit în lunile iulie și septembrie – și, în subsidiar, prin operațiuni *repo* efectuate pe baze bilaterale de BNR⁵⁶. În acest context, ratele dobânzilor pe termen foarte scurt de pe piața monetară interbancară s-au plasat de-a lungul celei mai mari părți a trimestrului III la valori ușor inferioare/aliniate ratei dobânzii la facilitatea de creditare a băncii centrale – al cărei nivel a fost majorat în două rânduri, pe 7 iulie și 8 august, la 5,75 la sută, respectiv 6,50 la sută –, coborând doar temporar în iulie și septembrie spre limita inferioară a coridorului dobânzilor.

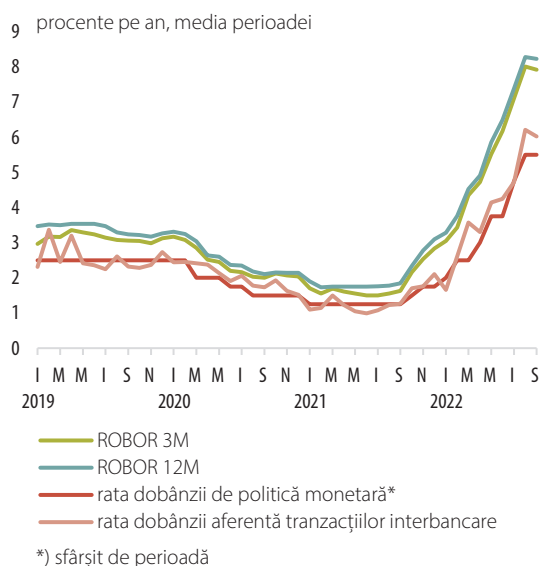
⁵³ Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară, ponderată cu volumul tranzacțiilor.

⁵⁴ Ponderată cu volumul tranzacțiilor.

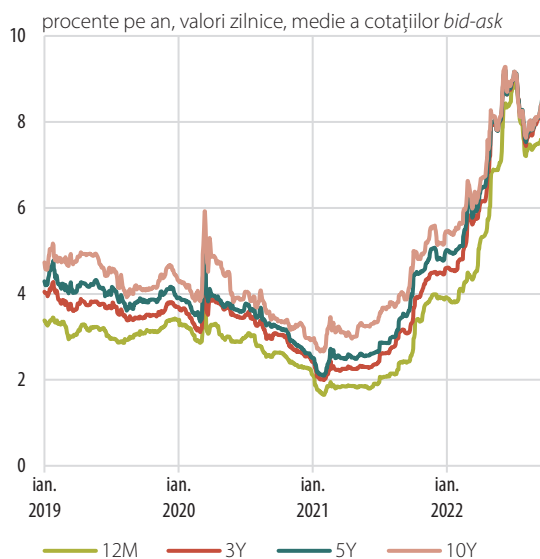
⁵⁵ Al cărei stoc mediu zilnic s-a menținut la valori mai înalte în primele două luni ale trimestrului III (10,6 miliarde lei în iulie, respectiv 11,8 miliarde lei în august) și s-a redus în septembrie (7,9 miliarde lei).

⁵⁶ Al căror stoc mediu zilnic s-a redus însă considerabil în intervalul analizat comparativ cu trimestrul II.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



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



semnificativ sub valorile atinse în intervalul iunie-iulie, în condițiile unui ritm moderat de creștere (Grafic 3.3). Ca urmare a acestor evoluții, mediile lunare ale cotațiilor s-au redus în septembrie față de ultima lună a trimestrului II – relativ modest pe maturitățile de 6 luni și 12 luni (-0,14 puncte procentuale, respectiv -0,36 puncte procentuale, la 7,34 la sută, respectiv 7,50 la sută), dar mai pronunțat pe scadențele mai lungi (circa -0,50 puncte procentuale), la 8,05 la sută în cazul titlurilor pe 3 ani, respectiv 8,14 la sută pentru titlurile pe 5 ani și un nivel identic pentru cele pe 10 ani.

Cotațiile ROBOR 3M-12M și-au accelerat creșterea în iulie, inclusiv sub influența așteptărilor băncilor, în contextul climatului inflaționist intern și global și al prelungirii tensiunilor geopolitice, pentru ca după ușoare ajustări descendente consemnate în august, pe fondul noii decizii de politică monetară și al semnalelor transmise de banca centrală în acest context, acestea să se stabilizeze la valori marginal superioare celor atinse spre finele primei luni din trimestru. Mediile lor trimestriale au continuat să-și mărească avansul, urcând cu aproximativ 2,20 puncte procentuale față de perioada anterioară pe toate maturitățile, la 7,69 la sută în cazul ROBOR 3M și la 7,84 la sută, respectiv 7,98 la sută, pe termenele de 6 luni și 12 luni – valori maxime ale ultimelor 51 de trimestre (Grafic 3.2).

Pe piața titlurilor de stat, evoluțiile din trimestrul III au reflectat în principal sporirea atractivității relative a acestor plasamente în intervalul iulie-august – inclusiv ca efect al deciziilor de politică monetară din acest interval și al comunicării asociate –, dar și influențele venite din mediul extern, caracterizat prin scăderea randamentelor pe termen lung în economiile avansate și în regiune în prima jumătate a trimestrului, succedată însă de reinscrierea și menținerea acestora pe o traiectorie ascendentă, în contextul semnalelor și deciziilor Fed și BCE privind continuarea întăririi ferme a politicii monetare, asociate cu o deteriorare a sentimentului pieței financiare internaționale.

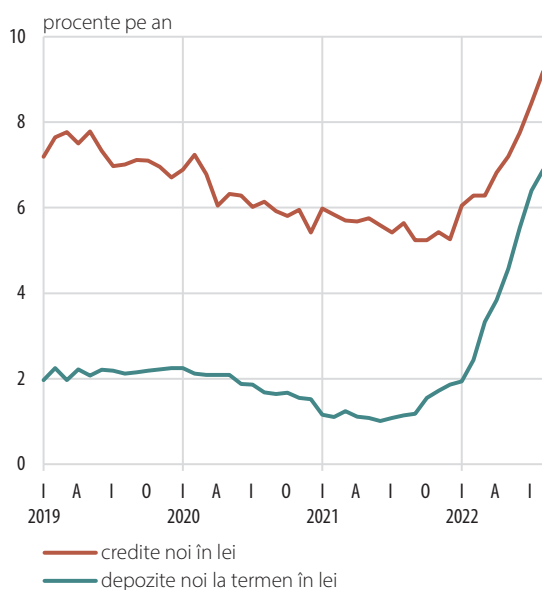
Pe acest fond, cotațiile de referință ale pieței secundare⁵⁷ de pe toate scadențele și-au temperat inițial ascensiunea și s-au re poziționat apoi pe o traiectorie accentuat descrescătoare, pentru ca la mijlocul lunii august să-și inverseze din nou mișcarea, rămânând însă la finele trimestrului

⁵⁷ Medii ale cotațiilor *bid-ask*.

După o aplatizare vizibilă consemnată în iulie, curba randamentelor și-a reaccentuat înclinația pozitivă în următoarele două luni.

Și pe segmentul primar al pieței⁵⁸, randamentele medii acceptate în cadrul licitațiilor au consemnat în general ajustări descrescătoare în prima parte a trimestrului, doar parțial inversate ulterior. Astfel, în raport cu luna iunie, acestea s-au diminuat în septembrie cu 1,13 puncte procentuale în cazul titlurilor cu maturitatea reziduală de 5 ani (la 8,10 la sută), cu 0,46 puncte procentuale pe scadența de 10 ani (la 7,81 la sută) și cu 0,10 puncte procentuale în cazul înscrisurilor cu maturitatea de 14 ani (la 8,38 la sută)⁵⁹. Sporirea semnificativă a interesului investitorilor pentru asemenea plasamente în intervalul iulie-august, urmată însă de o slăbire în ultima lună a trimestrului, au ca indicii și creșterea raportului dintre volumul solicitat și cel anunțat în cadrul licitațiilor la 2,92 în august, un maxim al ultimilor doi ani (de la 1,31 în trimestrul II), precum și majorarea raportului dintre volumul acceptat și cel anunțat la 2,12, un vârf al ultimilor nouă ani și jumătate (de la 0,75 în trimestrul II), succedate de scăderea lor în septembrie la valori de 1,34, respectiv 0,81⁶⁰. Pe ansamblul trimestrului III, volumul total al titlurilor puse în circulație s-a mărit astfel considerabil, atingând cel

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



mai înalt nivel trimestrial din ultimii circa 10 ani, de 22,4 miliarde lei⁶¹ (față de 8,0 miliarde lei în trimestrul II), valoarea emisiunilor nete majorându-se, la rândul ei, la 10,4 miliarde lei (de la 4,8 miliarde lei în trimestrul anterior)⁶².

Pe fondul accentuării ascensiunii cotațiilor relevante ale pieței monetare interbancare, precum și al majorării IRCC în debutul trimestrului III, rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebankari și-a accelerat puternic creșterea în lunile iulie-august, urcând pe ansamblul intervalului cu 1,56 puncte procentuale comparativ cu trimestrul II, la o medie de 8,81 la sută, în condițiile în care în august aceasta a atins un maxim al ultimilor nouă ani (9,18 la sută) (Grafic 3.4). La nivel sectorial, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației și-a mărit avansul (+1,24 puncte procentuale, până la un nivel mediu de 8,50 la sută), în condițiile

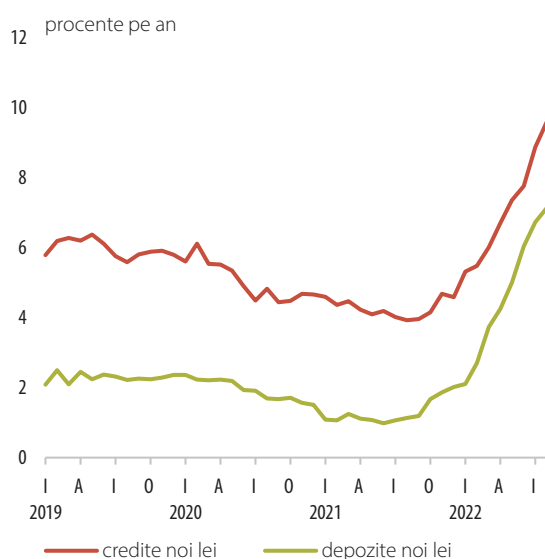
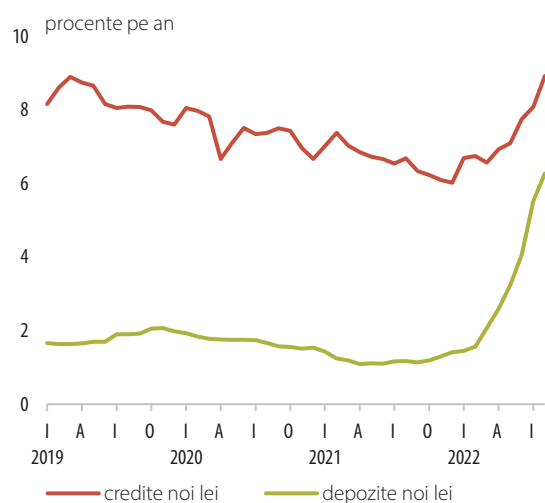
⁵⁸ În trimestrul III, MF a emis pe piața externă titluri de stat denumite atât în dolari SUA, cu scadența în 2034, la un randament de 5,9 la sută, în valoare de 260 milioane dolari SUA, cât și în euro, cu scadențele în 2026 și 2029, la randamente de 5,1 la sută, respectiv 6,7 la sută, în valoare totală de 1 350 milioane euro. De asemenea, MF a emis în fiecare lună a trimestrului III titluri de stat destinate populației, denumite în lei, prin programul „Tezaur” cu maturități de 1 an, la randament de 8,25 la sută (atât în iulie, cât și în august) și de 7,75 la sută (în septembrie), cu maturitățile de 2 ani, cu randament de 7,90 la sută (în septembrie) și de 3 ani, cu randament de 8,60 la sută (în iulie). Și prin programul „Fidelis” au fost puse în circulație în septembrie titluri de stat denumite în lei, cu maturitate de 3 ani, la randament de 8,00 la sută, în valoare de 423,1 milioane lei, și în euro, cu maturități de 1 an și 2 ani și randamente de 1,85 la sută, respectiv 2,65 la sută, în valoare totală de 120,6 milioane euro.

⁵⁹ Randamentele titlurilor de stat cu maturitate de 6 luni s-au plasat în septembrie la 7,42 la sută; în trimestrul II nu au fost emise titluri cu maturitate similară.

⁶⁰ Similar trimestrului precedent, în trimestrul III, MF a respins integral ofertele de cumpărare ale dealerilor primari în cadrul a cinci licitații (două în iulie și trei în septembrie).

⁶¹ În condițiile în care, în august, volumul lunar al emisiunilor a crescut la un maxim istoric (11,8 miliarde lei).

⁶² Chiar și în condițiile unui amplu volum de titluri ajunse la scadență în luna august (de 10,9 miliarde lei).

Grafic 3.5. Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare**Grafic 3.6. Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației***

*) gospodăriile populației și instituții fără scop lucrativ în serviciul gospodăriilor populației

accelerării creșterii costului mediu cu dobânda atât pe segmentul creditelor noi pentru locuințe (+0,95 puncte procentuale, până la 5,40 la sută), cât mai ales pe cel al împrumuturilor pentru consum (+2,17 puncte procentuale, până la 11,62 la sută). Fluxul total de credite acordate acestui sector a continuat să se restrângă ușor în lunile iulie-august, fără a se distanța semnificativ de maximum istoric atins în mai, dar în condițiile unei puternice intensificări a operațiunilor de renegociere în cazul împrumuturilor pentru locuințe.

Și rata medie a dobânzii la creditele noi ale societăților nefinanciare și-a accentuat ascensiunea (+1,97 puncte procentuale comparativ cu trimestrul II 2022, până la o medie de 9,23 la sută), evoluția caracterizând ambele categorii de împrumuturi (Grafic 3.5). Astfel, rata medie a dobânzii la împrumuturile de valoare mică (sub echivalentul a 1 milion de euro) s-a majorat față de trimestrul II cu 2,03 puncte procentuale, la 9,38 la sută, iar cea aferentă creditelor de valoare mare, peste respectivul prag, a urcat cu 1,86 puncte procentuale, până la 8,92 la sută. Volumul împrumuturilor noi acordate societăților nefinanciare a crescut ușor în iulie, în condițiile unui aport semnificativ mărit din partea programului „IMM Invest România”, dar s-a redus consistent în august, ajungând să cvasistagneze în termeni anuali.

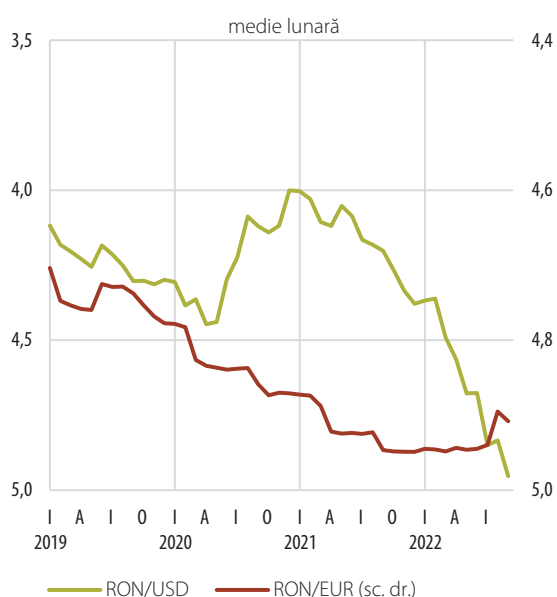
La rândul său, rata medie a dobânzii la depozitele noi la termen a continuat să avanseze alert (+1,99 puncte procentuale, până la o valoare medie de 6,64 la sută), atingând în luna august un vârf al ultimilor aproape 12 ani și jumătate (6,88 la sută), Grafic 3.6. Aceasta și-a accelerat considerabil creșterea pe segmentul populației (+2,61 puncte

procentuale, până la 5,90 la sută), și a consemnat un nou avans consistent pe cel al societăților nefinanciare (+1,84 puncte procentuale, până la 6,93 la sută).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro a consemnat o scădere notabilă în primele două luni ale trimestrului III, care s-a corectat însă integral în septembrie (Grafic 3.7).

Grafic 3.7. Cursul de schimb nominal



Rata de schimb leu/euro a început să manifeste o ușoară tendință descendentă în iulie⁶³, în contextul accentuării creșterii randamentelor tuturor plasamentelor în monedă națională – inclusiv pe fondul majorării cu 1 punct procentual a ratei dobânzii de politică monetară și al controlului monetar ferm exercitat de către BNR –, dar și al acțiunii unor factori sezonieri, cu implicații și asupra așteptărilor privind evoluția cursului de schimb. Influențe suplimentare au venit din sporirea atractivității relative a plasamentelor în lei, dată fiind inclusiv restrângerea diferențialului ratelor dobânzilor pe termen scurt, în condițiile încetirii/stopării creșterii ratelor dobânzilor-cheie de către bănci centrale din regiune.

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	8 luni 2021			8 luni 2022		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	6 176	14 017	-7 841	6 121	17 375	-11 253
Investiții directe	1 053	5 400	-4 346	1 186	6 586	-5 400
Investiții de portofoliu	691	5 627	-4 937	808	4 557	-3 749
Derivate financiare	92	x	92	234	x	234
Alte investiții	419	2 990	-2 571	2 267	6 232	-3 965
– numerar și depozite	-533	130	-663	588	1 645	-1 057
– împrumuturi	-117	-147	30	-21	2 021	-2 042
– altele	1 069	3 007	-1 938	1 700	2 566	-866
Active de rezervă ale BNR (net)	3 921	0	3 921	1 627	0	1 627

*) „+” creștere/„-” scădere

Principalele monede din regiune au resimțit, în schimb, presiuni de depreciere în prima parte a lunii, în contextul accentuării tendinței de întărire a dolarului SUA în raport cu euro – pe fondul decalajului anticipat de ritm dintre normalizarea conduitei politicii monetare de către Fed și de către BCE, precum și al preocupării investitorilor privind intrarea în recesiune a principalelor economii ale lumii⁶⁴ –, dar și în condițiile deteriorării unor fundamente ale economiilor din ECE, cu precădere a pozițiilor externe ale acestora. Drept consecință, cursurile de schimb ale zlotului și forintului și-au prelungit în prima jumătate a lunii traiectoriile pronunțat ascendente, mișcare ce s-a corectat însă parțial ulterior⁶⁵, inclusiv sub influența ameliorării sentimentului pieței financiare internaționale.

Cursul de schimb leu/euro și-a accentuat considerabil descreșterea în august, dată fiind și sporirea interesului investitorilor pentru plasamente în

titluri de stat denumite în lei (Tabel 3.1), inclusiv în contextul noii majorări a ratei dobânzii de politică monetară a BNR și al comunicării asociate. Evoluțiile de pe piața

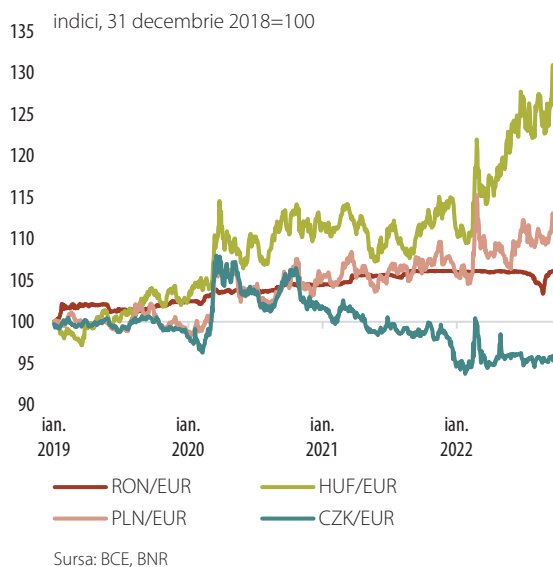
⁶³ Pe ansamblul lunii, leul s-a apreciat cu 0,1 la sută în raport cu euro.

⁶⁴ Cursul euro/dolar SUA a atins la jumătatea lunii minimul ultimilor aproximativ 20 de ani (1,0018 dolari/euro), dar a consemnat apoi o ajustare ascendentă, urcând către nivelul de 1,02, inclusiv în contextul formării de așteptări privind majorarea cu 0,50 puncte procentuale a ratelor dobânzilor de către BCE, confirmate apoi de decizia băncii centrale din 21 iulie.

⁶⁵ Pe ansamblul lunii iulie, zlotul s-a depreciat cu 2,5 la sută față de euro, iar forintul cu 1,8 la sută, în timp ce coroana cehă s-a apreciat față de moneda unică europeană cu 0,5 la sută.

financiară internațională au susținut doar temporar o asemenea mișcare, apetitul global pentru risc suferind în a doua parte a lunii o deteriorare, pe fondul semnalelor date de băncile centrale majore privind creșterea fermității/duratei întăririi politicii monetare, precum și al înrăutățirii perspectivelor principalelor economii, incluzând o probabilă intrare în recesiune a zonei euro. În acest context, cursurile de schimb ale monedelor din regiune au consemnat ajustări ascendente în a doua jumătate a intervalului⁶⁶, în condițiile încetinirii/stopării creșterii ratelor dobânzilor-cheie de către bănci centrale din Europa Centrală și de Est.

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



Rata de schimb leu/euro și-a inversat brusc traiectoria la finele primei săptămâni din septembrie, receptând, alături de efectele epuizării acțiunii factorilor dominanți sezonieri din precedentele două luni, influențele deteriorării sentimentului pieței financiare internaționale – pe fondul deciziilor băncilor centrale majore de continuare a creșterii agresive a ratei dobânzii –, dar și al reînăutățirii percepției de risc asupra piețelor din regiune în contextul escaladării războiului din Ucraina. În acest context, leul și-a corectat integral aprecierea față de euro acumulată în iulie-august⁶⁷, nivelul ratei de schimb leu/euro revenind pe palierul prevalent în trimestrul II; raportul leu/dolar SUA a urcat însă la un maxim istoric, în condițiile în care, ulterior deciziei Fed din septembrie, moneda americană și-a accentuat aprecierea în raport cu euro⁶⁸. Rulajul pieței valutare

interbancare s-a majorat în trimestrul III, iar deficitul total de devize s-a redus. Pe ansamblul trimestrului III, leul s-a apreciat în raport cu euro cu 0,7 la sută în termeni nominali și cu 3,6 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a depreciat cu 5,6 la sută în termeni nominali și cu 3,0 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea monedei americane a crescut în raport cu euro (Grafic 3.8). Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb înregistrate în trimestrul III, leul a consemnat prima apreciere nominală în raport cu euro din 2015 și cea mai amplă depreciere față de dolarul SUA, din același interval.

⁶⁶ Pe ansamblul lunii, monedele din regiune s-au apreciat totuși în raport cu euro, mai consistent în cazul zlotului (1,0 la sută), dar modest în cazul forintului și coroanei cehe (0,5 la sută, respectiv 0,1 la sută).

⁶⁷ În luna septembrie, leul s-a depreciat cu 0,3 la sută față de euro; deprecierea ușor mai mari au consemnat zlotul (0,4 la sută) și forintul (0,5 la sută), în timp ce rata de schimb a coroanei cehe s-a menținut aproape constantă ca valoare medie.

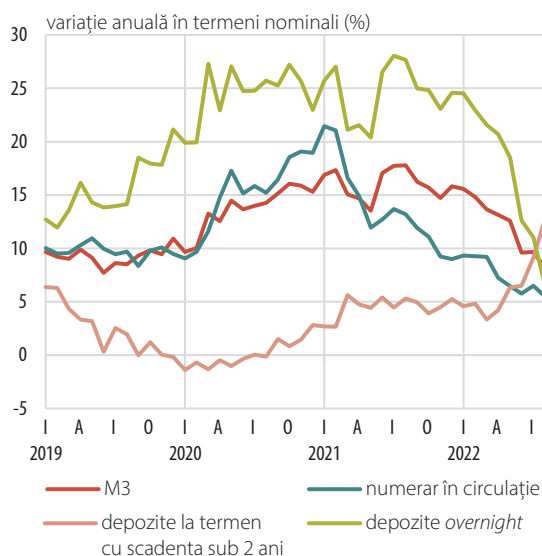
⁶⁸ Pe 28 septembrie, cursul euro/dolar SUA a coborât la 0,9565 (Sursa: BCE), cel mai redus nivel din ultimii 20 de ani.

2.3. Moneda și creditul

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

	variație procentuală în termeni nominali					
	2021		2022			
	III	IV	I	II	iul.	aug.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	17,2	15,4	14,7	11,8	9,7	8,2
M1	23,1	20,3	19,4	14,4	9,9	6,3
Numerar în circulație	12,9	9,8	9,3	6,5	6,5	5,5
Depozite <i>overnight</i>	26,9	24,1	23,0	17,3	11,0	6,6
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	4,9	4,5	4,2	5,7	9,1	12,7

Grafic 3.9. Principalele componente ale masei monetare



Moneda

Dinamica anuală⁶⁹ a masei monetare (M3) a continuat să scadă în perioada iulie-august, însă ceva mai temperat⁷⁰ (la o medie de 8,9 la sută – minimul ultimelor 12 trimestre⁷¹ –, de la 11,8 la sută în trimestrul II), pe fondul modificării caracteristicilor execuției bugetare, dar și al începerii decelerării creșterii creditului acordat sectorului privat (Tabel 3.2).

Scăderea de dinamică s-a asociat cu o consolidare a mutațiilor structurale evidențiate la nivelul masei monetare începând cu trimestrul anterior, ce sugerează o înclinație încă relativ crescută spre consum în lunile de vară – probabil motivată de continuarea manifestării unei cereri reprimată pe anumite segmente –, precum și o intensificare a realocării de monedă dinspre plasamente ON către depozite la termen în lei, în contextul majorării pronunțate a costului de oportunitate al deținerii celor dintâi.

Astfel, scăderea dinamicii masei monetare a fost determinată din nou de componenta sa cea mai lichidă (M1), a cărei variație anuală și-a accelerat descreșterea, coborând pe palierul de o cifră, la un minim al ultimilor nouă ani⁷², în principal sub impactul pierderii de ritm suferite de depozitele ON în lei și în valută, îndeosebi pe segmentul populației. Acestuia i s-a alăturat influența mult mai modestă venită din continuarea decelerării creșterii numerarului în circulație⁷³ (Grafic 3.9).

În schimb, variația anuală a depozitelor la termen sub 2 ani și-a accentuat puternic mersul ascendent, urcând la un nivel de două cifre – maximul ultimilor 10 ani –, cu aportul cvasiexclusiv al componentei în lei. Ambele sectoare majore au contribuit la această evoluție, în condițiile în care ritmul de creștere a depozitelor în monedă națională ale populației a revenit și apoi a avansat în teritoriul pozitiv, iar cel deosebit

⁶⁹ În absența altor precizări, ritmurile de creștere analizate în această secțiune sunt cele anuale, calculate în termeni nominali.

⁷⁰ Evoluția din trimestrul II a fost afectată de un declin considerabil de dinamică consemnat în iunie, atribuit în mare parte unui efect de bază asociat reclasificării unor depozite ale populației de către o instituție de credit. Acestea au fost incluse anterior în poziția pasive financiare pe termen lung din bilanțul consolidat net al instituțiilor financiare monetare, reprezentând, prin urmare, o contrapartidă a M3 și nu o componentă a acesteia.

⁷¹ În termeni reali, dinamica anuală a masei monetare a continuat să se adâncească în teritoriul negativ, coborând la -5,4 la sută în iulie-august, de la -2,3 la sută în trimestrul II.

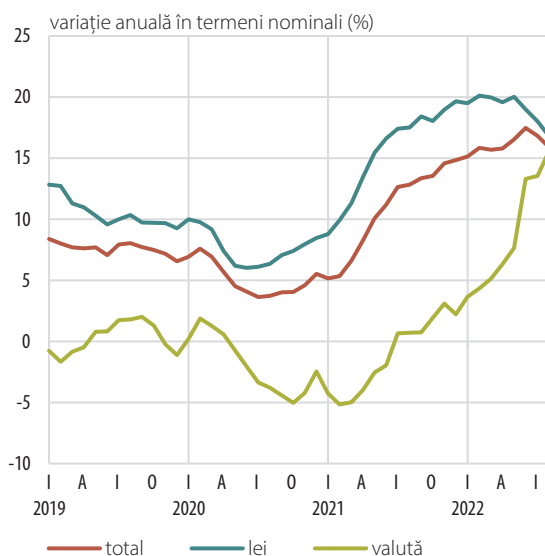
⁷² Evaluare pe baza datelor trimestriale.

⁷³ Până la minimul ultimilor nouă ani.

de alert al plasamentelor similare ale societăților nefinanciare a consemnat un salt semnificativ⁷⁴, până la maximum ultimilor 14 ani, în principal pe fondul accentuării trendului crescător al ratelor dobânzilor.

Din perspectiva sectoarelor instituționale, decelerarea creșterii M3 a continuat să fie antrenată prioritar de plasamentele populației, a căror dinamică anuală s-a cvasiînjumătățit în intervalul iulie-august în raport cu media trimestrului II – atingând un minim al ultimilor șase ani și jumătate –, în contextul unei cereri de consum încă robuste evidențiate pe anumite segmente, precum și al măririi avansului plasamentelor în titluri de stat ale sectorului, dar pe fondul unei evoluții doar ușor ameliorate a venitului disponibil real în acest interval, pe seama cheltuielilor cu asistența socială. Și dinamica alertă a depozitelor incluse în M3 ale societăților nefinanciare a consemnat o nouă scădere în perioada iulie-august, dar mult mai modestă, date fiind amplificarea în iulie a plăților către bugetul statului în contul impozitului pe profit⁷⁵ și a plăților de dividende efectuate de entități cu capital de stat, dar și dinamizarea pe ansamblul perioadei a încasărilor aferente fondurilor europene, subvențiilor și investițiilor publice.

Grafic 3.10. Creditul acordat sectorului privat pe monede



Din perspectiva contrapartidelor M3, decelerarea creșterii anuale a acestui agregat monetar a reflectat în principal continuarea temperării dinamicii activelor externe nete ale sistemului bancar și cvasistoparea declinului anual al pasivelor financiare pe termen lung⁷⁶, cu precădere pe fondul unor efecte de bază⁷⁷. Influențe suplimentare, dar mai reduse ca amplitudine, au decurs dintr-o nouă scădere consemnată de dinamica creditului acordat administrației publice centrale, precum și din ușoara decelerare a creșterii creditului acordat sectorului privat.

Creditul acordat sectorului privat

După o ascensiune cvasicontinuuă de aproape doi ani, dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a început să se reducă gradual în debutul trimestrului III, ajungând la 16,4 la sută pe ansamblul intervalului iulie-august, de la 16,6 la sută

în trimestrul II (maximum ultimilor 13 ani și jumătate)⁷⁸. Schimbarea de direcție a fost

⁷⁴ Inclusiv pe seama unui efect de bază.

⁷⁵ Conform datelor privind execuția bugetului general consolidat.

⁷⁶ Inclusiv conturile de capital.

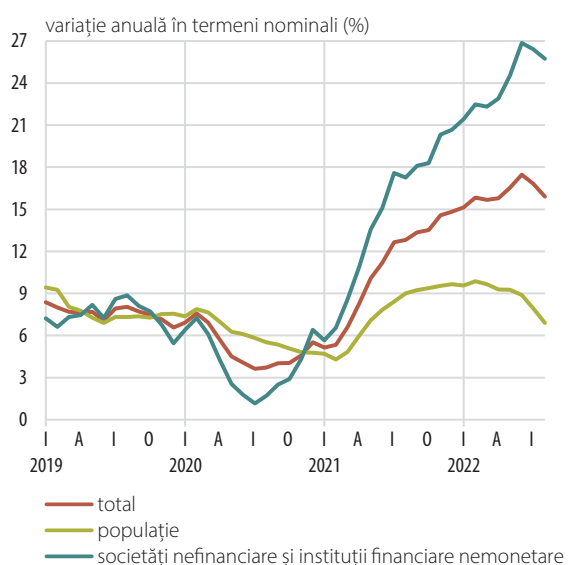
⁷⁷ În cazul activelor externe nete ale sistemului bancar, efectul de bază s-a asociat emisiunii de euroobligațiuni efectuate de MF în luna iulie 2021, în valoare de 3,5 miliarde euro, fiind doar în mică parte compensat de influența emisiunii de titluri de stat denumite în dolari SUA desfășurate în luna august 2022, în valoare de 260 milioane dolari SUA; în contrapondere, depozitele în valută ale administrației publice centrale și-au redus vizibil variația anuală. La rândul său, evoluția dinamicii pasivelor financiare pe termen lung a fost influențată de efectul reclasificării în perioada similară a anului trecut a unor depozite de către o instituție de credit, menționată anterior.

⁷⁸ În termeni reali, dinamica anuală medie a creditului acordat sectorului privat a continuat să se reducă în intervalul iulie-august, coborând la 1,1 la sută – minimum ultimilor șapte ani –, de la 1,9 la sută în trimestrul II, în condițiile prelungirii avansului ratei anuale a inflației pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului III.

antrenată de relativa accentuare a descreșterii variației înalte a componentei în lei, până la o medie de 17,4 la sută, de la 19,5 la sută în trimestrul II (Grafic 3.10). La rândul său, după saltul consemnat în iunie, dinamica anuală a creditului în valută (exprimat în lei) a tins să se plafoneze în perioada iulie-august, sub influența efectului statistic asociat evoluției cursului de schimb leu/euro⁷⁹. Pe acest fond, ponderea în total a împrumuturilor în lei s-a redus doar ușor, la 71,8 la sută în august, de la 72,0 la sută la finele trimestrului II.

Din perspectiva sectoarelor majore, inflexiunea a fost determinată de creditul acordat populației, a cărei dinamică și-a accelerat scăderea, pe seama evoluției componentei în monedă națională, îndeosebi a împrumuturilor pentru locuințe, dar și a celor pentru consum, în condițiile accentuării trendului ascendent al ratelor dobânzilor aferente⁸⁰. Componenta în valută a creditului acordat acestui sector și-a atenuat însă ceva mai vizibil declinul în termeni anuali în acest interval (calculat pe baza soldului exprimat în euro) – tendință evidențiată de la mijlocul trimestrului I al anului curent.

Grafic 3.11. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



În același timp, dinamica anuală a creditului acordat societăților nefinanciare a consemnat ușoare descreșteri în lunile iulie și august, de la vârful ultimilor circa 13 ani atins în luna iunie (Grafic 3.11). Mișcarea a fost imprimată de componenta în lei, a cărei variație și-a prelungit parcursul descendent început la finele trimestrului II, pe seama evoluției finanțării pe termen mediu și lung, chiar și în condițiile unui aport ușor crescut al programului „IMM Invest România”. În schimb, creditul pe termen scurt în monedă națională a continuat să-și accelereze creșterea anuală deosebit de alertă pe ansamblul celor două luni, cel mai probabil pe fondul cerinței de finanțare a activității curente a firmelor în contextul costurilor ridicate cu materiile prime, cu energia și transportul. La rândul său, dinamica creditului în valută al acestui sector (exprimată în euro) și-a accentuat tendința crescătoare, atingând un maxim al ultimilor aproape

14 ani, îndeosebi ca urmare a intensificării creditării pe termen scurt.

⁷⁹ Ca medie a intervalului iulie-august, dinamica anuală a componentei în valută, exprimată în lei, a continuat totuși să crească față de media din trimestrul II, iar exprimată în euro, aceasta și-a prelungit avansul în primele două luni ale trimestrului III.

⁸⁰ Pe acest fond, restrângerea doar ușoară a volumului împrumuturilor noi acordate populației în lunile iulie-august s-a asociat puternicei intensificări a operațiunilor de renegociere în cazul creditelor pentru locuințe.

4. Perspectivele inflației

Proiecțiile macroeconomice continuă să fie grevate de incertitudini extrem de ample, fiind strict condiționate de ipotezele cu privire la implicațiile războiului din Ucraina, în primul rând cele în plan economic. Scenariul de bază are în vedere menținerea sancțiunilor economice impuse Rusiei pe tot intervalul proiecției. De asemenea, se presupune că nu vor fi aplicate raționalizări pe scară largă ale consumului de energie în țările europene, de natură să perturbe semnificativ activitatea economică. În România, rata anuală a inflației IPC va continua să crească pe termen scurt, reflectând în principal avansul inflației de bază, afectată de majorarea costurilor de producție și de transmisia relativ accentuată și rapidă a acestora în prețurile finale ale bunurilor și serviciilor. Pe termen mediu însă, se anticipează atenuarea graduală a acestor presiuni. Dinamica anuală a prețurilor bunurilor energetice se va diminua în prima parte a intervalului, în condițiile unor efecte de bază favorabile și ale măsurilor de plafonare a tarifelor la energia electrică și gazele naturale. În absența altor informații oficiale, scenariul de bază a inclus măsurile de plafonare a prețurilor în vigoare la momentul aprobării *Raportului asupra inflației* (8 noiembrie 2022), care expiră la 31 august 2023. Ca urmare, ulterior înscrierii pe o traiectorie descrescătoare de la începutul anului viitor, rata anuală a inflației IPC va cunoaște noi creșteri temporare de nivel în trimestrul III 2023, implicit și valori relativ mai ridicate la sfârșitul anului 2023. Valorile prognozate pentru finele anului curent și al celui viitor sunt de 16,3 la sută și, respectiv, 11,2 la sută, revizuite în sus substanțial. La orizontul prognozei, septembrie 2024, nivelul proiectat este de 4,2 la sută, în condițiile unor efecte de bază importante asociate tot evoluției prețurilor la energie. Extinderea schemei de plafonare după 31 august 2023 anunțată recent de autorități sugerează, la o primă estimare, un quantum al ratei anuale a inflației IPC care ar putea fi mai redus cu circa 4,1 puncte procentuale în decembrie 2023 și, în plus, o traiectorie a indicatorului neîntrerupt descendentă pe parcursul anului viitor. Balanța riscurilor la adresa ratei anuale a inflației rămâne pe termen scurt înclinată în sus relativ la traiectoria descrisă în scenariul de bază. Pe termen mediu însă, aceasta ar putea deveni relativ echilibrată.

Scenariul de bază

4.1. Ipoteze externe

Comparativ cu *Raportul* anterior, climatul economic extern este evaluat în deteriorare semnificativă. Activitatea economică este proiectată a decelera consistent din a doua parte a anului curent, iar dinamica generalizată a prețurilor a fost revizuită semnificativ

în sens ascendent în anul curent, dar mai ales în cel următor. Aceste evoluții au loc într-un context marcat de deteriorarea semnificativă a încrederii și de persistența sincopelor în lanțurile globale de valoare adăugată.

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2022	2023
Creșterea economică în UE efectiv (%)	3,3	0,6
Inflația anuală din zona euro (%)	8,2	5,8
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	5,0	4,5
Inflația anuală IPC SUA (%)	8,0	4,2
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	0,2	2,4
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,05	1,02
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	101,8	84,1

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

Indicatorul PIB real UE efectiv, care aproximează în model cererea externă, a înregistrat un parcurs peste așteptări în trimestrul II 2022, pe fondul redeschiderii postpandemice a economiei, inclusiv al revenirii puternice a sectorului turistic. Războiul a afectat însă perspectivele economiei zonei euro și a intensificat presiunile inflaționiste. Perturbările în aprovizionarea cu gaze naturale și implicit dinamica puternic ascendentă a prețurilor acestora și ale energiei electrice au sporit nivelul de incertitudine și au afectat puternic încrederea, având efecte negative asupra veniturilor reale. Factorii menționați sunt de așteptat să aibă ca efect o decelerare puternică a activității economice a partenerilor comerciali în a doua parte a anului curent. În acest context,

dinamica PIB UE efectiv din 2022 a fost revizuită ușor în sus comparativ cu *Raportul* anterior, exclusiv pe baza performanței economice peste așteptări din prima jumătate a anului și, respectiv, puternic în jos pentru a doua parte a anului curent și pentru 2023 (Tabel 4.1). O revizuire similară a fost operată și asupra deviației cererii externe efective: în sus pe termen scurt, respectiv mai consistent în jos pe termen mediu, aceasta rămânând la valori negative pe tot parcursul intervalului de prognoză și exercitând un impact restrictiv accentuat și persistent asupra activității economice interne.

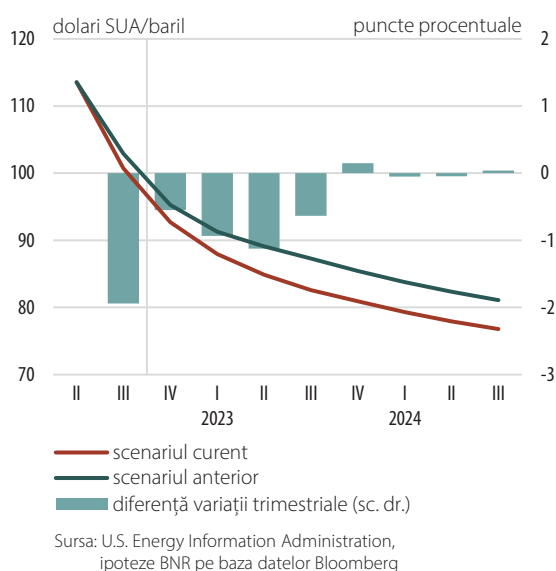
Rata medie anuală a inflației din zona euro (IAPC) a fost reevaluată ascendent, fiind anticipată a atinge 8,2 la sută în 2022 și 5,8 la sută în 2023 (față de 7,5 la sută și, respectiv, 3,7 la sută în *Raportul* anterior). În profil trimestrial, punctul de maxim este anticipat a fi atins în trimestrul IV 2022 (9,5 la sută). Presiunile inflaționiste rămân excepțional de ridicate pe termen scurt, pe seama prețurilor bunurilor energetice și ale altor materii prime, ale alimentelor, dar și a persistenței blocajelor în lanțurile globale de valoare adăugată. Începând cu trimestrul I 2023, rata anuală a inflației este prognozată pe o traiectorie descendentă, menținându-se însă peste reperul de 2 la sută în trimestrul IV 2024. Reducerea ratei inflației pe parcursul intervalului de proiecție reflectă în principal moderarea dinamicii prețurilor la energie și alimente (în ipoteza atenuării intensității războiului din Ucraina în anul 2023 și a absenței altor șocuri) și normalizarea accelerată a politicii monetare a BCE. Similar ratei inflației *headline*, și rata medie anuală a inflației IAPC exclusiv energia⁸¹ a fost revizuită în sens ascendent, la 5 la sută în 2022 și 4,5 la sută în 2023 (comparativ cu 4,4 la sută și, respectiv, 3,3 la sută în *Raportul* anterior). În profil trimestrial, rata anuală a inflației IAPC exclusiv energia este proiectată să atingă un maxim local de 6,4 la sută în trimestrul IV 2022, ulterior poziționându-se pe o traiectorie descendentă, până la 2,3 la sută în trimestrul IV 2024.

⁸¹ O măsură a inflației de bază a zonei euro.

Rata nominală a dobânzii EURIBOR 3M a redevenit pozitivă în trimestrul III 2022 și este anticipată a crește alert în prima jumătate a intervalului de proiecție, sub impactul normalizării politicii monetare a BCE. Rata reală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este evaluată a fi puternic stimulativă pe termen scurt, pe fondul unor noi creșteri ale inflației din zona euro. Ulterior, în condițiile atenuării presiunilor inflaționiste, anticipațiile de inflație sunt estimate a se tempera, fapt ce va determina, împreună cu evoluția ratei nominale a dobânzii EURIBOR la 3 luni, creșterea ratei reale a dobânzii până la valori ușor pozitive începând cu anul 2024.

Traectoria cursului de schimb al euro față de dolarul american rămâne marcată de incertitudini ample. Pe termen scurt, se estimează o stabilizare a tendinței de depreciere a monedei europene în raport cu dolarul american. Ulterior, prognoza anticipează o apreciere ușoară a monedei euro până la finele intervalului de proiecție, pe fondul continuării procesului de normalizare a politicii monetare a BCE.

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

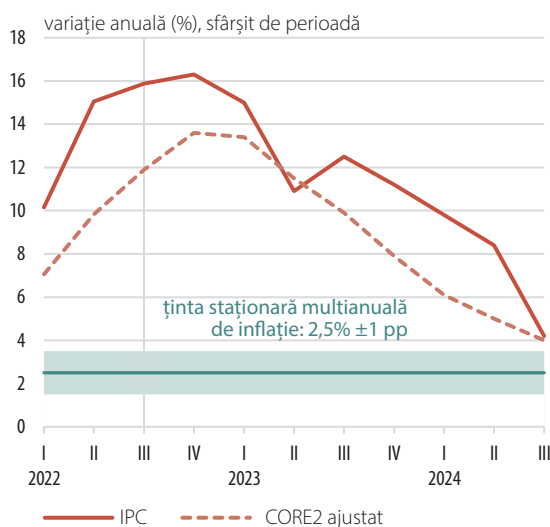


Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent a fost fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede o traiectorie descendentă, pe fondul îngrijorărilor cu privire la riscul înregistrării unei recesiuni la nivel global. Astfel, la orizontul proiecției, prețul petrolului Brent este prognozat să atingă valori în jurul a 77 USD/baril (Grafic 4.1). Pe latura cererii, pe termen scurt și mediu acționează înrăutățirea perspectivelor privind activitatea economică globală, inclusiv prin înăsprirea generalizată a politicilor monetare ale băncilor centrale. Pe latura ofertei, printre determinanți se evidențiază: (i) anunțul țărilor membre OPEC+ privind planurile de reducere semnificativă a producției zilnice de petrol, respectiv (ii) temerile privind o întrerupere a producției în Libia. Proiecția evoluției viitoare a prețului petrolului este în continuare grevată de incertitudini ridicate.

4.2. Perspectivele inflației

Pe termen scurt, rata anuală a inflației IPC este prognozată să-și continue parcursul ascendent, până la 16,3 la sută în luna decembrie, în discordanță cu evoluția anticipată în *Raportul* precedent, care indica o atenuare de ritm în ultimul trimestru al anului. Creșterea va reflecta îndeosebi avansul inflației de bază, alimentat în principal de factori de natura ofertei, respectiv presiuni asupra costurilor de producție ale companiilor (în special cele cu energia și materiile prime), dar și de condițiile de cerere agregată care rămân temporar favorabile. În schimb, dinamica anuală a prețurilor energiei se va diminua în ultimul trimestru al anului, pe fondul unor efecte de bază. Totuși, aceasta se va menține la valori ridicate, iar transmisia atât a creșterilor anterioare ale prețurilor energiei, cât și a celor anticipate în prețurile finale ale celorlalte bunuri și servicii va fi una relativ persistentă.

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat



Sursa: INS, proiecție BNR

De la începutul anului viitor, rata anuală a inflației IPC se va înscrie pe o traiectorie descrescătoare (Grafic 4.2). La reducere vor contribui resorbirea deviației PIB, într-un ritm mai rapid decât se preconiza în runda anterioară, precum și disiparea graduală a șocurilor de ofertă. Aceasta din urmă se va reflecta atât asupra dinamicii prețurilor bunurilor din import, cât și asupra celorlalți determinanți ai ratei anuale a inflației de bază din România. De asemenea, dinamica componentei „energie” va cunoaște, la rândul său, o temperare de ritm, în contextul manifestării unor efecte de bază în cazul tuturor subcomponentelor acesteia (în special în luna aprilie 2023), precum și al extinderii măsurilor de plafonare a prețurilor energiei electrice și gazelor naturale până la 31 august 2023 (ipoteză avută în vedere la momentul aprobării *Raportului asupra inflației*, 8 noiembrie 2022). Ulterior, odată cu revenirea acestor prețuri la nivelurile contractuale,

determinate pe baza mecanismelor de piață, sunt preconizate majorări însemnate, în condițiile în care la acest orizont este anticipată o relativă accentuare temporară a tensiunilor pe piețele europene de energie⁸². Astfel, în trimestrul III 2023 va avea loc o întrerupere temporară a traiectoriei descrescătoare a ratei anuale a inflației IPC, prognozată însă a se relua în trimestrul următor. Totuși, prin modul de construcție, rata anuală a inflației IPC se va menține relativ ridicată timp de patru trimestre, până în trimestrul III 2024, urmând să atingă 11,2 la sută în decembrie 2023. Din considerente similare, majorările asociate expirării schemei de plafonare generează efecte de bază favorabile un an mai târziu, prognoza ratei anuale a inflației decelerând semnificativ în septembrie 2024, dar menținându-se peste limita superioară a intervalului țintei la orizontul prognozei (4,2 la sută). De asemenea, influențe favorabile sunt anticipate și pe fondul detensionării graduale a piețelor *en gros* de energie europene, presupuse a spori în importanță abia după încheierea sezonului rece 2023-2024, mai târziu și într-o măsură mai mică decât se anticipa în runda anterioară, date fiind evoluțiile geopolitice adverse din perioada recentă. Însă, extinderea schemei de plafonare după 31 august 2023 anunțată recent de autorități și care nu a fost inclusă în scenariul de bază curent sugerează, la o primă estimare, un quantum al ratei anuale a inflației IPC care ar putea fi mai redus cu circa 4,1 puncte procentuale în decembrie 2023 și, în plus, o traiectorie a indicatorului neîntrerupt descendentă pe parcursul anului viitor.

În scenariul de bază, față de valorile proiectate în *Raportul asupra inflației* din august 2022, dinamica anuală a IPC se plasează la niveluri mai ridicate pe tot intervalul proiecției cu excepția trimestrului II 2023 (în ultima rundă, măsurile de plafonare a prețurilor la energie expirau în luna aprilie 2023). Pentru finele anului curent, noua prognoză este cu 2,4 puncte procentuale mai ridicată, iar pentru sfârșitul anului viitor, cu 3,7 puncte procentuale. Pentru cvasitotalitatea intervalului de prognoză,

⁸² În contextul refacerii stocurilor de gaze pentru iarna 2023-2024, pe fondul unor livrări de energie ale Rusiei ce se profilează a rămâne extrem de reduse.

diferențele sunt explicate de componenta „energie”, în contextul majorărilor de prețuri observate recent, respectiv anticipate pe termen scurt, dar și al ipotezei unei detensionări mai lente a acestor piețe pe termen mediu. Revizuirii ascendente importante sunt și în cazul inflației de bază, date fiind evoluția recentă peste așteptări a subcomponentei alimentare, precum și previzionarea unor presiuni mai mari asupra costurilor de producție, contrabalansate doar parțial de reevaluarea descendentă a deviației PIB⁸³ în a doua parte a intervalului de prognoză. Revizuirii ascendente, dar de mai mică amplitudine, s-au înregistrat și în cazul celorlalte componente exogene non-energetice ale coșului IPC.

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

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2022	2023				2024		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	16,3	15,0	10,9	12,5	11,2	9,8	8,4	4,2
Proiecție IPC*	16,4	14,6	10,2	11,6	10,5	9,3	7,9	3,7
Proiecție CORE2 ajustat	13,6	13,4	11,5	9,9	7,9	6,1	5,0	4,0

*) calculat la taxe constante

La rândul său, rata anuală a inflației de bază este prognozată să avanseze până la finalul anului curent, când va atinge 13,6 la sută (Grafic 4.2, Tabel 4.2).

Dinamica pe termen scurt a indicelui CORE2 ajustat este alimentată de majorările costurilor companiilor cu energia, materiile prime (în special cele agroalimentare, inclusiv în urma secetei de la nivel internațional), cu materiile intermediare și transportul, a căror transmisie la nivelul prețurilor bunurilor finale este facilitată inclusiv de condițiile de cerere încă favorabile din economie. În același timp, se remarcă presiuni inflaționiste suplimentare din partea creșterii anticipațiilor inflaționiste și a

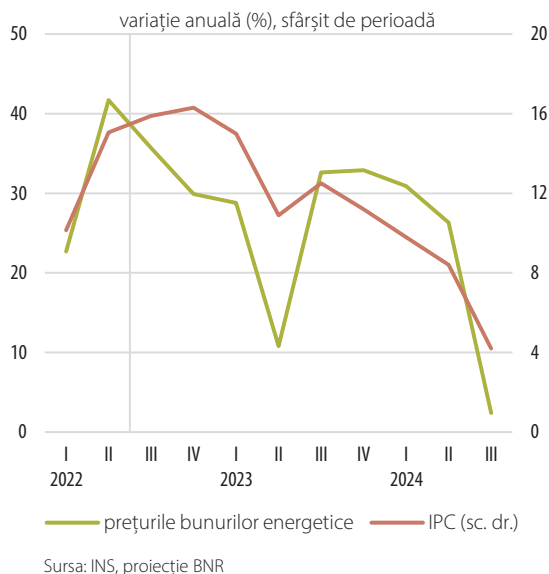
accelerării dinamicii prețurilor bunurilor din import.

Începând de anul viitor, se preconizează o diminuare treptată a presiunilor din partea costurilor, pe măsură ce creșterile recente vor fi fost încorporate în prețuri, precum și sub ipoteza stabilizării cotațiilor bunurilor agroalimentare și a detensionării graduale a piețelor de energie. Corecția mai consistentă a deviației pozitive a PIB, succedată de pătrunderea, de la finele anului 2023, a variabilei în teritoriul negativ, va comprima presiunile inflaționiste asociate cererii agregate. Totodată, după înregistrarea unui maxim în cursul acestui an, presiunile din partea prețurilor bunurilor din import se vor disipa treptat, în linie cu evoluția așteptată a ratei anuale a inflației IAPC exclusiv energie din zona euro. La rândul lor, anticipațiile inflaționiste se vor diminua treptat, o contribuție decisivă revenind normalizării conduitei politicii monetare. În aceste condiții, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată în reducere graduală de la începutul anului viitor, până la 7,9 la sută în decembrie 2023 și 4,0 la sută la orizontul proiecției, trimestrul III 2024.

Față de ultimul *Raport*, noua prognoză se plasează la valori semnificativ mai ridicate pe întregul interval. La finele anului curent, revizuirea este de 2,2 puncte procentuale, în decembrie 2023 de 2,4 puncte procentuale, iar în iunie 2024 (orizontul prognozei anterioare) de 1,2 puncte procentuale. Traectoria superioară a fost determinată de scumpirile mai ample care au avut loc pe segmentul alimentelor procesate, dar și de anticiparea unei transmisii mai rapide a majorărilor trecute și a celor așteptate ale costurilor de producție în prețurile finale. Suplimentar, excedentul de cerere a

⁸³ Pentru detalii a se vedea Secțiunea 4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție.

Grafic 4.3. Inflația anuală IPC și a prețurilor bunurilor energetice



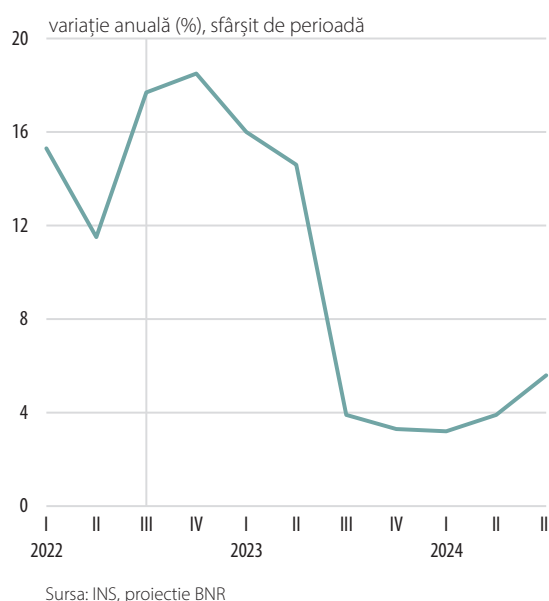
fost revizuit în sus pe termen scurt, iar anticipațiile privind inflația, pe întregul interval al proiecției.

Dinamica anuală a componentei bunurilor energetice este prognozată în reducere până la mijlocul anului viitor. Evoluția va fi determinată în principal de subgrupa combustibililor, pe fondul unor efecte de bază favorabile și al reducerii anticipate a prețului petrolului, la care se adaugă și contribuțiile în scădere din partea prețurilor energiei electrice și gazelor naturale. Față de *Raportul asupra inflației* precedent, rata anuală a inflației bunurilor energetice a fost revizuită în sens ascendent cu 12,7 puncte procentuale pentru decembrie 2023 (Grafic 4.3). Ajustarea este cauzată în principal de deteriorarea perspectivelor privind detensionarea piețelor europene de energie, în condițiile reducerii livrărilor de gaze din Rusia, coroborat cu necesitatea refacerii

stocurilor pentru sezonul rece 2023-2024⁸⁴.

Dinamica anuală a prețurilor LFO a receptat impactul evoluțiilor meteorologice nefavorabile, consemnând o accelerare în a doua parte a anului curent, amplificată și de majorările costurilor cu energia ale producătorilor. În aceste condiții, prognoza a fost revizuită în sus, ritmul anual urmând să se mențină la valori mai ridicate până la mijlocul anului viitor (Grafic 4.4). Ulterior se anticipează o reducere semnificativă, sub ipoteza înregistrării unor producții agricole normale în următorii doi ani.

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO



Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate



⁸⁴ O altă ipoteză încorporată în cadrul scenariului de bază se referă la perioada de aplicare a măsurii de compensare a prețurilor la carburanți, prelungită cu trei luni, până la finele anului curent. Similar, ieșirea din vigoare a acesteia determină o accentuare ușoară a dinamicii anuale a componentei „energie” în ianuarie 2023, reflectată timp de 12 luni de către indicator.

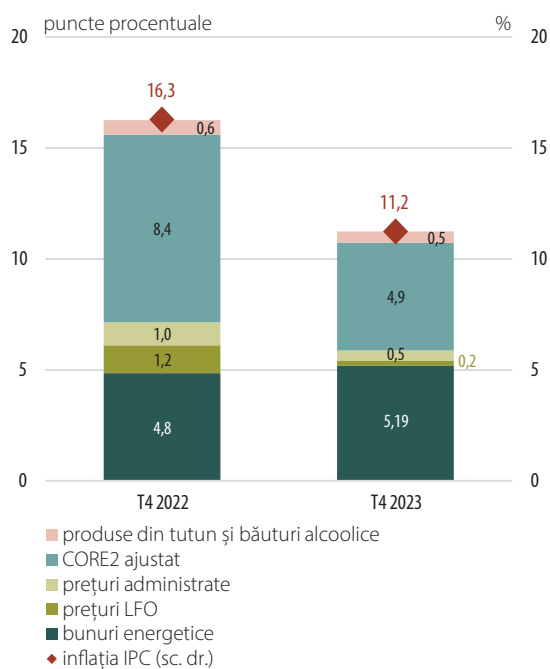
Tabel 4.3. Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă		
	dec. 2022	dec. 2023	sep. 2024
Prețuri energie	29,9	32,9	2,4
Prețuri LFO	18,5	3,3	5,6
Prețuri administrate	12,9	6,1	6,1
Prețuri produse din tutun și băuturi alcoolice	7,1	6,1	5,7

Sursa: INS, proiecție BNR

Scenariul de evoluție a grupei produselor cu prețuri administrate este fundamentat în principal pe baza evoluțiilor istorice, încorporând la debutul sezonului rece și o serie de scumpiri semnificative pentru serviciile de furnizare a energiei termice, pe fondul majorării costurilor cu materiile prime. În prima parte a anului viitor, dinamica anuală a grupei este prognozată în atenuare, ulterior cunoscând o relativă stabilizare până la orizontul proiecției (Grafic 4.5, Tabel 4.3).

Grafic 4.6. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC*



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

Sursa: INS, proiecție BNR

Traectoria anuală a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este configurată în principal pe baza majorărilor de acciză prevăzute în legislație, inclusiv a celei legiferate pentru luna august, a cărei reflectare în prețuri s-a consemnat cu o lună mai târziu în cazul produselor din tutun, dar și luând în considerare comportamentul operatorilor din acest domeniu privind ajustarea prețului final.

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele ale energiei electrice și ale gazelor naturale, prețurile volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor, produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este previzionată la 7,5 puncte procentuale la sfârșitul anului curent (explică 46 la sută din rata anuală a inflației), la 6,4 puncte procentuale în decembrie 2023 (explică 56 la sută din rata anuală a inflației) și la 1,7 puncte procentuale la orizontul prognozei (explică 40 la sută din rata anuală a inflației) (Grafic 4.6). Valorile sunt revizuite în sus comparativ cu cele din *Raportul precedent*, în principal ca urmare a anticipării unor evoluții mai puțin favorabile în cazul prețurilor bunurilor energetice.

4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁸⁵

Deviația PIB

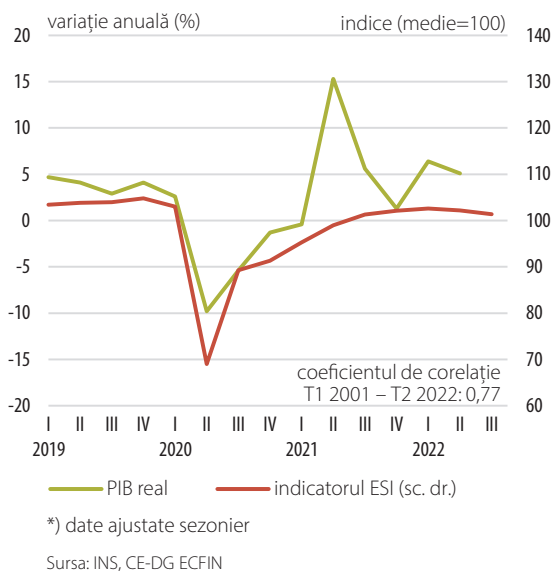
În trimestrul II 2022, dinamica trimestrială a PIB real a încetinit considerabil față de cea din intervalul precedent – de la 5,3 la sută la 1,8 la sută⁸⁶. Totuși, ritmul trimestrial a

⁸⁵ 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.

⁸⁶ Comunicatul INS nr. 257 din 12 octombrie 2022.

fost semnificativ peste așteptările formulate în cadrul *Raportului* precedent. Creșterea alertă a PIB din prima jumătate a anului 2022 prezintă însă anumite discordanțe față de evoluțiile unor indicatori statistici convenționali cu frecvență ridicată (precum producția industrială sau volumul comerțului cu amănuntul) și, independent de evoluția proiectată a economiei din a doua jumătate a anului, va implica un ritm mediu anual ridicat al PIB în 2022. În plus, în prima parte a anului, pe latura de utilizare s-a evidențiat aportul componentelor reziduale (discrepanța statistică și variația stocurilor), sugerând posibile revizuirii importante ale acestor seturi de date. În acest context, dar și al volatilității sporite a dinamicii trimestriale recente a PIB real, s-a continuat aplicarea unor ajustări⁸⁷ în procesul de evaluare a poziției ciclice a economiei, cu rol de a corela mai bine informația din datele statistice agregate cu evoluțiile sectoriale descrise de seturi de date la frecvență ridicată.

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



Prognozele pe termen scurt indică o încetinire puternică a activității economice în trimestrele III și IV 2022, ce poate fi descrisă drept o cvasistagnare a economiei, reflectând inclusiv evoluțiile anticipate din Europa și de la nivel global. În trimestrul III 2022, activitatea economică este totuși evaluată a fi continuat să beneficieze de pe seama contribuțiilor favorabile din partea serviciilor, cu o dinamizare deosebită încă de pe parcursul trimestrului anterior, ca urmare a eliminării restricțiilor administrative de mobilitate în contextul situației medicale ameliorate, dar și a reconfigurării rutelor de transport naval din Ucraina. Totodată, efectul de cerere amânată este considerat a fi fost persistent (deși într-o măsură atenuată), fiind sugerat de dinamica alertă a cifrei de afaceri în servicii din lunile iulie și august. Suplimentar, în aceste luni s-a remarcat și revigorarea lucrărilor de construcții (provenind însă exclusiv din partea reparațiilor

curente/capitale). În schimb, pe parcursul trimestrului III se anticipează o nouă reducere a resurselor reale destinate consumului și investițiilor, pe seama continuării avansului ratei inflației și a tensionării condițiilor financiare. Înrăutățirea marcantă a conjuncturii economice este reflectată și de deteriorări, pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului, ale producției industriale interne și externe, ale cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul și ale cererii pentru construcțiile noi. La perspectivele modeste contribuie și anticiparea temperării puternice a economiilor principalilor parteneri comerciali, cu impact negativ asupra schimburilor internaționale. La aceasta se adaugă persistența blocajelor de aprovizionare, în contextul escaladării războiului (cu extinderea sancțiunilor) și al menținerii ferme a politicii „zero-COVID” în China. Suplimentar, amplificarea incertitudinii și perspectivele rezervate privind evoluția

⁸⁷ Ajustările au vizat PIB și componentele sale pentru perioada de timp pentru care datele statistice au caracter provizoriu (trimestrul I 2021 - trimestrul II 2022), descrisă în ansamblul său de dificultăți în colectarea acestora.

economiei interne sunt evidențiate de o suită de indicatori cu frecvență ridicată⁸⁸. Indicatorul ESI pentru România a consemnat însă o deteriorare doar modestă – Grafic 4.7. În schimb, cel aferent zonei euro a scăzut semnificativ, în principal pe seama componentei aferente consumatorilor, care a înregistrat un minim istoric.

Evoluțiile nefavorabile sunt anticipate a persista și chiar a se amplifica relativ în trimestrul IV 2022⁸⁹, previzionarea unei dinamici trimestriale extrem de reduse a PIB real reflectând contextul sporirii incertitudinii pe fondul continuării războiului, al înrăutățirii perspectivelor economiei partenerilor comerciali și al continuării erodării puterii de cumpărare a agenților economici. Astfel, efectul de cerere amânată (cu impact favorabil în special asupra serviciilor) este previzionat a se disipa gradual, majorarea cheltuielilor cu utilitățile în sezonul rece tensionând suplimentar bugetele populației.

Pentru anul curent, creșterea medie anuală a PIB real este totuși proiectată la o valoare ridicată, aceasta fiind însă imprimată aproape în totalitate de avansul notabil din primele două trimestre (în condițiile în care activitatea economică este estimată a încetini puternic în a doua parte a anului). Ulterior, pe parcursul intervalului de prognoză, se anticipează o decelerare puternică a dinamicii medii anuale a PIB, reflectând deteriorarea marcantă a tracțiunii cererii externe efective și suprapunerea efectelor consolidării fiscale anticipate cu cele ale normalizării politicii monetare.

Pe parcursul intervalului de prognoză, influențe adverse substanțiale, cu impact asupra tuturor componentelor cererii agregate, sunt generate de incertitudinea sporită și de costurile ridicate cu materiile prime și energia, amplificate de războiul din Ucraina. Evoluțiile anticipate pentru economiile partenerilor comerciali externi sunt grevate, la rândul lor, pe alocuri chiar de o manieră mai semnificativă, de factorii menționați. Un aport favorabil la creșterea PIB intern este de așteptat să provină, în special pe termen mediu, din valorificarea fondurilor europene din surse multiple⁹⁰ (inclusiv prin programul „Next Generation EU”, în care alocarea este condiționată de îndeplinirea cu strictețe a unor criterii de performanță).

În structură, traiectoria PIB real este imprimată de cea a consumului final (în principal determinat de componenta aferentă gospodăriilor populației, la rândul său în decelerare substanțială pe termen mediu), la care se adaugă contribuția FBCF (prevăzută a se menține robustă, în principal sub rezerva atragerii de fonduri europene și a contribuției potențiale din partea fondurilor investiționale alocate de autorități). Aportul exporturilor nete reale este proiectat a fi negativ, însă relativ redus (reflectând ritmuri anuale apropiate ale exporturilor și, respectiv, ale importurilor), însă prognoza

⁸⁸ În ultimele două luni ale trimestrului III se pot remarca înrăutățirile semnalelor din partea: randamentului titlurilor de stat cu maturitate de 10 ani, a randamentului BET, a sumelor refuzate la plată cu instrumentele de debit, a indicatorului așteptărilor privind piața muncii (EEL) și a căutărilor Google pentru cuvântul „criză”. Suplimentar, indicele internațional Sentix a sugerat o înrăutățire a perspectivelor zonei euro. În schimb, în sens favorabil s-au evidențiat indicatorii aferenți mobilității și turismului, dar și numărul de înmatriculări de societăți și PFA.

⁸⁹ Pe parcursul lunii octombrie, indicatorii cu frecvență ridicată care au consemnat înrăutățiri mai pronunțate ale semnalelor au fost: cotațiile *Option Adjusted Spread*, randamentul titlurilor de stat cu maturitate de 10 ani, indicii internaționali Sentix și VIX și căutățile Google pentru cuvintele „criză” și „șomaj”. Indicii de mobilitate și indicatorul ESI au continuat să prezinte semnale favorabile.

⁹⁰ Cadru financiar multianual 2021-2027, programul „Next Generation EU” (2021-2026), prelungirea (derogatorie) a absorbției în Cadru financiar multianual 2014-2020, în cazul acestuia din urmă, ultimele fonduri putând fi valorificate în perioada 2023-2024.

componentei este strict dependentă de dinamica activității economice a partenerilor externi.

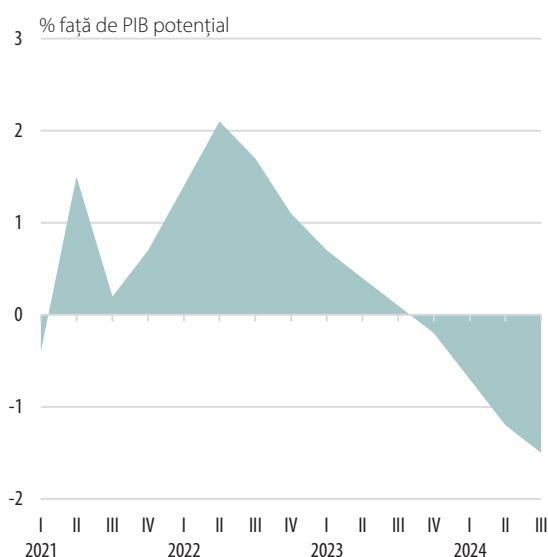
Dinamica medie anuală a PIB potențial este proiectată a se menține la valori robuste, aspect esențial pentru prognoza de creștere pe termen mediu și lung a economiei. Totuși, perspectivele privind creșterea PIB potențial ar putea fi afectate într-o măsură mai pregnantă față de cea curent evaluată, în situația prelungirii gradului ridicat de incertitudine, a acutizării crizei energetice și a persistenței problemelor în lanțurile de producție și aprovizionare, amplificate de războiul din Ucraina.

Acumularea stocului de capital rămâne principalul resort al dinamicii PIB potențial, aportul solid al factorului reflectând perspectivele favorabile privind continuarea implementării proiectelor de investiții și demararea unora noi, finanțate inclusiv prin fonduri europene, în special programul „Next Generation EU”. Totuși, în pofida beneficiilor potențiale, performanța istorică relativ redusă a țării noastre în ceea ce privește gradul de absorbție a fondurilor cu finanțare europeană, precum și necesitatea îndeplinirii cu strictețe a unor criterii corelative de performanță în cadrul programului ar putea îngreuna derularea și, respectiv, finalizarea acestui proces până la orizontul anului 2026. Contribuția forței de muncă la dinamica PIB potențial este anticipată a se menține relativ stabilă pe parcursul intervalului de proiecție, reflectând perspectivele favorabile ale ratei de activitate, coroborate cu o tendință de plafonare a șomajului pe intervalul de prognoză. Însă, în continuare, pe termen mai lung sunt preconizate a acționa în sens opus evoluțiile nefavorabile demografice din România, în particular anticiparea unui ritm alert de reducere a populației în vârstă de muncă, dar și sociale,

precum balanța negativă a fluxurilor migratorii sau evoluția indicatorului NEET⁹¹ aferent tinerilor. Aportul trendului productivității totale a factorilor de producție (engl. *total factor productivity* – TFP), deși afectat de manifestarea pronunțată și de caracterul persistent al șocurilor adverse, reflectă continuarea eforturilor de adaptare și re tehnologizare a capacităților productive, inclusiv prin digitalizare⁹² (proces indispensabil pentru avansul pe termen lung al productivității).

După reamplificarea relativ moderată din primele două trimestre ale anului curent, deviația PIB (Grafic 4.8) este proiectată pe o traiectorie descendentă, în contextul unei multitudini de șocuri nefavorabile (cu impact asupra cererii agregate interne și, respectiv, a celei externe), al consolidării fiscale anticipate (pe termen mediu) și al normalizării politicii monetare. Astfel, *gap*-ul PIB este evaluat a

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

⁹¹ Proporția tinerilor cu vârsta cuprinsă între 16 ani și 25 de ani, care nu au loc de muncă, nu urmează o formă de învățământ și nu participă la activități de formare profesională, a înregistrat printre cele mai ridicate valori din perspectivă europeană.

⁹² Totuși, *Raportul* din 2022 cu privire la Indicele economiei și societății digitale (DESI) încă plasează România pe ultima poziție în cadrul UE, cu un nivel peste medie doar în sectorul Conectivitate. Conform studiului, în ansamblu s-au înregistrat progrese, însă trenează competențele digitale, IMM și rețelele 5G.

se resorbi complet până la finalul anului 2023, similar proiecției din runda anterioară, iar apoi a se adânci până la o valoare mai pronunțat negativă (-1,5 la sută) la orizontul prognozei (trimestrul III 2024)⁹³.

Față de *Raportul* anterior, revizuirea în sus a deviației PIB din trimestrul II 2022 reflectă în principal evoluția peste așteptări a economiei din această perioadă. Ulterior, panta descendentă a indicatorului are un caracter mai pronunțat față de cel prevăzut anterior. Pe termen scurt, reconfigurarea este indusă de încetinirea anticipată mai puternică a economiei (dinamica PIB real fiind, pe ansamblul semestrului al doilea al anului curent, ajustată în jos). Pe termen mediu, revizuirea pantei deviației PIB reflectă, pe de o parte, contribuția deteriorată din partea cererii externe, iar pe de altă parte, efectele reevaluate ale politicii monetare și, respectiv, ale celei fiscale, al căror caracter cumulat este proiectat la valori relativ mai restrictive în a doua parte a intervalului de prognoză.

Componentele cererii agregate

Pe fondul erodării puterii de cumpărare a populației și al amplificării incertitudinii, ritmul mediu anual de creștere a consumului final (antrenat de cel individual al gospodăriilor populației⁹⁴) este anticipat, pentru anul curent, în decelerare, reflectând inclusiv evoluțiile pieței muncii. Dinamica survine în pofida măsurilor de susținere a veniturilor disponibile reale ale populației, implementate de autorități, respectiv plafonarea prețurilor energiei electrice și gazelor naturale în conformitate cu OUG nr. 27/2022, și a măsurilor sociale ce vizează unele categorii de populație cu venituri reduse, dar, în același timp, și cu o înclinație mai ridicată pentru consum⁹⁵. Pentru anul următor, se anticipează o decelerare substanțială a consumului final, indusă de cea a consumului individual al gospodăriilor populației. Acesta din urmă este de așteptat a fi grevat atât de deteriorarea suplimentară a venitului disponibil real al populației, cât și de incertitudinea ridicată privind implicațiile prelungirii războiului (printre care extinderea sancțiunilor și persistența blocajelor în lanțurile globale de producție și aprovizionare).

Formarea brută de capital fix este proiectată a evolua cu ritmuri medii anuale robuste pe întregul interval de prognoză, în principal sub rezerva continuării atragerii de fonduri europene din surse multiple. Perspectivele sunt totuși afectate de incertitudinea cu privire la desfășurarea războiului din Ucraina și persistența sincopelor în lanțurile globale de valoare adăugată, agravate de continuarea probabilă a politicii „zero-COVID” din China. Aceste blocaje ar putea genera în continuare dificultăți în desfășurarea activității la nivelul unor sectoare, precum cel al construcțiilor, prin intermediul majorării prețurilor materiilor prime. Totodată, efecte adverse ce ar

⁹³ Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este imprimată de cele ale consumului final și ale FBCF, în timp ce exporturile nete exercită o ușoară contribuție negativă (componentele fiind corelate cu perspectivele cererii interne și, respectiv, ale celei externe efective).

⁹⁴ Consumul individual al gospodăriilor populației a înregistrat o creștere însemnată în prima jumătate a anului curent, evoluție ce imprimă astfel o ușoară amplificare dinamicii medii anuale prognozate pentru anul 2022.

⁹⁵ Printre măsurile adoptate pe parcursul anului curent, se numără: (i) acordarea, începând cu luna iulie până la finele anului 2022, o dată la două luni a unor tichete sociale persoanelor cu venituri reduse; (ii) acordarea unei indemnizații *one-off* în luna iulie 2022 persoanelor având pensia mai mică sau egală cu 2 000 lei; (iii) reducere parțial compensată de către stat a prețurilor carburanților, pentru o perioadă de trei luni (iunie-septembrie), ulterior prelungită cu încă trei luni (octombrie-decembrie).

putea conduce în perspectivă la erodarea investițiilor ar putea proveni din partea unei deteriorări a activității din industrie, inclusiv ca urmare a intensificării crizei energetice. Evoluția componentei pe parcursul intervalului de proiecție este strâns legată de încrederea mediului investițional și de conduita autorităților în privința îndeplinirii obiectivelor asumate în cadrul instrumentului de finanțare „Next Generation EU”.

În perspectivă, contribuția exporturilor nete la creșterea PIB este negativă, însă relativ redusă, reflectând ritmuri medii anuale apropiate ale exporturilor și, respectiv, ale importurilor. În contextul incertitudinii ridicate cu privire la desfășurarea războiului din Ucraina, fluxurile comerciale sunt anticipate a fi afectate de funcționarea cu o anumită dificultate a lanțurilor internaționale de valoare adăugată. Totodată, efectele de durată ale reducerii semnificative a furnizării de gaze naturale de către Rusia ar putea fi reflectate de o manieră indirectă, prin intermediul canalului comercial, în pofida unor ponderi relativ reduse ale importurilor/exporturilor directe din/către Rusia și Ucraina.

Exporturile de bunuri și servicii sunt proiectate a fi afectate atât pe parcursul anului curent, cât și al celui următor, de creșterile prețurilor materiilor prime și ale energiei (ce s-ar putea materializa în ajustări ulterioare ale producției în ramuri energo intensive) și de contracția cererii partenerilor externi. Ulterior, componenta beneficiază de perspectivele privind redresarea treptată a cererii externe. Un alt factor ce imprimă efecte restrictive asupra competitivității este cursul de schimb real efectiv, anticipat a rămâne supraevaluat. În schimb, un aport favorabil la creșterea productivității firmelor exportatoare ar trebui să revină atragerii și utilizării fondurilor europene (de exemplu, programul „Next Generation EU”). Importurile de bunuri și servicii sunt anticipate a înregistra un ritm anual consistent în 2022 și în decelerare ulterior, reflectând evoluțiile componentelor cererii interne și efectele de antrenare din partea exporturilor.

În condițiile deteriorării semnificative a balanței bunurilor, deficitul contului curent este proiectat a se deschide suplimentar⁹⁶ în 2022. Totodată, în contextul prelungirii crizei energetice, sunt imprimate influențe adverse asupra prețurilor bunurilor din import. Mai mult, declinul cererii externe constituie un factor adițional ce contribuie la amplificarea deficitului. Pe termen mediu, dezechilibrul extern este prognozat a se înscrie pe o traiectorie descendentă, în condițiile procesului anticipat de reducere a deficitului bugetar, dar și ale redresării graduale a cererii externe, sub ipoteza detensionării treptate a blocajelor în lanțurile globale de valoare adăugată.

Deficitul de cont curent se prefigurează a rămâne doar parțial finanțat prin fluxuri stabile, non-generatoare de datorie externă, pe întregul interval al proiecției. Prognoza reflectă inclusiv așteptările cu privire la încetinirea economică. Pe termen mediu, volumul intrărilor de investiții străine directe este anticipat a resimți, într-o anumită măsură, efectele adverse persistente asociate crizei energetice. În schimb, perspective favorabile sunt asociate transferurilor de capital, pe fondul suprapunerii atragerii de fonduri europene din surse multiple: cadrele financiare multianuale

⁹⁶ În anul 2021, ponderea deficitului de cont curent în PIB a crescut până la 7,3 la sută (față de 4,9 la sută în 2020).

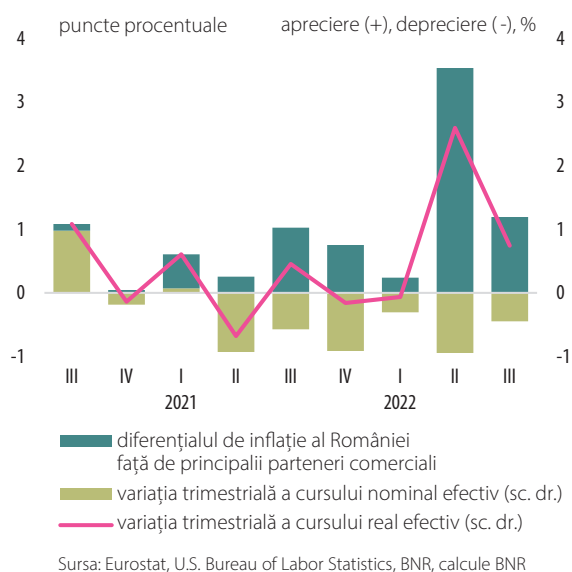
(2014-2020 și 2021-2027) și, respectiv, programul „Next Generation EU”, dar având în vedere și apropierea de finalizare a exercițiului multianual 2014-2020.

Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul cumulat, conform mecanismului de transmisie, 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 efectiv⁹⁷ al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici.

Scenariul de bază al prognozei prevede, într-o manieră similară rundei anterioare, reducerea graduală a caracterului stimulat al condițiilor monetare reale în sens larg pe parcursul anului curent și la începutul celui următor, în contextul continuării procesului de normalizare a conduitei politicii monetare. Ulterior, până la orizontul prognozei, condițiile monetare reale în sens larg se vor plasa la valori restrictive, contribuind la reducerea ratei inflației prin canalul cererii agregate din economie.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



În structura condițiilor monetare reale în sens larg, ratele reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și la depozitele noi la termen sunt anticipate a avea un impact cumulat stimulat, indus preponderent de majorarea așteptărilor privind inflația ale agenților economici. Pe termen mediu, însă, impactul se va eroda treptat până la valori neutre la începutul anului 2024 și restrictive ulterior. Această dinamică va avea loc în contextul în care deciziile de politică monetară se vor reflecta în traiectoriile ratelor nominale ale dobânzilor, conducând la corecția graduală a anticipațiilor de inflație. Cursul de schimb real efectiv (Grafic 4.9) este preconizat a exercita, prin intermediul canalului exporturilor nete, o contribuție restrictivă până la orizontul prognozei, în contextul aprecierii în termeni reali a monedei naționale, asociată efectului dominant al poziționării ratei interne a inflației peste cea a partenerilor comerciali.

Efectul de avuție și de bilanț este evaluat a-și disipa treptat caracterul stimulat pe parcursul următoarelor trimestre, devenind restrictiv începând cu a doua jumătate a anului 2023. În structură, dinamica acestuia va fi determinată de reconfigurarea semnificativă în sus a ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni), pe fondul procesului de normalizare a politicii monetare a BCE, preconizat a conduce la reducerea anticipațiilor de inflație din zona euro. Prima de risc suveran exercită un impact restrictiv, poziționarea indicatorului reflectând, pe de o parte, aversiunea la risc a investitorilor față de plasamentele în active financiare ale țărilor aflate în

⁹⁷ 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.

proximitatea geografică a războiului din Ucraina, iar pe de altă parte, cu precădere în cazul României, vulnerabilitățile persistente asociate deficitelor bugetare și de cont curent. Aportul dinamicii deviației cursului de schimb real efectiv al leului asupra efectului de avuție și de bilanț este cvasineutru.

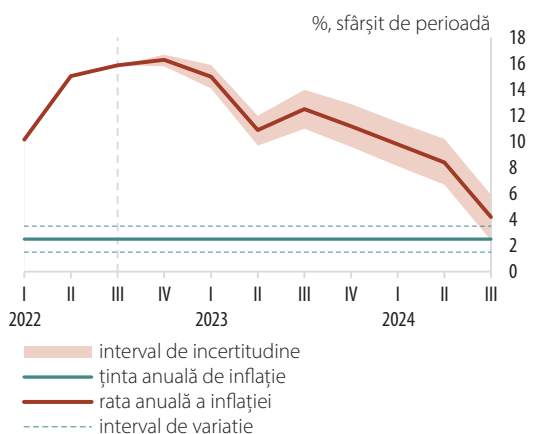
Deciziile Consiliului de administrație al BNR urmăresc ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, precum și stimularea economisirii prin creșterea ratelor dobânzilor bancare, în vederea readucerii durabile a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

4.4. Riscuri asociate proiecției

Pe termen scurt, în contextul prevalenței șocurilor de ofertă, balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației continuă să fie înclinată în sensul unor

abateri în sus de la valorile proiectate în scenariul de bază. Pe termen mediu însă, balanța s-ar putea reconfigura, devenind relativ echilibrată (Grafic 4.10).

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



În actuala conjunctură, evoluția viitoare a războiului din Ucraina, cu numeroase implicații adverse inclusiv în plan economic, rămâne principala sursă de riscuri și, mai ales, de incertitudini la adresa proiecției macroeconomice. În contextul crizei energetice, al tensiunilor militare și de ordin geopolitic, s-au materializat deja puseuri de creștere a prețurilor pe piețele materiilor prime, în special cele energetice și agroalimentare (în cazul acestora din urmă contribuind și seceta înregistrată la nivel internațional). Șocul inflaționist ar putea fi însă amplificat de o transmisie mai rapidă și mai ridicată a creșterii costurilor de producție și transport în prețurile practicate de operatorii economici, cu impact advers asupra dinamicii inflației de bază.

Astfel de evoluții ar putea fi asociate inclusiv exacerbării crizei energetice odată cu venirea sezonului rece. Condițiile meteorologice ar putea avea efecte adverse nu doar asupra nivelului consumului, ci și asupra potențialului de producție energetică din surse regenerabile⁹⁸. Pentru a contrabalansa efectele adverse ale majorării prețurilor materiilor prime, autoritățile au anunțat, ulterior aprobării *Raportului asupra inflației*, implementarea, începând cu 1 ianuarie 2023, a unei noi scheme de sprijin a consumatorilor de energie. Continuarea aplicării și în viitor a unei scheme de plafonare a acestor categorii de prețuri induce un risc descendent semnificativ la adresa traiectoriei viitoare a ratei inflației comparativ cu cea din scenariul de bază

⁹⁸ De exemplu, capacitatea hidroenergetică ar putea fi afectată de un an modest din punct de vedere pluviometric, în timp ce perioadele prelungite de vânt slab ar putea aduce prejudicii generării de energie eoliană.

(un quantum estimat, preliminar, la circa 4,1 puncte procentuale pentru finalul anului 2023). În același timp, însă, prelungirea pe perioade lungi a unor măsuri de plafonare generalizată a prețurilor, în dauna unora adresate explicit clienților casnici vulnerabili, ar putea genera o serie de sincope în funcționarea eficientă a piețelor, nefiind exclus ca una dintre consecințe să fie tocmai o insuficiență pe termen mediu a ofertei de resurse energetice, implicit presiuni persistente asupra prețurilor acestor produse.

În același timp, riscuri majore provin și din partea evoluției viitoare a cotațiilor petrolului dat fiind și gradul ridicat de volatilitate din ultimii ani, marcat de suișuri și coborâșuri ale prețurilor țițeiului. Presiuni inflaționiste sunt asociate unor factori de ofertă, în contextul deciziilor recente ale OPEC+ de a reduce producția. Noi puseuri ale cotațiilor s-ar putea materializa pe fondul escaladării unor tensiuni geopolitice.

Pe lângă costurile de producție și de transport mai mari induse de criza energetică, prețurile bunurilor finale pot fi influențate inclusiv de disponibilitatea redusă a anumitor resurse în contextul blocajelor în lanțurile globale de valoare adăugată. Deși recent în ușoară detensionare, acestea ar putea fi reamplificate de o eventuală prelungire a războiului ori de o permanentizare a fragmentării în plan geopolitic. Sincope persistente în lanțurile de producție și distribuție ar putea fi asociate și implicațiilor politicii „zero-COVID” din China, dat fiind gradul ridicat de integrare a economiei chineze în comerțul internațional.

În cazul bunurilor agroalimentare, riscuri specifice se referă la exacerbarea creșterii prețurilor îngrășămintelor, dar și la influențe adverse asociate condițiilor meteorologice. Incertitudini ridicate decurg din efectele secetei cu accente globale. În plus, sunt relevante și riscurile asociate unei posibile extinderi a focarelor de pestă porcină de origine africană, îndeosebi pe plan intern.

Aceste presiuni inflaționiste generalizate conduc la erodarea puterii de cumpărare. În acest context, un factor de risc care își menține relevanța se referă la coordonatele viitoare ale pieței muncii, îndeosebi în contextul unei tendințe de tensionare în anumite sectoare de activitate. În actuala conjunctură, nu sunt excluse presiuni inflaționiste adiționale având ca proveniență dinamici salariale mai alerte față de cele presupuse în scenariul de bază. O astfel de evoluție ar putea fi, de asemenea, asociată amplificării discrepanței dintre cererea și oferta de forță de muncă, îndeosebi în domenii care privesc tranziția către o economie verde și digitală.

Prelungirea războiului și a crizei energetice ar putea avea efecte mai ample în cazul economiilor având un grad ridicat de dependență de produse energetice din Rusia, nefiind excluse raționalizări ale consumului de astfel de bunuri. Deși instalarea stagflației apare ca fiind extrem de probabilă în rândul principalilor parteneri comerciali ai României, nu este exclus debutul unui ciclu de corecție mai semnificativă a activității economice de la nivel global, generând presiuni dezinflaționiste inclusiv pe plan intern pe termen mediu.

Comprimarea suplimentară a dinamicii PIB real pe plan global ar putea avea drept cauză și sincronizarea imperfectă a politicilor monetare. În acest sens, în situația

continuării normalizării în ritm susținut a politicii monetare din SUA și a unei deteriorări substanțiale a încrederii, nu este exclusă posibilitatea unor ieșiri ample de capitaluri din economiile emergente, conducând la agravarea evoluțiilor pe piețele financiare.

Tabloul economic este așadar dominat de perspectivele decelerării activității economice, în tandem cu presiuni inflaționiste persistente. Pe acest fundal, conduita politicii fiscale și a celei de venituri pe plan intern rămâne o sursă importantă de incertitudini, amplificate de calendarul electoral încărcat din anul 2024. Nu sunt excluse noi pachete de sprijin economic sau prelungirea celor existente, însă oricare din acestea se plasează în divergență cu nevoia realizării unei consolidări fiscale de durată. Pe termen mediu, în eventualitatea prevalenței măsurilor expansioniste, care să conducă inclusiv la neîncadrarea în termenul limită stabilit pentru corecția deficitului bugetar (anul 2024), riscuri sunt asociate posibilității de finanțare a cheltuielilor suplimentare în condiții rezonabile de cost.

Astfel de riscuri ar putea fi atenuate parțial de implementarea fără sincope a investițiilor și reformelor aferente programelor finanțate din fondurile europene, în special „Next Generation EU”. Acestea sunt de natură să faciliteze tranziția energetică și cea digitală impulsionând capitalul productiv din economie. Totodată, ar facilita procesul de consolidare fiscală, asigurând finanțare în condiții de cost mult mai avantajoase față de cele prevalente pe piețele financiare și ar stimula investițiile străine directe. În ciuda acestor oportunități, există riscuri cu privire la finalizarea cu succes a acestor programe ținând cont, pe de o parte, de performanța modestă a României în atragerea de fonduri europene, iar pe de altă parte, de criteriile privind îndeplinirea unor ținte și jaloane stricte în cadrul programului „Next Generation EU”, suprapuse unei conjuncturi economice dificile.

Abrevieri

AMIGO	Ancheta Forței de Muncă în Gospodării
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
FBCF	formarea brută de capital fix
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IRCC	indicele de referință pentru creditele consumatorilor
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MF	Ministerul Finanțelor
OCDE	Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
PNRR	Planul Național de Redresare și Reziliență
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TFP	productivitatea totală a factorilor de producție
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

Lista tabelelor din text

Caseta 1

Tabel A	Utilizarea bunurilor după industria de proveniență	21
---------	--	----

Caseta 2

Tabel A	Selecție a parametrilor utilizați în model	42
Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	58
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	60
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	64
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației IPC și CORE2 ajustat în scenariul de bază	67
Tabel 4.3	Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC	69

Lista graficelor din text

	Prognoza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	15
Grafic 1.2	Cotația țiteiului și prețul combustibililor	16
Grafic 1.3	Cotații și prețuri de consum pentru energie electrică și gaze naturale	16
Grafic 1.4	Componentele inflației de bază CORE2 ajustat	17
Grafic 1.5	Evoluția prețurilor principalelor componente ale inflației de bază CORE2 ajustat	18
Grafic 1.6	Anticipații privind evoluția prețurilor	18
Grafic 1.7	IAPC mediu anual în UE – sep. 2022	19
Caseta 1		
Figura A	Bunuri din economie: proveniență și destinații	20
Grafic A	Dependența directă de importuri	22
Grafic B	Dependența indirectă de importuri (2018)	23
Grafic C	Prețurile interne și de import pentru unele bunuri de consum	24
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	26
Grafic 2.2	Cererea de consum a populației și surse de finanțare	27
Grafic 2.3	Investiții exclusiv construcții	29
Grafic 2.4	Construcții	29
Grafic 2.5	Comerț exterior	30
Grafic 2.6	Contribuții la adâncirea deficitului comercial	30
Grafic 2.7	Contul curent	31
Grafic 2.8	Productivitatea muncii în economie	31

Grafic 2.9	Funcționarea lanțurilor internaționale de producție	32
Grafic 2.10	Gradul de tensionare/relaxare a pieței muncii	33
Grafic 2.11	Efectivul salariaților din economie	33
Grafic 2.12	Contribuția factorilor determinanți la dinamica salariului mediu brut pe economie	34
Grafic 2.13	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	35
Grafic 2.14	Prețurile producției industriale pentru piața internă	36
Grafic 2.15	Prețurile producției agricole	37
Grafic 2.16	Costurile unitare cu forța de muncă	38
Caseta 2		
Grafic A	Legăturile dintre agenții din economie în cadrul modelului	39
Grafic B	Șocul energetic	44
Grafic C	Contagiunea sectorială – rata inflației	45
Grafic D	Transmisia șocului energetic la nivelul prețurilor de producție	46
Grafic E	Transmisia șocului energetic – sectoare relevante pentru IPC	47
Grafic F	Efecte ale câștigurilor de productivitate la nivel sectorial	47
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	49
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	55
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	55
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	56
Grafic 3.5	Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare	57
Grafic 3.6	Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației	57
Grafic 3.7	Cursul de schimb nominal	58
Grafic 3.8	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	59
Grafic 3.9	Principalele componente ale masei monetare	60
Grafic 3.10	Creditul acordat sectorului privat pe monede	61
Grafic 3.11	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	62
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	65
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat	66
Grafic 4.3	Inflația anuală IPC și a prețurilor bunurilor energetice	68
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	68
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate	68
Grafic 4.6	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC	69
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	70
Grafic 4.8	Deviația PIB	72
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	75
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	76

