

BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației mai 2023

Anul XIX, nr. 72

Raport asupra inflației

Mai 2023

NOTE

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

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

Toate drepturile rezervate.

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune online)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Cuvânt înainte

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

Pe lângă analiza celor mai recente evoluții economice, monetare și financiare și explicarea rațiunilor și manierei de implementare a politicii monetare în perioada precedentă, *Raportul* prezintă proiecția trimestrială a Băncii Naționale a României privind evoluția inflației pe un orizont de opt trimestre – inclusiv incertitudinile și riscurile asociate acesteia – și evaluează contextul macroeconomic recent și viitor din perspectivă 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 10 mai 2023, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 4 mai 2023.

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. Flexibilitatea prețurilor produselor alimentare în contextul șocurilor de ofertă din anul 2022	17
2. Evoluții ale activității economice	23
<hr/>	
1. Cererea și oferta	23
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	30
2.1. Prețurile de import	30
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	32
3. Politica monetară și evoluții financiare	35
<hr/>	
1. Politica monetară	35
2. Piețe financiare și evoluții monetare	39
2.1. Ratele dobânzilor	40
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	43
2.3. Moneda și creditul	45
4. Perspectivele inflației	48
<hr/>	
Scenariul de bază	48
4.1. Ipoteze externe	48
4.2. Perspectivele inflației	50
4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	55
Caseta 2. Impactul cursului de schimb real efectiv asupra exporturilor din industria prelucrătoare: o evaluare microeconomică	60
4.4. Riscuri asociate proiecției	66
Abrevieri	69
Lista tabelor din text	70
Lista graficelor din text	70

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

După ce a atins nivelul maxim al acestui ciclu inflaționist în noiembrie 2022, rata anuală a inflației IPC s-a înscris pe o traiectorie descendentă, coborând până la 14,53 la sută în luna martie, cu 2,23 puncte procentuale sub valoarea maximă și, respectiv, cu 1,84 puncte procentuale mai jos față de luna decembrie 2022. În luna martie, indicatorul a depășit cu 0,4 puncte procentuale proiecția din precedentul *Raport asupra inflației*, în special ca urmare a evoluțiilor înregistrate în cazul grupei LFO și pe segmentul energie electrică-gaze naturale. Cu toate acestea, parcursul de ansamblu al ratei anuale a inflației IPC din intervalul analizat a fost unul favorabil, într-un context caracterizat de detensionarea piețelor materiilor prime. În acest sens, s-a remarcat în special aportul în diminuare din partea inflației combustibililor, marcată de importante efecte de bază, însă accente favorabile s-au resimțit spre finele trimestrului și din partea inflației CORE2 ajustat, indicator care a coborât în luna martie la 14,6 la sută de la un vârf de 15,1 la sută atins în februarie. Un impact dezinflaționist important a revenit și evoluției prețurilor la energia electrică, ca urmare a extinderii sferei de aplicare a schemei de sprijin pentru plata facturilor începând cu 1 ianuarie 2023. Rata medie anuală a inflației, indicator cu un grad inerent mai ridicat de persistență, și-a continuat traiectoria ascendentă și în trimestrul I, atingând în luna martie 15,3 la sută în cazul indicelui determinat conform metodologiei naționale și 13,2 la sută pentru cel calculat conform structurii armonizate (+1,5 puncte procentuale și, respectiv, +1,2 puncte procentuale față de sfârșitul anului 2022). Astfel, ecartul față de media UE s-a majorat la 3,3 puncte procentuale, însă rata inflației din România se plasează sub nivelul înregistrat de majoritatea statelor din regiune (Bulgaria, Polonia, Cehia, Slovacia, Ungaria, Letonia, Lituania și Estonia).

În primele trei luni ale anului, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a etalat un parcurs marcat de atingerea unui punct de inflexiune. Astfel, indicatorul și-a continuat ascensiunea în lunile ianuarie și februarie, în timp ce în luna martie, inclusiv ca efect al dinamicii alerte din urmă cu un an, acesta și-a inversat tendința ascendentă, pentru prima oară după aproape doi ani. Evoluții favorabile s-au consemnat în special pe segmentul alimentar, pe fondul corecției principalelor cotații ale materiilor prime (grâu, floarea-soarelui, porumb). În schimb, presiunile asupra costurilor salariale ale companiilor s-au amplificat, atât ca urmare a creșterii salariului minim, cât și a acceptării din partea firmelor a revendicărilor salariale survenite în urma unei perioade lungi cu inflație ridicată. Și în cazul altor categorii de costuri, presiunile au rămas ridicate și relativ persistente, inclusiv ca urmare a caracteristicilor lanțurilor de valoare adăugată, în timp ce o nouă amplificare a excedentului de cerere agregată din economie a facilitat transmisia acestora în prețurile finale. În schimb, traiectoria descendentă a anticipațiilor privind inflația, atât cele ale operatorilor economici, cât și cele formulate de analiștii bancari, a continuat să atenueze impactul șocurilor adverse de ofertă asupra dinamicii prețurilor finale ale bunurilor de consum.

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă a înregistrat o nouă majorare în trimestrul IV 2022, atingând 9 la sută (+0,7 puncte procentuale față de trimestrul anterior), pe fondul creșterii robuste a remunerării pe salariat (13,9 la sută), la valori sensibil superioare productivității muncii (4,5 la sută). În industrie, rata anuală a costurilor salariale unitare a consemnat o accelerare semnificativă, urcând până la 22,7 la sută în perioada octombrie 2022 – februarie 2023 (față de 15,8 la sută în trimestrul III 2022). Aceste dinamici reflectă comportamentul companiilor de a menține, pe cât posibil, schemele de personal, până la dispariția impactului șocului energetic și până la redinamizarea cererii externe. Ritmuri extrem de alerte ale ULC s-au menținut în ramuri energointensive, în timp ce dinamici mai moderate (până la 10 la sută) s-au observat în industria mașinilor și echipamentelor, în sectorul auto, în fabricarea produselor electronice, în industria de încălțăminte și pielărie, precum și în industria farmaceutică.

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

În ședința din 9 februarie 2023, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută pe an. Ratele dobânzilor facilităților permanente au fost, de asemenea, menținute la 6,00 la sută pe an în cazul celei de depozit și la 8,00 la sută pe an în cazul celei de creditare. Rata anuală a inflației a scăzut la 16,37 la sută în decembrie 2022, de la 16,76 la sută în noiembrie, rămânând doar marginal deasupra nivelului prognozat, în principal ca efect al ieftinirii combustibililor, pe fondul descreșterii cotației petrolului și al aprecierii leului în raport cu dolarul SUA. În consecință, în trimestrul IV 2022, rata anuală a inflației a ajuns pe un platou, așa cum s-a anticipat, înregistrând pe ansamblul intervalului o creștere mult mai modestă față de trimestrele precedente, în condițiile accentuării impactului dezinflaționist al dinamicii agregate a componentelor exogene ale IPC, sub influența scăderii considerabile a prețului combustibililor. La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a reaccelerat ușor creșterea în ultimele luni ale anului trecut, contrar previziunilor, mărindu-se de la 11,9 la sută în septembrie la 14,6 la sută în decembrie 2022, pe fondul continuării scumpirii alimentelor procesate, dar și al creșterilor cvasigeneralizate de prețuri consemnate pe segmentul mărfurilor nealimentare și pe cel al serviciilor. Evoluția inflației CORE2 ajustat continua să reflecte efectele majorărilor ample ale cotațiilor materiilor prime agroalimentare și ale costurilor cu energia și transportul, alături de influențele blocajelor în lanțurile de producție. Acestea au fost potențate și de cotele înalte ale așteptărilor inflaționiste pe termen scurt și de reziliența cererii 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 descreșterii semnificativ mai alerte a ratei anuale a inflației până la mijlocul anului viitor decât s-a anticipat anterior, îndeosebi din trimestrul III 2023, în condițiile prelungirii schemelor de plafonare și compensare a prețurilor la energie până la 31 martie 2025 și ale redefinirii caracteristicilor acestora începând cu 1 ianuarie 2023.

Războiul din Ucraina și sancțiunile asociate continuau să genereze incertitudini semnificative și să inducă riscuri la adresa perspectivei activității economice, implicit

a evoluției pe termen mediu a inflației, în principal prin efectele exercitate asupra încrederii populației și investitorilor, precum și asupra veniturilor acestora, dar și prin afectarea economiilor principalilor parteneri comerciali și a percepției de risc asupra economiilor din regiune, cu impact asupra costurilor de finanțare. Totodată, riscuri proveneau și din partea absorbției fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, care este condiționată de îndeplinirea unor ținte și jaloane stricte în implementarea proiectelor. Aceasta este însă esențială pentru realizarea reformelor structurale necesare, inclusiv a tranziției energetice, dar și pentru contrabalansarea, cel puțin parțială, a impactului contracționist al șocurilor pe partea ofertei, amplificate de războiul din Ucraina și de înapșirea condițiilor economice și financiare pe plan internațional. Conduita politicii fiscale pe parcursul anului 2023, configurată în vederea continuării consolidării bugetare (în contextul procedurii de deficit excesiv), deciziile de politică monetară ale Fed și BCE, precum și atitudinea băncilor centrale din regiune continuau să rămână factori semnificativi de incertitudini și riscuri.

Ulterior, rata anuală a inflației s-a redus la 15,52 la sută în februarie 2023, relativ în linie cu previziunile. Scăderea a fost determinată în principal de descreșterea amplă a dinamicilor prețurilor combustibililor și energiei electrice, sub influența unor efecte de bază consistente și a modificării începând cu 1 ianuarie 2023 a caracteristicilor schemei de plafonare și compensare a prețurilor la energie. În același timp, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a încetinit ascensiunea ceva mai mult decât s-a anticipat, ajungând la 15,0 la sută în februarie, pe fondul unor efecte de bază dezinflaționiste și al scăderii cotațiilor unor mărfuri, mai cu seamă agroalimentare, precum și în condițiile ajustării descendente a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt. Influențe notabile, însă de sens opus, au continuat să vină, în contextul rezilienței cererii de consum, din transferarea treptată asupra prețurilor de consum a costurilor materiale și salariale crescute, din mărirea marjelor de profit și din scumpirea unor bunuri de consum importate. Activitatea economică a încetinit doar ușor în trimestrul IV 2022, la 1,0 la sută, de la 1,2 la sută în trimestrul anterior (variație trimestrială), depășind astfel din nou previziunile, evoluție ce făcea probabilă mărirea excedentului de cerere agregată și în acest interval, contrar așteptărilor. Față de aceeași perioadă a anului anterior, creșterea economiei a accelerat la 4,6 la sută în trimestrul IV 2022, de la 3,8 la sută în intervalul anterior, cu principala contribuție, pentru al doilea trimestru consecutiv, a formării brute de capital fix, urmată la mică distanță de aportul consumului gospodăriilor populației. Impactul exportului net a rămas contracționist, dar s-a redus semnificativ față de trimestrul III, în condițiile în care scăderea deosebit de amplă înregistrată de dinamica anuală a volumului importurilor a devansat-o pe cea a volumului exporturilor de bunuri și servicii. Pe acest fond, soldul negativ al balanței comerciale și-a redus puternic avansul în termeni anuali, iar cel al deficitului de cont curent a scăzut cu două treimi, până la un minim al ultimilor doi ani, inclusiv ca urmare a ameliorării evoluției soldului balanței veniturilor secundare, pe seama intrărilor de fonduri europene de natura contului curent.

La momentul ședinței Consiliului de administrație al BNR din 4 aprilie 2023, cele mai recente evaluări relevau probabila accelerare a descreșterii în următoarele luni a ratei anuale a inflației în linie cu cea mai recentă prognoză pe termen mediu (februarie 2023), sub influența unor efecte de bază consistente și a corecțiilor descendente ale

cotațiilor unor mărfuri, precum și pe fondul modificării caracteristicilor schemelor de plafonare și compensare a prețurilor la energie. Factorii de risc și incertitudine identificați anterior rămâneau relevanți.

Pe baza evaluărilor și a datelor disponibile în acel moment, precum și în condițiile incertitudinilor foarte ridicate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută pe an. Ratele dobânzilor facilităților permanente au fost de asemenea menținute la 6,00 la sută pe an în cazul celei de depozit și la 8,00 la sută pe an în cazul celei de creditare. 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

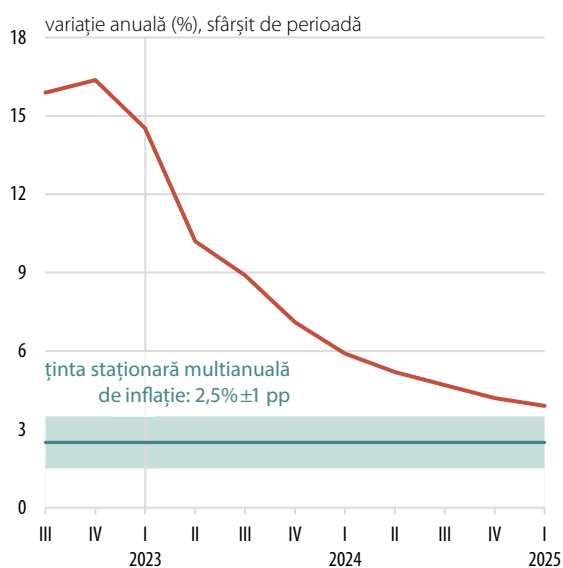
După publicarea *Raportului asupra inflației* din luna februarie 2023, contextul macroeconomic global a resimțit o serie de evoluții favorabile: cotațiile principalelor materii prime s-au ajustat descendent, în unele cazuri până la valori inferioare celor

prevalente în urmă cu un an, lanțurile de valoare adăugată au continuat să își reconsolideze eficiența, inclusiv ca urmare a revenirii activității economice din China, în timp ce încrederea consumatorilor și cea a companiilor au cunoscut progrese notabile. Astfel, presiunile inflaționiste au continuat să se dezamorseze, în timp ce activitatea economică, în special cea de la nivel european, a manifestat o reziliență sporită, inclusiv în raport cu așteptările. Totuși, situația de ansamblu rămâne fragilă și marcată de numeroase incertitudini. Astfel, condițiile financiare s-au înăspriț, inclusiv ca urmare a continuării normalizării politicilor monetare, iar în perioada recentă aceste evoluții au condus inclusiv la o serie de turbulențe pe piețele financiar-bancare internaționale. De asemenea, deși s-a corectat semnificativ, inflația s-a dovedit a fi mai persistentă decât s-a anticipat, ceea ce face ca evoluția viitoare a variabilei să rămână dominată de multe necunoscute. În fine, riscurile asociate

atât direct, cât și indirect, evoluției războiului din Ucraina s-au menținut ridicate, în condițiile în care, cel puțin până la acest moment, acesta nu pare să își fi diminuat din intensitate. De altfel, din perspectiva proiecției, principalele necunoscute continuă să aibă ca resort dominant evoluțiile geopolitice, cu impact potențial resimțit direct pe piețele materiilor prime, importante surse inflaționiste de natura ofertei. Deși de la precedentul *Raport asupra inflației*, portofoliul riscurilor la adresa scenariului de bază pare să fi sporit numeric și, în același timp, să se fi diversificat, sensul de acțiune al acestor factori nu este unidirecțional.

Scenariul de bază curent pornește de la ipoteza unei persistențe, posibil chiar a unei relative amplificări, a conflictului militar din Ucraina, însoțită de continuarea aplicării

Proгноza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

sancțiunilor economice impuse Rusiei pe tot parcursul intervalului de prognoză. Până la acest moment, introducerea acestor sancțiuni a prilejuit o decuplare amplă și, totodată, ordonată, a țărilor europene de importurile de resurse energetice din Rusia. Aceasta a contribuit, pe de o parte, la detensionarea piețelor *en gros* de energie, iar pe de altă parte, la evitarea unor sincope în planul activității economice, dată fiind diversificarea surselor de aprovizionare cu aceste materii prime.

Și în România, datele statistice oficiale au indicat o reziliență sporită, peste așteptări, a economiei în trimestrul IV 2022. În schimb, evoluțiile cele mai recente, în special cele de la nivel sectorial, par să profileze o încetinire a activității economice în prima jumătate a acestui an. Evaluarea reflectă, pe de o parte, temperarea concomitentă a dinamicii economiilor partenerilor comerciali din Europa, un resort esențial al performanței economiei locale, iar pe de altă parte, efectele propagate, cu impact cumulat constrângător, ale normalizării politicii monetare și, respectiv, pe cele ale continuării procesului de consolidare fiscală. În contextul performanței peste așteptări din trimestrul IV 2022, care a generat importante efecte statistice de tip *carry-over*, dinamica PIB a fost revizuită în sens ascendent pe ansamblul anului 2023, până în apropierea valorii de 3 la sută, quantum care implică, totuși, o decelerare importantă de ritm comparativ cu anul anterior. Reflectând evoluțiile cele mai recente, *gap*-ul pozitiv al PIB a fost, la rândul său, reevaluat la valori mai ridicate, corecția acestuia fiind prevăzută să debuteze încă din trimestrul I 2023 și să fie în cea mai mare parte finalizată spre finele intervalului de prognoză. În schimb, dinamica pe termen mediu a PIB potențial este prevăzută într-o ușoară accelerare, un progres sugerat de ipoteza atragerii unui volum relativ amplu, ca procent în PIB, de fonduri europene din multiple surse – cadrul financiar multianual 2014-2020, cu termen limită de absorbție anul 2023, cadrul financiar 2021-2027, programul „Next Generation EU”.

Ca principal beneficiar al acestor fonduri, dinamica formării brute de capital fix se conturează drept una dintre componentele cu un aport preconizat substanțial pe termen mediu la formarea PIB, după ce în 2022 dinamica anuală a acesteia a depășit-o inclusiv pe cea a consumului populației. Pe lângă fondurile europene, alte surse de finanțare a aportului investițional ar putea fi reprezentate de investițiile străine directe, componentă care deja a înregistrat o dinamică notabilă și pe parcursul anilor 2021 și 2022. Totuși, pentru 2023, contribuția predominantă la creșterea economică va rămâne cea a consumului populației, însă dinamica componentei va consemna o decelerare raportat la evoluția acesteia din anul anterior, date fiind diminuarea persistentă a puterii de cumpărare a venitului disponibil al populației, efectul advers al menținerii la cote încă ridicate a incertitudinii consumatorilor, precum și epuizarea efectului de tip *one-off* asupra cererii de consum al eliminării restricțiilor pandemice din 2022. Raportat la impactul major al acestor determinanți, măsurile stimulative cu caracter temporar adoptate recent de autorități și care sprijină în special puterea de cumpărare a unor categorii de persoane cu venituri reduse vor asigura consumului doar o reziliență temporară.

În plan extern, este probabil ca deficitul de cont curent să fi înregistrat în 2022 valoarea maximă din actualul ciclu economic. În contrast cu evoluțiile adverse din ultimii doi ani, recent, prețurile materiilor prime, în general, și cele ale produselor energetice, în special, au consemnat o serie de corecții descendente, cu potențial

de a tempera semnificativ efectele adverse de preț reflectate în dinamica deficitului comercial. În perspectivă, corecții ale balanței externe deficitare a bunurilor vor fi favorizate inclusiv de reluarea dinamismului economiilor partenerilor din Europa, precum și de disiparea problemelor din lanțurile globale de producție, accentuate anterior de conflictul din Ucraina și de problemele din China. Totuși, corecții mai ample ale deficitului de cont curent, în special pe termen mediu, vor depinde strict de progresul consolidării fiscale, precum și de adresarea cât mai eficientă a problemelor structurale persistente ale economiei românești. Acestea ar putea fi impulsionate semnificativ de volumul consistent al fondurilor europene alocate României, având atât un impact direct (prin sporirea surselor de finanțare a deficitelor externe), cât și unul indirect (prin derularea de programe investiționale țintite și de ajustare structurală, cu efecte favorabile asupra activității economice și, implicit, și în sensul atenuării cuantumului deficitelor fiscale).

După atingerea unui maxim în noiembrie 2022, rata anuală a inflației IPC s-a înscris pe o traiectorie descendentă, anticipată a continua pe tot intervalul proiecției, menținându-se însă la valori superioare intervalului țintei centrale. Pentru finele anului curent se anticipează valoarea de 7,1 la sută, indicatorul urmând să coboare la 4,2 la sută în decembrie 2024 și la 3,9 la sută în martie 2025, orizontul proiecției. Față de cel mai recent *Raport asupra inflației*, pentru sfârșitul anului curent, noua proiecție a fost revizuită marginal în sus, cu +0,1 puncte procentuale, diferențe provenind din dinamica unor componente exogene, în principal la nivelul grupei LFO, la care se adaugă unele de mai mică amploare privind prețurile energiei electrice. Totuși, după doi ani de presiuni extrem de intense asupra prețurilor „energetice”, în 2023 se remarcă o temperare neîntreruptă, pronunțată, a contribuției acestei categorii de produse la dinamica inflației, venind în principal din efecte de bază substanțiale, date fiind scumpirile consemnate în aceeași perioadă a anului trecut, și, într-o anumită măsură, și din extinderea schemei de plafonare și compensare la energia electrică și gazele naturale de la 1 ianuarie 2023. Pe ansamblu, grupa „energie” (combustibili, energie electrică, gaze naturale) va înregistra o contribuție ușor negativă la rata anuală a inflației IPC în decembrie 2023, echivalentul unei corecții de aproximativ 4,5 puncte procentuale a contribuției acesteia la inflația IPC față de finele anului trecut.

În schimb, impactul majorării generalizate a costurilor de producție ale companiilor va continua să fie transmis de o manieră persistentă asupra componentei inflației de bază, fapt înlesnit inclusiv de condițiile de cerere încă deosebit de favorabile. Ca urmare, dinamica anuală a indicelui CORE2 ajustat se va reduce de o manieră doar graduală pe tot intervalul proiecției, până la 9,3 la sută în decembrie 2023, 4,8 la sută în decembrie 2024 și 4,3 la sută în martie 2025. În cazul acestei componente, în acest an, valorile proiectate au fost revizuite în jos față de cele din ultimul *Raport* (-0,5 puncte procentuale în decembrie 2023, în principal din evoluții mai favorabile ale componentei alimentare a indicelui), în timp ce pentru sfârșitul anului 2024, revizuirea este marginal ascendentă (+0,1 puncte procentuale). În dinamică, încă de la finele trimestrului I, rata anuală a inflației de bază se va poziționa peste cea a indicatorului *headline*, ecartul dintre acestea urmând să se majoreze până la un maxim de 3,1 puncte procentuale în trimestrele II și III ale anului curent, iar ulterior să se diminueze până la un minim de 0,4 puncte procentuale în martie 2025. Traiectoria descendentă a indicatorului CORE2 ajustat va fi imprimată de resorbirea graduală a

șocurilor de ofertă, pe măsura detensionării piețelor materiilor prime și a lanțurilor globale, de eliminarea treptată a excedentului de cerere agregată din economie (*gap*-ul PIB), de diminuarea presiunilor din partea prețurilor bunurilor din import, precum și de corecția, ca efect al tuturor determinantilor menționați, a așteptărilor privind inflația până la valori apropiate pe termen mediu de ținta de inflație. Pentru anul curent, analiza a inclus și efectul deciziei voluntare a retailerilor de a reduce prețul la raft al laptelui, măsură cu caracter temporar, de așteptat să rămână în vigoare în intervalul mai-octombrie.

Conduita recentă a politicii monetare a BNR a vizat readucerea durabilă 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, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Ulterior presiunilor inflaționiste extrem de ridicate de pe parcursul ultimilor doi ani, în runda curentă, balanța riscurilor în cazul ratei anuale a inflației este evaluată a rămâne relativ echilibrată. Implicațiile pe multiple planuri, dar în principal cele de natură economică, ale războiului din Ucraina, continuă să rămână principala sursă de riscuri și incertitudini la adresa proiecției macroeconomice. Mult mai recent, s-a conturat și riscul unei escaladări a tensiunilor între China și SUA, inclusiv a celor de natură comercială, precum și cel al unei amplificări a volatilității unui spectru larg de indicatori macroeconomici, ca urmare a tensiunilor de pe piețele financiar-bancare internaționale. Materializarea individuală și, cu atât mai mult, cea combinată, a unor astfel de riscuri ar fi de natură să amâne sau chiar să reverseze progresele în materie de restructurare și eficientizare a lanțurilor de valoare adăugată, putând induce noi puseuri inflaționiste. În paralel, prin efecte de contagiune transmise prin multiple canale (creșterea costurilor de producție ale companiilor, erodarea puterii de cumpărare a populației, amânarea unor proiecte investiționale pe fondul incertitudinii ridicate, griparea fluxurilor comerciale de export și import), efectele adverse ar urma să se răsfrângă inclusiv asupra activității economice, amplificând riscul materializării unui episod de tip *stagflație*. Un asemenea risc ridică probleme din perspectiva calibrării optime a mixului de politici macroeconomice, esențială în vederea realizării corecției absolut necesare și într-o manieră ordonată a dezechilibrelor intern și extern ale României.

Mediul inflaționist, cuplat cu posibilitatea ca nivelul cererii agregate excedentare să persiste pe o perioadă mai lungă de timp comparativ cu scenariul de bază, ar putea motiva creșterea în continuare a marjelor de profit ale companiilor, după doi ani de evoluții similare. Aceasta ar putea conduce, pe de o parte, la o diminuare a ponderii deținute de costurile salariale în totalul costurilor de producție, iar pe de altă parte, la posibile noi puseuri inflaționiste, cu impact direct asupra puterii de cumpărare a populației. 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, menținerea la niveluri reduse, pe termen mediu, a ponderii cheltuielilor salariale în total costuri este nesustenabilă și ar putea ocaziona, în compensare, o accentuare a revendicărilor salariale, cu potențial inflaționist. Efectul ar putea fi amplificat în contextul unui necesar sporit de forță de muncă calificată, indus de ponderea ridicată din următorii ani a fondurilor europene alocate proiectelor inovatoare destinate

digitalizării și economiei verzi (programul „Next Generation EU”). În final, acesta ar putea amplifica gradul de necorelare între cerințele angajatorilor și pregătirea forței de muncă, cu consecințe duble asupra ratei inflației (presiuni ascendente) și, respectiv, a activității economice (presiuni în sensul comprimării acesteia).

Pe plan intern, conduita viitoare a politicii fiscale își menține relevanța ca factor de risc la adresa cadrului macroeconomic. Pe termen scurt, ultimele săptămâni au confirmat existența unor dificultăți în ceea ce privește reducerea deficitului bugetar în linie cu ținta asumată. Deși până la finalizarea *Raportului asupra inflației* s-a conturat un set preliminar de măsuri de ajustare fiscală, rămân dificil de evaluat măsura în care acestea vor fi suficiente pentru a adresa corecția în perspectivă imediată a deficitului bugetar, precum și gradul de optimalitate al acestora din perspectiva echilibrării, pe termen mediu, a finanțelor publice, în condițiile în care majoritatea acestora generează efecte corective în principal pe parcursul acestui an. În plus, având în vedere calendarul electoral extrem de încărcat din anul 2024, nu ar fi exclus ca autoritățile să decidă ulterior suplimentarea măsurilor expansioniste ori, după caz, să prelungească aplicabilitatea unora dintre cele aflate deja în vigoare, ceea ce ar complica efortul de corecție fiscală, conform angajamentelor asumate de autorități în contextul procedurii de deficit excesiv. Într-o astfel de eventualitate, ar putea fi periclitată inclusiv corecția deficitului de cont curent, cu toate consecințele pe care aceasta le-ar avea asupra finanțării într-o manieră ordonată a dezechilibrelor gemene din economie și, respectiv, implicațiile asupra coordonatelor cadrului macroeconomic intern (inflație, creștere economică, primă de risc etc.).

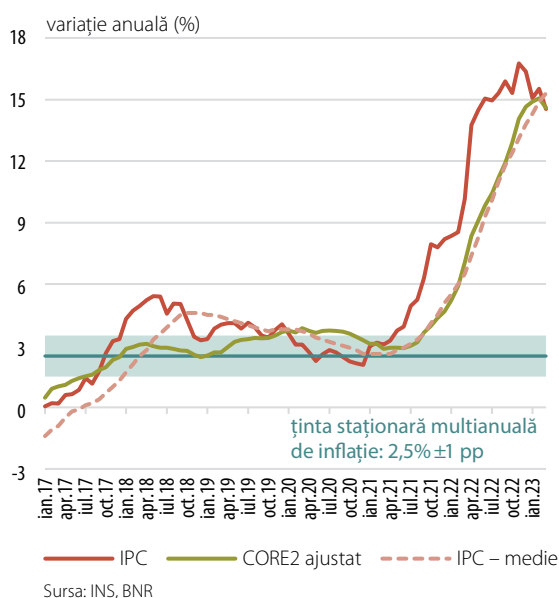
Decizia de politică monetară

Dată fiind perspectiva continuării scăderii ratei anuale a inflației până la finele orizontului prognozei pe o traiectorie aproape similară celei previzionate anterior și având în vedere riscurile și incertitudinile asociate acesteia, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 10 mai 2023 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută. Totodată, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*) la 8 la sută și a ratei dobânzii la facilitatea de depozit la 6 la sută. De asemenea, 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

După ce a atins nivelul maxim al acestui ciclu inflaționist în noiembrie 2022, rata anuală a inflației IPC s-a înscris pe o traiectorie descendentă, într-un context caracterizat de detensionarea piețelor materiilor prime; valoarea de 14,53 la sută consemnată în luna martie 2023 a fost cu 1,84 puncte procentuale inferioară celei înregistrate la finele intervalului anterior. Parcursul dezinflaționist a fost imprimat de grupa bunurilor energetice, atât pe fondul evoluției prețurilor combustibililor, a căror variație anuală a resimțit puternice efecte de bază favorabile, în contextul unui nivel stabil al cotației Brent în perioada curentă, cât și ca urmare a extinderii sferei de aplicare a schemei de sprijin pentru plata facturilor la electricitate începând cu 1 ianuarie 2023. Rata anuală a inflației de bază și-a întrerupt ascensiunea la finele trimestrului I, revenind în luna martie la 14,6 la sută, nivel similar celui înregistrat la sfârșitul anului 2022; determinanții traiectoriei includ diminuarea presiunilor din partea materiilor prime energetice și agroalimentare, dar și ameliorarea anticipațiilor inflaționiste. Pe de altă parte, condițiile de cerere din economie rămân totuși favorabile implementării creșterilor de prețuri (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației

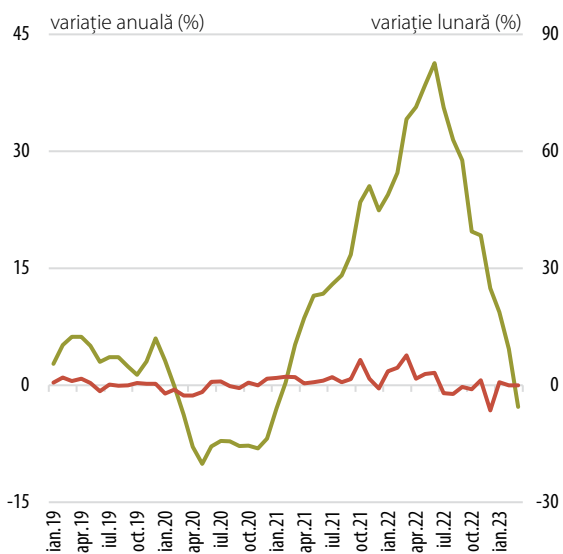


Piața internațională a petrolului a fost caracterizată de un raport echilibrat între cerere și ofertă în cea mai mare parte a trimestrului I 2023, astfel încât cotația Brent s-a menținut relativ stabilă, în intervalul 80-85 dolari SUA/baril (față de o medie de aproape 90 dolari SUA/baril în trimestrul anterior). Un episod de volatilitate a fost înregistrat în ultimele două decade ale lunii martie, turbulențele din sectorul financiar internațional împingând temporar prețul petrolului Brent sub 75 dolari SUA/baril¹. Embargoul UE asupra produselor petroliere rafinate rusești, intrat în vigoare la începutul lunii februarie, nu a avut un impact semnificativ asupra prețurilor interne de profil, semnalând o derulare în parametri adecvați a aprovizionării, datorită diversificării surselor, dar și a stocurilor constituite în a doua parte a anului 2022. În schimb, eliminarea măsurii de compensare cu 50 de bani a litrului de carburant de la 1 ianuarie 2023 a avut un aport în sens inflaționist, parțial compensat

de reducerea accizei la carburanți, începând cu aceeași dată. În același timp, plafonarea prețului pentru lemnele de foc, în vigoare până la sfârșitul lunii martie, a continuat să limiteze efectul presiunilor inflaționiste pe componenta non-carburanți. Dincolo de

¹ La începutul lunii aprilie, OPEC+ a făcut publică intenția de a diminua sensibil producția de petrol începând din mai, iar cotația s-a re poziționat la un nivel de circa 85 dolari SUA/baril.

Grafic 1.2. Prețul combustibililor



Sursa: INS, calcule BNR

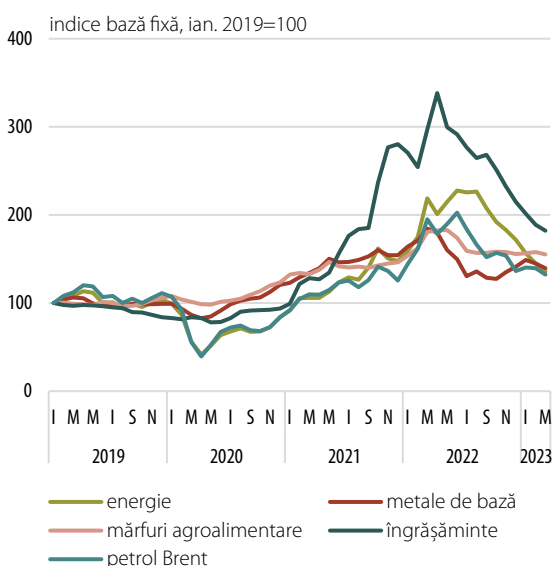
influența factorilor menționați, dinamica anuală a prețurilor combustibililor a fost vizibil marcată de manifestarea unor efecte statistice favorabile, asociate ieșirii din baza de calcul a șocurilor produse de declanșarea războiului din Ucraina, valoarea aferentă lunii martie (-2,8 la sută) plasându-se cu 15,2 puncte procentuale sub cea de la finele anului 2022 (Grafic 1.2).

Tot pe segmentul componentelor energetice, un impact dezinflaționist semnificativ a avut adoptarea unei noi versiuni a schemei de sprijin pentru plata facturilor la electricitate, care introduce un preț plafonat la 1,3 lei/kWh și pentru clienții casnici cu un consum lunar de peste 255 kWh (până la finele anului 2022 aceștia au plătit prețul pieței). Noua prevedere a condus la scăderea tarifului mediu pentru energie electrică plătit de clienții casnici cu circa 16 la sută în ianuarie față de decembrie, ușoare variații lunare în ambele sensuri fiind înregistrate pe acest segment

și în celelalte luni ale trimestrului I 2023, exclusiv ca urmare a migrației consumatorilor între cele trei tranșe de consum.

Traectoria ratei anuale a inflației de bază CORE2 ajustat pare să fi consemnat, de asemenea, un punct de inflexiune pe parcursul trimestrului I 2023, coborând de la 15,1 la sută în februarie la 14,6 la sută în martie, valoare similară celei înregistrate la sfârșitul anului precedent. Piețele celor mai multe materii prime au continuat să se detensioneze, în unele cazuri (grâu, floarea-soarelui, porumb) prețurile ajungând la sau chiar sub nivelurile anterioare izbucnirii războiului din Ucraina (Grafic 1.3). Dincolo de perspectivele favorabile privind recolta pentru anul în curs, piețele internaționale ale

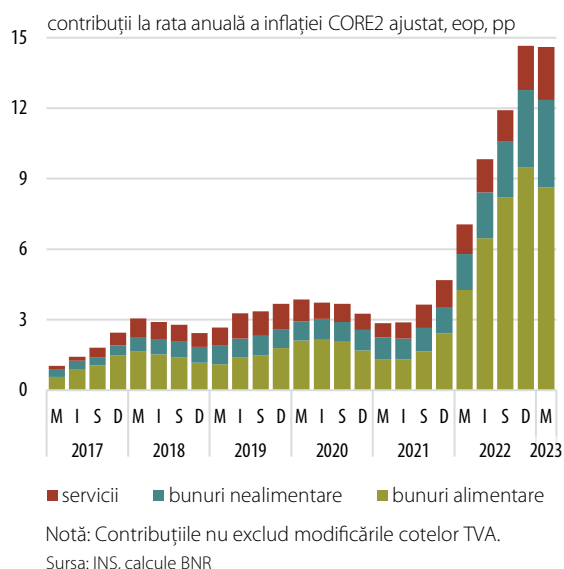
Grafic 1.3. Cotațiile principalelor materii prime



Sursa: Banca Mondială, calcule BNR

produselor agroalimentare au beneficiat și în perioada analizată de fluiditatea fluxurilor comerciale dinspre Ucraina, care a temperat ascensiunea cotațiilor pe acest segment în urma șocurilor de ofertă manifestate recent (criza energetică, seceta, declanșarea conflictului militar). La rândul ei, România a importat, pe ansamblul anului 2022, cantități semnificative de cereale și plante oleaginoase ieftine din Ucraina, însă distorsiunile apărute în piață ca urmare a surplusului de ofertă au impus, mai recent, aducerea în discuție a unor măsuri de protejare a fermierilor din regiune, inclusiv a celor din țara noastră. În sens opus, majorarea salariului minim și pretențiile salariale survenite în urma unei perioade mai lungi cu inflație ridicată alimentează costurile companiilor cu forța de muncă. Totodată, persistența unui excedent de cerere în economie influențează comportamentul operatorilor, aceștia fiind mai înclinați către ajustări ascendente ale prețurilor atunci când apare un pretext justificator.

Grafic 1.4. Componentele inflației de bază CORE2 ajustat



În structura CORE2 ajustat se observă o ușoară reducere (-1,6 puncte procentuale față de luna decembrie) a dinamicii anuale a prețurilor alimentelor procesate (componenta responsabilă pentru ritmul alert al indicatorului în 2022; Caseta 1), la această temperare contribuind preponderent prețul produselor de panificație și cel al uleiului (Grafic 1.4). Deși în decelerare, dinamicile curente ale prețurilor produselor alimentare se mențin totuși la niveluri foarte ridicate din perspectivă istorică (variații lunare peste 1 la sută). În contrast, rata anuală a inflației aferente alimentelor cu prețuri volatile a urcat până la 24,0 la sută în martie, legumele înregistrând scumpiri sensibil mai mari față de media sezonieră în ultimele două luni ale trimestrului I, în condițiile în care producția europeană a fost afectată de oscilațiile ample și frecvente ale temperaturilor în perioada iernii. La diminuarea ofertei în plan regional au contribuit,

de asemenea, cutremurul din Turcia și derularea războiului în regiuni legumicole importante din Ucraina.

Caseta 1. Flexibilitatea prețurilor produselor alimentare în contextul șocurilor de ofertă din anul 2022

Rigiditatea prețurilor și modul în care firmele răspund la diverse șocuri influențează activitatea economică și transmisia politicii monetare. În acest sens, o relaxare/restricționare a condițiilor monetare va stimula/descuraja cererea agregată cu atât mai mult cu cât prețurile vor avea o reacție mai întârziată la noul context; în sens opus, cu cât prețurile sunt mai flexibile, cu atât efectul politicii monetare va fi mai redus. Această analiză își propune să studieze flexibilitatea prețurilor produselor alimentare în contextul turbulențelor de pe piețele materiilor prime consemnate începând cu primăvara anului 2022, în bună măsură asociate conflictului din Ucraina, observând reacția operatorilor economici la creșterea amplă a cotațiilor.

Baza de date

În realizarea acestui demers a fost utilizată o bază de date obținută prin *web scraping*², tehnică tot mai răspândită la nivelul băncilor centrale, a cărei utilizare contribuie la îmbunătățirea acurateții prognozelor de dinamică a prețurilor și facilitează monitorizarea evoluțiilor relevante pentru politica monetară. Prezenta analiză se concentrează asupra prețurilor alimentelor, într-o perioadă dominată de șocuri de ofertă. Astfel, au fost colectate date³ cu frecvență zilnică privind prețurile principalelor categorii de alimente din coșul de consum (carne și produse din

² Proces automatizat de extragere a datelor de pe pagini web, implicând programarea unor algoritmi care accesează website-urile de interes, extrag informații și le transformă într-un format structurat.

³ Sursa datelor o reprezintă un retailer aflat între primii cinci din România după cifra de afaceri.

carne, lapte și produse lactate, sortimente de ulei, pâine și produse de panificație, sortimente de zahăr, legume, fructe), acoperind perioada 1 aprilie 2022 – 31 martie 2023; este vorba despre un total de 4 720 de produse și peste 680 de mii de observații de preț. Datele obținute în acest mod (*scraped*) prezintă o serie de avantaje, precum accesul în timp real la informații privind prețurile, dar și granularitate la nivel de produs, având în vedere gradul ridicat de dezagregare. Monitorizarea evoluției prețurilor la nivel micro face posibilă observarea frecvenței și a amplitudinii de modificare a acestora, cu relevanță în înțelegerea modului în care șocurile nominale se propagă la nivelul sectorului real.

Tabel A. Statistici descriptive privind distribuția variației prețurilor

	Distribuția variației prețurilor (inclusiv mențineri de preț)	Distribuția modificărilor efective de preț
Număr de observații	643 879	20 287
Medie	0,05%	1,51%
Abatere standard	0,030	0,169
Gradul de asimetrie (<i>Skewness</i>)	0,2	-0,2
Gradul de aplatare (<i>Kurtosis</i>)	292,4	9,4
p1	-2,6%	-47,1%
p5	0,0%	-26,2%
p10	0,0%	-16,8%
p25	0,0%	-5,7%
p50	0,0%	2,3%
p75	0,0%	9,7%
p90	0,0%	18,9%
p95	0,0%	26,4%
p99	6,9%	45,7%

Sursa: *web scraping* magazin online, calcule BNR

Tabel B. Frecvența și amplitudinea modificărilor efective de preț (medii)

	Total produse alimentare	Alimente procesate
	procente	
Frecvența modificărilor de preț	7,49	6,95
Frecvența creșterilor de preț	4,49	4,28
Frecvența scăderilor de preț	3,00	2,67
Dimensiunea creșterilor de preț	10,97	9,52
Dimensiunea scăderilor de preț	-12,72	-10,63

Sursa: *web scraping* magazin online, calcule BNR

Frecvența ridicată a datelor *scraped* conduce însă la un număr mare de observații-lipsă (*missing prices*), de cele mai multe ori pentru că bunurile respective nu se mai regăsesc pentru o anumită perioadă de timp în stoc. Din acest motiv, în prezenta analiză, variațiile de preț (inclusiv mențineri de preț) au fost calculate doar în situațiile în care existau înregistrări în zile consecutive, neoptându-se pentru calcularea variației în raport cu prețul observat înaintea apariției unei discontinuități în seria de date.

Raportând numărul modificărilor efective de preț la numărul total de observații rezultă o frecvență zilnică de modificare a prețurilor de 3,2 la sută. Altfel spus, în aproape 97 la sută din cazuri prețurile alimentelor rămân constante de la o zi la alta, iar ajustările de preț sunt operate, în medie, cam o dată pe lună⁴. Tabelul A prezintă statisticile descriptive pentru întreaga distribuție a variației prețurilor (dominată de valori nule) și pentru distribuția modificărilor efective de preț (care nu include valori nule). În cazul celei din urmă, valorile pozitive ale mediei și medianei sugerează că scumpirile sunt predominante. Dimensiunea modificărilor de preț la nivel individual este amplă; practic, o jumătate dintre ajustări sunt fie ieftiniri de peste 5,7 la sută, fie scumpiri de peste 9,7 la sută. De asemenea, deși scumpirile sunt mai des întâlnite decât ieftinirile, acestea din urmă sunt, în medie, ceva mai ample (Tabel B).

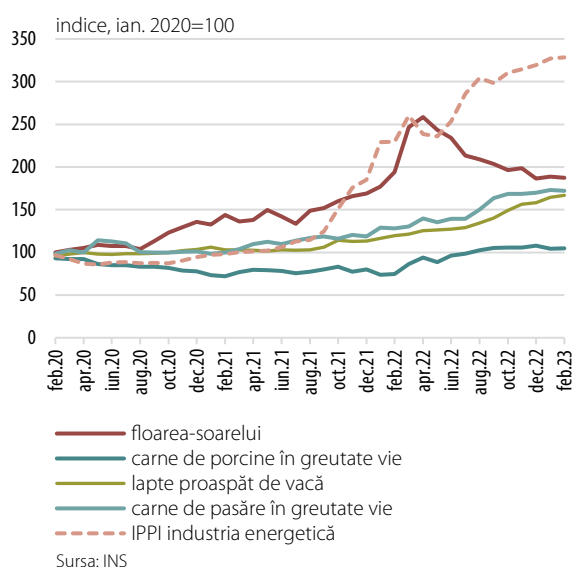
Răspunsul prețurilor de consum la șocurile de ofertă: frecvență versus amplitudine

Problema observațiilor care lipsesc a impus ajustarea bazei de date utilizate. Astfel, în condițiile în care interesează modificările intervenite în

⁴ Foarte probabil numeroase modificări de preț vizează promoții și sunt inversate într-un timp relativ scurt.

comportamentul prețurilor⁵ de la o lună la alta (pentru a facilita corespondența cu datele oficiale privind inflația), în analiză au fost incluse doar produsele cu o rată de observare lunară⁶ de cel puțin 75 la sută. În plus, asigurarea coerenței analizei la nivel de categorie impune ca numărul de produse din cadrul acestora să nu varieze foarte mult în luni diferite. În aceste condiții, studiul s-a concentrat asupra a trei grupe de produse – sortimente de ulei, lapte și produse lactate, carne și produse din carne – a căror pondere în coșul de consum alimentar este semnificativă (43 la sută, respectiv 55 la sută din coșul alimentelor procesate).

Grafic A. Dinamica prețurilor principalelor materii prime pe piața internă



Primăvara anului 2022 a marcat creșteri semnificative ale cotațiilor produselor agricole și energetice pe piața internă, în linie cu evoluțiile de la nivel internațional, pe fondul izbucnirii războiului Rusia-Ucraina, cele două state beligerante numărându-se printre cei mai importanți exportatori mondiali de materii prime (Grafic A). O creștere deosebit de amplă au consemnat prețurile materiilor prime oleaginoase, în condițiile în care Ucraina deține cea mai mare cotă pe această piață, detensionarea situației survenind numai odată cu semnarea acordului privind exporturile de materii prime agroalimentare prin Marea Neagră în ultima decadă a lunii iulie. Datele granulare referitoare la prețul sortimentelor de ulei sugerează că reacția inițială a operatorilor din retail la șocul resimțit la nivelul costurilor a vizat frecvența modificărilor de preț, fiind realizate scumpiri mai dese, dar nu neapărat mai mari; în același timp, frecvența ieftinirilor s-a

reduc, remarcându-se și o ușoară diminuare a amplitudinii acestora (Grafic B). Vizualizarea întregii distribuții a modificărilor de preț pentru sortimente de ulei face și mai evidentă diminuarea rigidității prețurilor în luna aprilie, pe fondul deplasării distribuției către dreapta⁷; în general, modul distribuției se plasează în jurul valorii nule, ceea ce corespunde unor prețuri mai rigide (Grafic C). Totuși, se poate aprecia că flexibilizarea prețurilor de consum a avut un caracter temporar, distribuția recăpătându-și profilul obișnuit în lunile următoare.

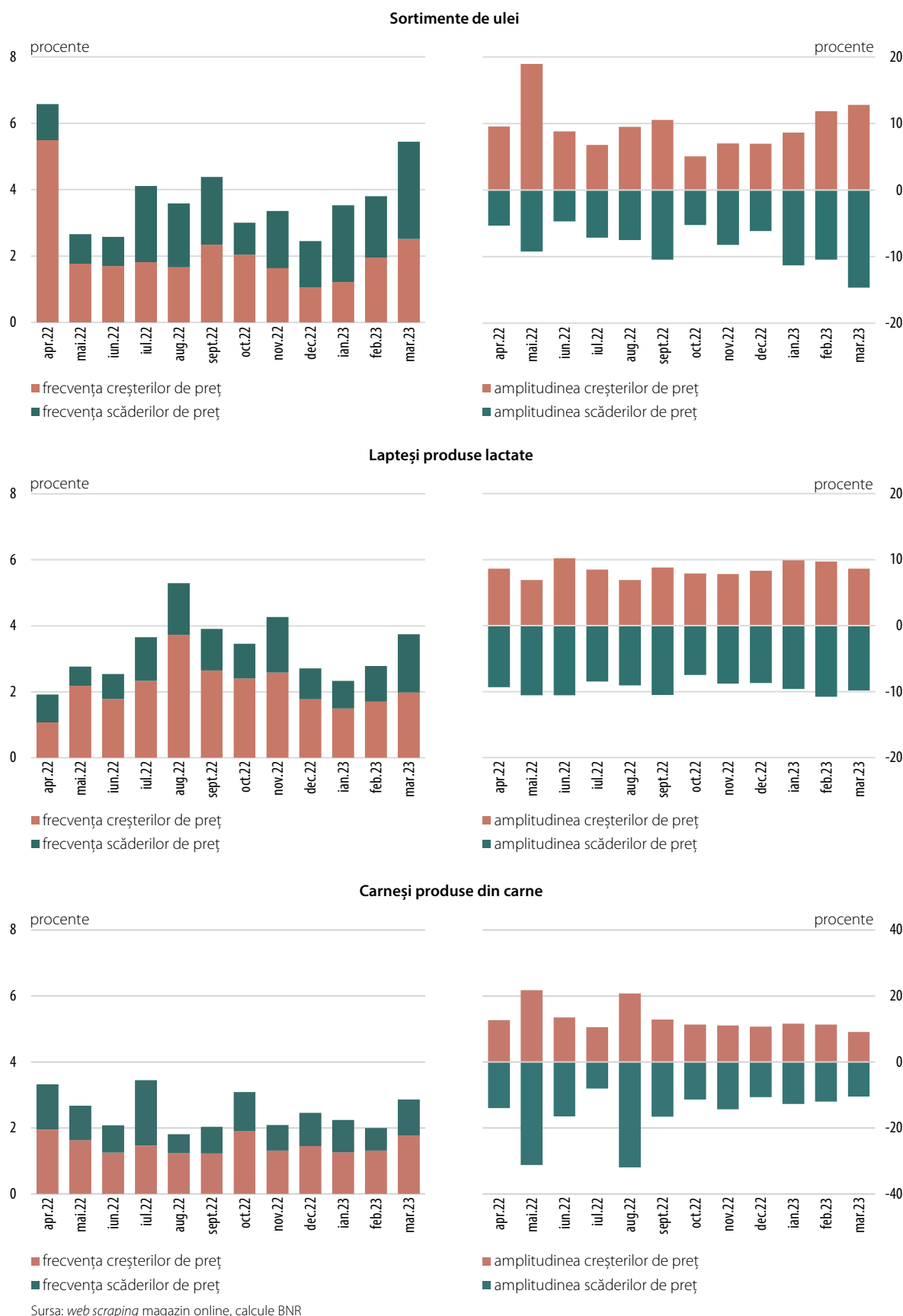
În cazul laptelui și al produselor lactate, dinamica prețurilor a fost ceva mai restrânsă în faza de început a conflictului din Ucraina, fiind consemnată însă o creștere considerabilă a cotației în intervalul august-noiembrie, pe fondul costurilor în creștere cu energia și cu furajele, cele din urmă fiind asociate inclusiv secetei persistente din lunile de vară, care a restrâns suprafețele de pășune. În mod similar, reacția din retail la aceste șocuri a vizat preponderent frecvența scumpirilor, dar flexibilizarea prețurilor a fost doar temporară.

⁵ În termeni de rigiditate și, respectiv, de amplitudine a modificărilor.

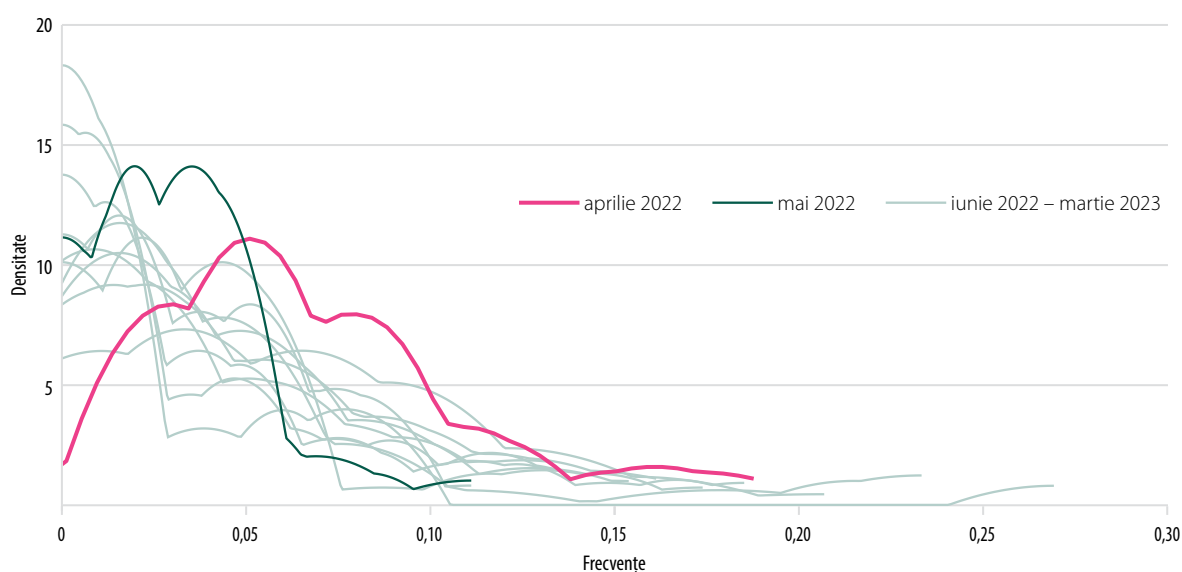
⁶ Calculată ca raport între numărul de observații de preț disponibile în acea lună și numărul de zile calendaristice.

⁷ Foarte probabil, distribuția modificării prețurilor din luna martie 2022 (indisponibilă în eșantionul de date) ar fi indicat, de asemenea, un caracter mai flexibil al prețurilor.

Grafic B. Frecvența medie și amplitudinea medie a modificărilor de preț ale principalelor grupe alimentare



Grafic C. Distribuția frecvenței modificărilor de preț pentru sortimente de ulei



În ceea ce privește carnea și produsele din carne, caracterul mai eterogen al grupei face mai dificilă identificarea unui șoc de natură a influența vizibil evoluțiile la nivelul întregii categorii. Astfel, izbucnirea conflictului a afectat mai mult prețul cărnii de porc, în timp ce carnea de pasăre pe piețele agricole s-a scumpit vizibil în trimestrul III al anului 2022. Totuși, poate fi distins faptul că acestor două influențe le corespunde o intensificare a frecvenței scumpirilor în lunile aprilie și octombrie, fără ca amplitudinea modificărilor de preț să se schimbe notabil în lunile respective.

Concluzii

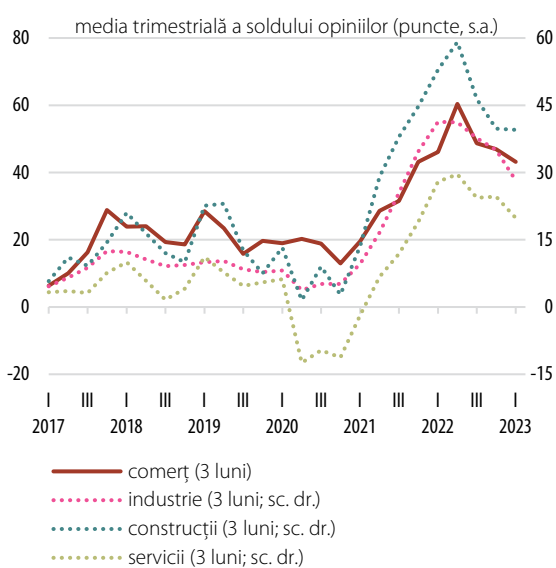
Prezenta analiză, bazată pe date *scraped*, indică faptul că reacția din sectorul de retail alimentar la un șoc în sens ascendent pe latura costurilor este relativ rapidă, aceasta vizând operarea unor scumpiri mai dese, fără ca amplitudinea acestora să fie modificată în manieră sesizabilă. Această flexibilizare a prețurilor este însă tranzitorie, ceea ce sugerează că efectul șocurilor nominale în planul variabilelor reale nu a fost alterat de turbulențele consemnate pe parcursul anului 2022 și, prin urmare, influența politicii monetare nu a fost erodată de apariția evenimentelor respective.

Poate cea mai evidentă direcție de dezvoltare a analizei vizează lărgirea eșantionului de date, în sensul colectării de informații de la mai mulți operatori și extinderii bazei de date către alte categorii de produse (bunuri nealimentare și servicii), pentru a verifica dacă rezultatele prezentei analize sunt valabile și în cazul acestora.

Celelalte două segmente ale inflației de bază au continuat să înregistreze variații în creștere în primul trimestru al anului, ajungând în luna martie până la 10,1 la sută în cazul mărfurilor nealimentare, respectiv 9,1 la sută în cel al serviciilor de piață. În cazul celor două grupe, presiunile pe filiera costurilor de producție se acumulează și se transmit, de regulă, mai lent, date fiind complexitatea lanțurilor de valoare adăugată,

dar și elasticitatea mai ridicată a cererii. Pentru bunurile nealimentare, contribuții semnificative la accelerare provin, de exemplu, din partea articolelor de îmbrăcăminte și încălțăminte sau a produselor cosmetice; momentele festive din debutul lunii martie au impulsionat cererea pentru acest tip de produse, creând astfel o ocazie prielnică majorării prețurilor. În cazul serviciilor de piață, se remarcă aportul inflaționist al abonamentelor de telefonie și al sectorului HoReCa (pentru care s-a înregistrat și o creștere a cotei TVA de la 5 la sută la 9 la sută începând din ianuarie 2023).

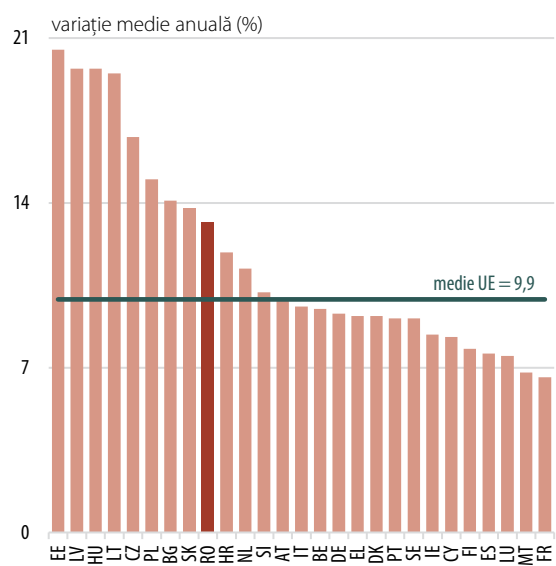
Grafic 1.5. Anticipații privind evoluția prețurilor



Sursa: CE-DG ECFIN

Anticipațiile privind evoluția prețurilor au rămas, pentru al treilea trimestru consecutiv, pe un trend descrescător, reduceri mai ample față de finele anului 2022 înregistrându-se în cazul așteptărilor pe orizontul de trei luni ale operatorilor economici din industrie, servicii și comerț (Grafic 1.5). Așteptările analiștilor bancari urmează o tendință similară, aceștia prognozând un nivel al variației anuale a IPC mai redus comparativ cu cel anticipat la finele trimestrului precedent pentru orizontul de un an, respectiv doi ani; în cazul celui din urmă, valoarea indicatorului s-a apropiat și mai mult de limita superioară a intervalului-țintei, comparativ cu luna decembrie 2022.

Grafic 1.6. IAPC mediu anual în UE – mar. 2023



Sursa: Eurostat

Rata medie anuală a inflației s-a menținut pe o traiectorie ascendentă, accelerând la 15,3 la sută în cazul indicatorului determinat conform metodologiei IPC și la 13,2 la sută pentru indicatorul calculat pe baza structurii IAPC (+1,5 puncte procentuale, respectiv +1,2 puncte procentuale față de sfârșitul anului 2022). Deși ecartul față de media UE a continuat să se extindă, până la 3,3 puncte procentuale în martie, România ocupă în continuare o poziție mai favorabilă față de celelalte state din regiune din punct de vedere al nivelului inflației medii IAPC (Grafic 1.6).

Rata anuală a inflației IPC la finele trimestrului I 2023 s-a situat peste proiecția publicată în ediția din luna februarie a *Raportului asupra inflației* (+0,4 puncte procentuale). Variații anuale mai mari față de cele prognozate s-au înregistrat pe segmentul energie electrică-gaze naturale, ca urmare a unui impact ușor mai redus al extinderii schemei de sprijin pentru plata facturilor la electricitate comparativ cu estimările interne, dar și pentru grupa LFO, care a consemnat creșteri de prețuri superioare mediei multianuale

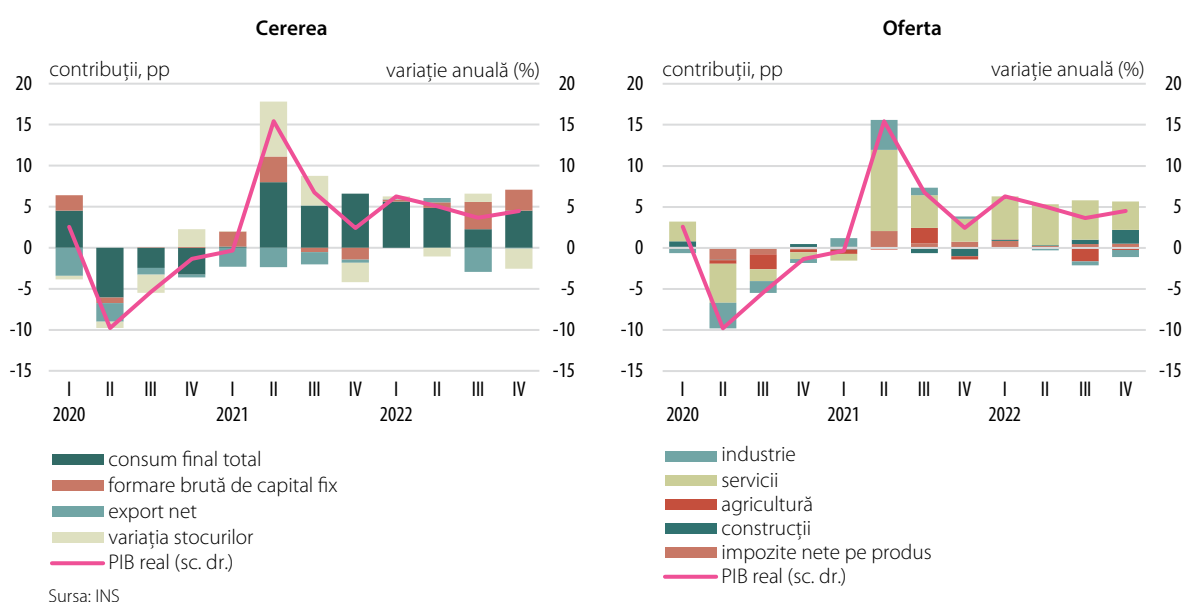
a perioadei, date fiind deficitul de ofertă la nivel european și evenimentele din Turcia și Ucraina, care au afectat producția de profil în plan regional.

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

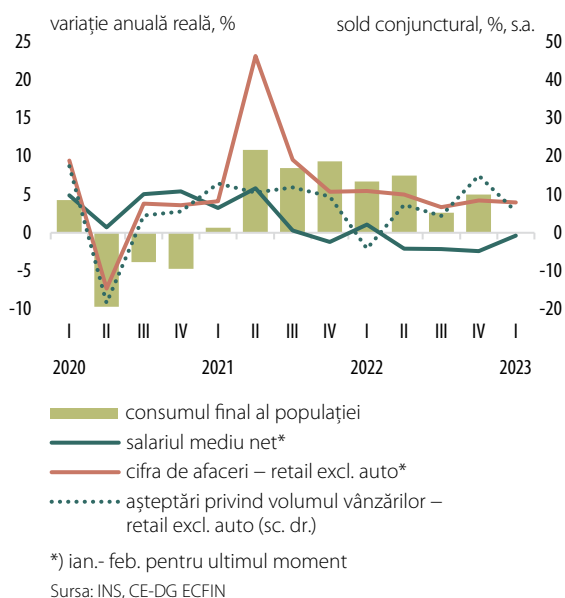
În trimestrul IV 2022, PIB real și-a intensificat ritmul anual de creștere comparativ cu intervalul anterior până la 4,5 la sută, evoluție susținută atât de parcursul ascendent al absorbției interne, cât și de o atenuare a contribuției negative din partea cererii externe nete (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



Consumul final al populației s-a extins cu 5 la sută (variație anuală), un aport semnificativ revenind comerțului auto, a cărui cifră de afaceri a crescut cu peste 12 la sută, inclusiv pe seama livrărilor cu întârziere ale comenzilor plasate pe parcursul anului 2022, în contextul blocajelor logistice manifestate în industria de profil pe plan mondial. O dinamizare, de o amplitudine inferioară, a înregistrat și comerțul cu amănuntul (cu excepția autovehiculelor), în acest caz remarcându-se reluarea traiectoriei crescătoare a vânzărilor de bunuri de folosință îndelungată, după două trimestre de scădere. La poziția încă robustă a cererii de consum au contribuit, în bună măsură, efectele favorabile exercitate asupra bugetelor populației de măsurile de plafonare a prețurilor pentru energie electrică și gaze naturale și voucherele pentru încălzire acordate persoanelor vulnerabile, precum și iarna blândă, care a limitat creșterea facturilor la utilități. Cu toate acestea, puseul de cerere de la finele anului anterior pare să fi fost depășit, după cum sugerează reducerea indicatorului de încredere CE-DG ECFIN din perioada februarie-martie la jumătate din valoarea medie aferentă celor trei luni anterioare, pe fondul unor așteptări de încetinire a vânzărilor, concomitent cu acumulări moderate de stocuri. În schimb, în comerțul auto nu sunt vizibile, pentru

Grafic 2.2. Consumul populației



moment, indicii de temperare a dinamicii pieței locale de autovehicule noi, în condițiile în care livrările din perioada ianuarie-februarie s-au extins cu 28 la sută, iar indicatorul de încredere s-a majorat până la 9 puncte în luna martie (Grafic 2.2).

În ultimul trimestru din 2022, deficitul bugetului general consolidat s-a mărit substanțial, la 39,3 miliarde lei⁸, depășind vizibil valoarea înregistrată în aceeași perioadă a anului anterior (35,6 miliarde lei), dar scăzând ca pondere în PIB la 2,8 la sută, de la 3,0 la sută în trimestrul IV 2021. Amplificarea acestuia față de trimestrul precedent s-a datorat creșterii considerabile a cheltuielilor bugetare totale⁹, în principal pe seama cheltuielilor de capital, a celor cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile¹⁰, precum și a celor cu bunuri și servicii¹¹, al căror impact a fost doar în mică măsură contrabalansat de scăderea cheltuielilor cu asistența

socială¹². Avansul veniturilor bugetare totale a rămas modest în acest interval¹³ și a fost determinat cu precădere de majorarea sumelor primite de la UE și a unor venituri fiscale¹⁴, în timp ce în sens opus a acționat scăderea veniturilor nefiscale¹⁵ și a celor din accize.

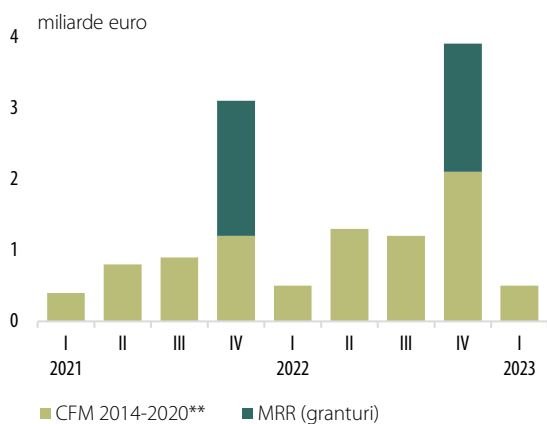
Pe ansamblul anului 2022, execuția bugetară s-a soldat astfel cu un deficit de 81,0 miliarde lei, relativ similar celui din anul anterior (79,9 miliarde lei), dar reprezentând 5,7 la sută din PIB, față de 6,7 la sută din PIB în 2021.

În primul trimestru al anului curent, deficitul bugetar a atins valoarea de 22,8 miliarde lei, semnificativ superioară celei consemnate în intervalul similar din anul precedent (15,7 miliarde lei), echivalând cu 1,4 la sută din PIB, față de 1,1 la sută din PIB în trimestrul I 2022.

Formarea brută de capital fix a înregistrat din nou un ritm alert de creștere (11,8 la sută în termeni anuali) și își va păstra probabil dinamica pozitivă pe orizontul de prognoză (aportul principal aparținând în continuare lucrărilor de construcții), în contextul

- ⁸ În raport cu nivelul, de asemenea în creștere, din trimestrul precedent (18,2 miliarde lei, echivalent cu 1,3 la sută din PIB).
- ⁹ Dinamica anuală reală a acestora a revenit totuși în teritoriul negativ (la -0,3 la sută, de la 10,3 la sută în trimestrul anterior).
- ¹⁰ Având, totuși, un impact redus asupra soldului bugetar, ca urmare a evoluției relativ similare a sumelor primite de la UE.
- ¹¹ Cheltuielile cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile și cele cu bunuri și servicii s-au comprimat însă în termeni anuali reali, iar cheltuielile de personal și-au amplificat dinamica anuală reală negativă.
- ¹² Drept consecință, acestea și-au redus dinamica anuală reală ușor pozitivă.
- ¹³ Dinamica anuală reală a veniturilor s-a diminuat la rândul ei, dar a rămas în teritoriul pozitiv (1,2 la sută, față de 5,9 la sută în trimestrul anterior).
- ¹⁴ În principal pe seama încasărilor din alte impozite și taxe pe bunuri și servicii – care cuprind și veniturile bugetare din sectorul energetic –, din TVA (în termeni anuali reali acestea s-au redus totuși, dar inclusiv pe fondul majorării rambursărilor de taxă), din impozitul pe salarii și venit, pe profit, precum și din taxa pe utilizarea bunurilor.
- ¹⁵ Dar în condițiile accelerării creșterii anuale reale a acestora.

Grafic 2.3. Fonduri europene nerambursabile destinate investițiilor*

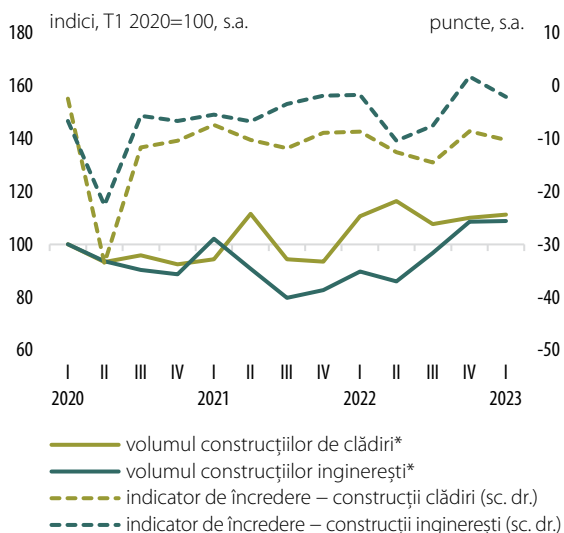


* avansuri și rambursări acordate de CE

** în principal Fondul de Coeziune (FC), Fondul European de Dezvoltare Regională (FEDR), Fondul European Agricol pentru Dezvoltare Rurală (FEADR)

Sursa: Ministerul Finanțelor

Grafic 2.4. Construcții



*) ian.-feb. pentru ultimul moment

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

în care 2023 este anul decisiv pentru valorificarea alocărilor de fonduri europene aferente CFM 2014-2020¹⁶ (Grafic 2.3). Ritmicitatea finanțării prin PNRR devine însă preocupantă, având în vedere prelungirea procesului de evaluare de către CE a celei de-a doua cereri de plată (depusă de România la jumătatea lunii decembrie 2022), precum și anumite tensiuni suscitade de lista condițiilor aferente celei de-a treia cereri de plată.

Investițiile în construcții s-au majorat cu circa 20 la sută față de T4 2021, marcând încheierea unui an deosebit de dinamic la nivelul lucrărilor nerezidențiale și al celor ingineriești (Grafic 2.4). Aceste segmente își vor continua probabil evoluția pozitivă în prima parte a anului curent, deși în cazul celui dintâi se întrevade o anumită temperare de ritm (pe seama efectului de bază). Așteptări favorabile se conturează îndeosebi în domeniul construcțiilor cu destinație comercială (fie spații de mari dimensiuni, fie parcuri de retail), respectiv în cel al infrastructurii de transport (rutier și aerian) și al rețelelor locale (de termoficare, apă și canalizare), în bună măsură pe seama utilizării surselor europene de finanțare.

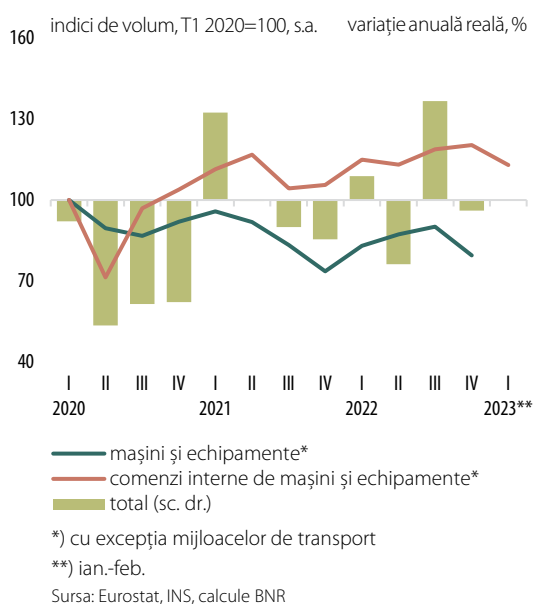
Investițiile în echipamente¹⁷ au pierdut în intensitate (rata anuală de creștere a coborât ușor sub 0 la sută, de la 13 la sută în trimestrul III), evoluție atribuită atât achizițiilor de utilaje și echipamente IT&C, cât și celor de mijloace de transport (efectuate de companii și instituții publice), Grafic 2.5. Deși începutul anului 2023 nu pare să marcheze o revigorare pe acest segment (după cum sugerează reducerea ușoară a volumului comenzilor interne adresate companiilor industriale producătoare de bunuri de capital, cu excepția autovehiculelor, în perioada octombrie 2022 – februarie 2023), la nivelul întregului an există anumite semnale

pozitive. Astfel, potrivit rezultatelor pentru România ale *PwC Global CEO Survey 2023*, sectorul corporativ local este preocupat de derularea unor proiecte de automatizare a proceselor de producție, implementare a tehnologiilor avansate și adoptare a unor surse alternative de energie.

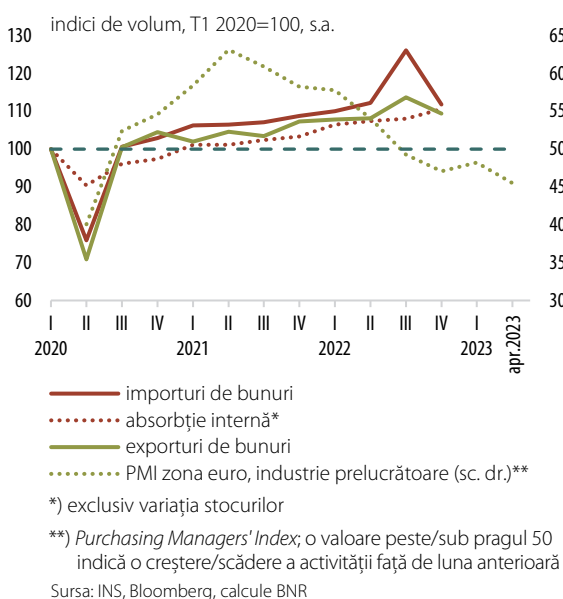
¹⁶ La sfârșitul lunii martie 2023, rata de absorbție a fondurilor de natura transferurilor de capital era de 76,3 la sută, România având încă la dispoziție 6 miliarde euro (echivalentul a circa 8,4 la sută din valoarea totală a formării brute de capital fix la nivelul anului 2022) – calcule pe baza Balanței Financiare Nete (Sursa: Ministerul Finanțelor).

¹⁷ Potrivit datelor de conturi naționale privind formarea brută de capital fix.

Grafic 2.5. Investiții exclusiv construcții



Grafic 2.6. Comerț exterior

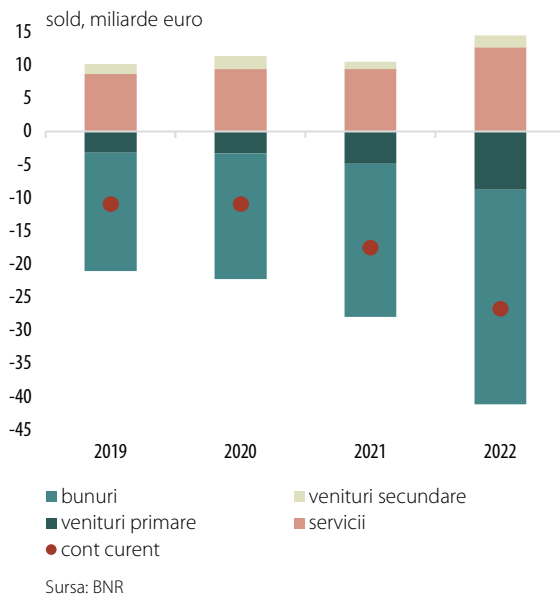


Volumul schimburilor comerciale externe și-a temperat semnificativ dinamica anuală (până la 0,8 la sută în cazul exporturilor și 3,5 la sută în cel al importurilor de bunuri). Dincolo de efectul de bază asociat apariției unei anumite detensionări a lanțurilor internaționale de producție către finalul anului 2021, decelerarea de ritm a fost atribuită restrângerii înregistrate în perioada curentă de ambele componente ale balanței comerciale (Grafic 2.6). Astfel, volumul exporturilor de bunuri a scăzut cu 3,8 la sută (variație trimestrială), evoluție ce pare mai degrabă atribuită unor factori conjuncturali – producția deficitară de porumb și floarea-soarelui s-a regăsit în reducerea cu 8,5 la sută a cantităților de materii prime agricole vândute, în timp ce depășirea perioadei de vârf a constituirii de stocuri energetice pe plan global a implicat inversarea puternică a exporturilor de cărbune¹⁸. Livrările externe ale industriei prelucrătoare au marcat o anumită revigorare (2,1 la sută, variații trimestriale ale volumului cifrei de afaceri pentru piața externă), pe fondul unei diminuări a presiunii exercitate de costuri. În structură, se observă intensificări de ritm în cazul ramurilor producătoare de echipamente electrice, construcții metalice, cauciuc și mase plastice (variații trimestriale de 8-12 la sută), precum și întreruperea declinului industriei chimice și al celei metalurgice (+0,9 la sută și respectiv +0,7 la sută). Pe termen scurt, traiectoria crescătoare a exporturilor sectorului manufacturier se va atenua, probabil, în condițiile în care impulsul conferit de detensionarea lanțurilor globale de aprovizionare se estompează pe măsură ce portofoliul de comenzi restante este onorat, iar activitatea industrială în economiile principalilor parteneri comerciali rămâne caracterizată de fragilitate.

Importurile de bunuri au înregistrat o restrângere mai pronunțată comparativ cu exporturile (-11,3 la sută potrivit seriei de conturi naționale, variații trimestriale reale). În structură, contribuția dominantă a venit grupeii bunurilor intermediare – în special țigetei (în condițiile în care intrarea în vigoare a sancțiunilor aplicate importurilor din Rusia pe 5 decembrie 2022 a fost precedată de importuri masive), gaze naturale, lemn, dar și produse chimice, în posibilă asociere cu revenirea pe final de an a industriei locale. În cazul bunurilor de consum și al celor de capital, volumul

¹⁸ Acestea au căpătat avânt pe parcursul anului 2022, în contextul crizei energetice de la nivel internațional.

Grafic 2.7. Contul curent



importurilor s-a redus marginal, ultimul trimestru marcând o posibilă creștere a aportului producției locale la acoperirea cererii interne (după cum sugerează revigorarea cifrei de afaceri industriale pentru piața internă corespunzătoare celor două grupe).

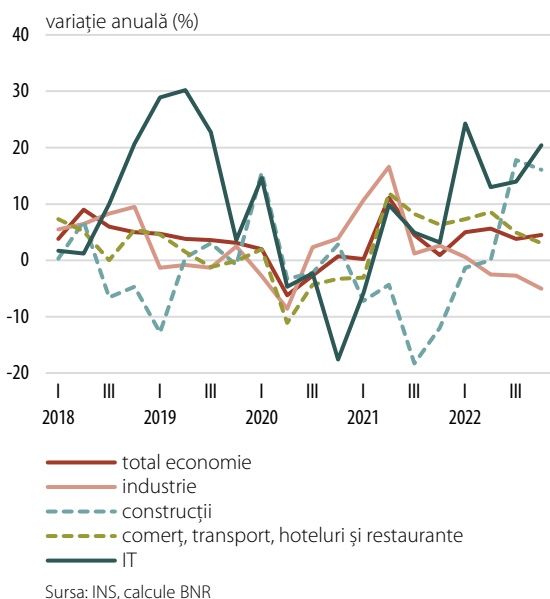
Pe ansamblul anului 2022, ecartul negativ dintre ritmul real al exporturilor și cel al importurilor de bunuri, precum și poziția nefavorabilă a raportului de schimb, au determinat adâncirea cu circa 9 miliarde euro a dezechilibrului comercial¹⁹ și deteriorarea în aceeași măsură a soldului contului curent (până la 26,7 miliarde euro, +52,7 la sută comparativ cu anul 2021), Grafic 2.7.

Productivitatea muncii

În ultimul trimestru din 2022, dinamica anuală a productivității muncii a accelerat ușor, până la 4,5 la sută (+0,7 puncte procentuale față de intervalul precedent). În structură, profilul indicatorului se menține similar celui observat anterior: în epicentrul evoluției favorabile se plasează serviciile IT&C, cu al patrulea trimestru consecutiv de creștere de două cifre, dar și construcțiile, pe fondul dinamismului din segmentul clădirilor nerezidențiale și al proiectelor ingineresti. În sens opus, adânciri în teritoriul negativ ale indicatorilor de productivitate se observă în industrie și în agricultură (Grafic 2.8).

Episodul de revenire traversat de industria prelucrătoare europeană odată cu corecția puternică a cotațiilor produselor energetice în luna de toamnă a fost de scurtă durată, lăsând locul unor perspective mai rezervate. Dinamica anuală a volumului comenzilor noi adresate sectorului manufacturier din România a reintrat în teritoriul negativ în luna noiembrie, unde a rămas și în

Grafic 2.8. Productivitatea muncii în economie

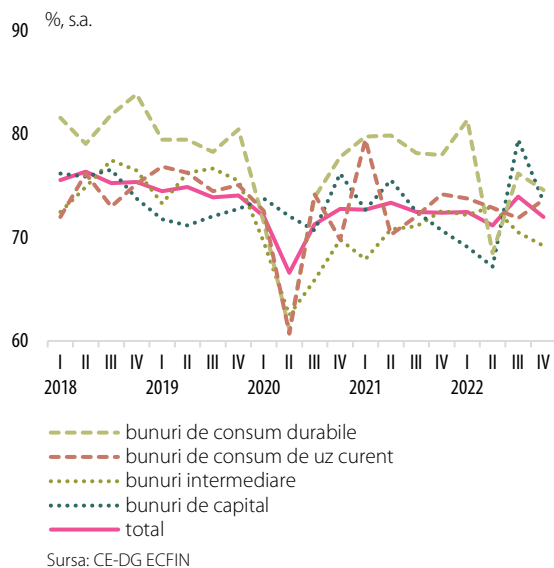


următoarele trei luni, antrenând la rândul său o reducere a gradului de utilizare a capacităților de producție în toate marile grupe de bunuri, cu excepția celor de uz curent (Grafic 2.9). Deși în atenueare, presiunile încă importante pe latura costurilor de producție (cu energia, materiile prime²⁰, forța de muncă), majorarea dobânzilor și

¹⁹ Contribuția negativă a componentei „preț” la creșterea deficitului bunurilor a fost de 49 la sută (calculat potrivit datelor privind comerțul internațional, BPMS – Sursa: Eurostat).

²⁰ Prețurile materiilor prime se normalizează, dar depășesc încă semnificativ media preciză (2015-2019).

Grafic 2.9. Gradul de utilizare a capacităților de producție în industria prelucrătoare



probabilitatea unei încetiniri sau chiar recesiuni în economiile dezvoltate pun sub semnul întrebării unele dintre deciziile de investire și extindere ale operatorilor și induc un comportament mai prudent în rândul acestora, în sensul reducerii stocurilor de materii prime/materiale și a celor de produse finite, cu consecințe imediate la nivelul producției și al productivității muncii²¹.

Deși pe termen scurt perspectivele rămân mai degrabă reținute, câteva evoluții care se profilează pe orizontul mai îndepărtat sugerează posibilitatea apariției unor câștiguri în planul productivității muncii în industrie. O tendință tot mai frecvent adusă în discuție de operatorii de profil, în contextul tensiunilor geopolitice, o reprezintă relocarea unor operațiuni sau a unor furnizori dinspre zonele geografice îndepărtate ca poziție și valori culturale către state aliate. Un studiu recent al companiei de

consultanță Horváth arată că două din trei companii europene cu afaceri în China au în plan transferul unei părți din activitate în alte țări, în special în Europa.

O altă direcție de dezvoltare relevantă este politica industrială comunitară, orientată către facilitarea tranziției verzi. În acest sens, Comisia Europeană a prezentat la începutul anului 2023 un pachet de măsuri menite să sprijine competitivitatea industriei UE în fața schemelor consistente de subvenționare aflate în vigoare în alte state, îndeosebi în SUA²². Prevederile *Net-Zero Industry Act*, parte a planului european *Green Deal*, suplimentează și simplifică mecanismele de acordare a ajutoarelor de stat pentru industriile verzi și pentru producătorii de tehnologii considerate esențiale în îndeplinirea obiectivelor în materie de schimbări climatice. Investițiile în dezvoltarea surselor sustenabile de energie reprezintă deja o preocupare majoră în rândul producătorilor români din industria energetică și prelucrătoare încă de la declanșarea crizei energetice în 2021, iar un astfel de cadru va stimula suplimentar aceste cheltuieli, cu potențiale câștiguri de productivitate pe termen lung.

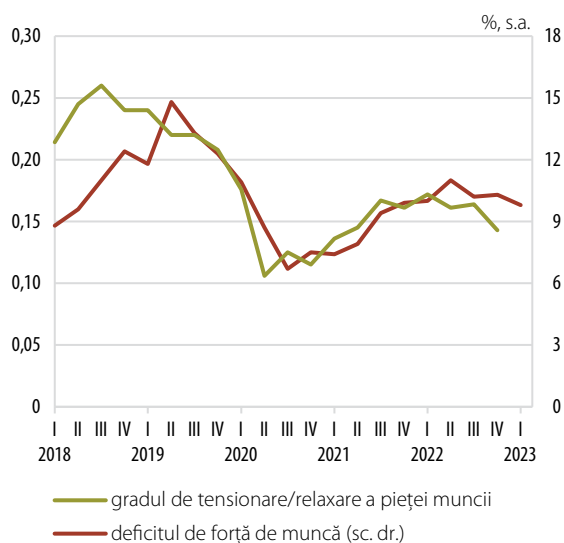
Evoluții pe piața muncii

Gradul de tensionare a pieței muncii a continuat să se atenueze în trimestrul IV 2022, tendința devenind mai pronunțată comparativ cu perioadele anterioare (Grafic 2.10). Perspectiva încetinirii activității economice atât pe plan intern, cât și la nivel global a imprimat un comportament mai prudent în rândul companiilor autohtone în ceea ce privește decizia extinderii schemelor de personal, observându-se o reducere a ratei

²¹ Firmele nu recurg la concedieri de îndată ce conjunctura economică dictează reducerea turajului producției, prin urmare indicatorul de productivitate a muncii (producție/angajat) scade imediat, cel puțin temporar.

²² Recent, se observă chiar o tendință de reorientare a unor investiții majore dinspre continentul european către cel american, în contextul ajutoarelor de stat substanțiale puse la dispoziție prin *Inflation Reduction Act*.

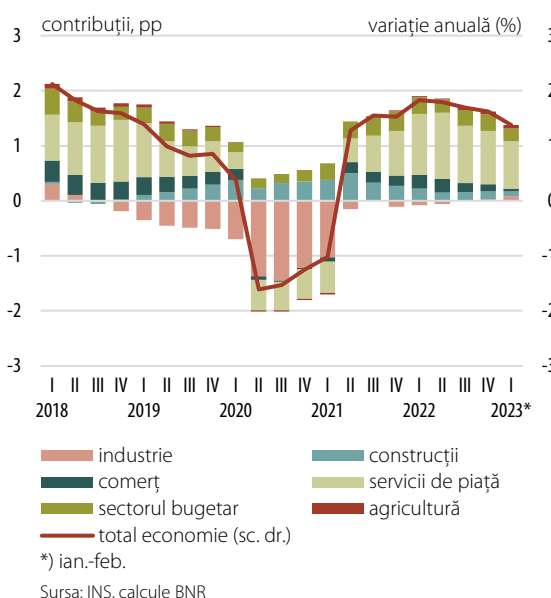
Grafic 2.10. Gradul de tensionare a pieței muncii



locurilor de muncă vacante (0,8 la sută, față de 0,9 la sută în intervalul precedent), concomitent cu o ușoară majorare a ratei șomajului (5,6 la sută, cu 0,1 puncte procentuale peste valoarea corespunzătoare trimestrului anterior); o restrângere importantă a locurilor de muncă vacante a avut loc în sectorul IT&C, în corelație cu trendul global, care este posibil să fi generat incertitudine pe plan local privind evoluția viitoare a cererii. Potrivit sondajului DG ECFIN, deficitul de forță de muncă a consemnat o relativă stabilizare în ultimele luni din 2022, fiind însă vizibilă o scădere a intensității problemei lipsei de personal percepute de către firme la începutul anului 2023.

Totuși, cele mai recente date privind rata șomajului semnalează o posibilă schimbare de tendință, indicatorul coborând până la 5,4 la sută în luna martie, în condițiile în care, deși în atenuare (de la 1,6 la sută în trimestrul IV 2022 la 1,4 la sută în intervalul ianuarie-februarie 2023), dinamica anuală a efectivului de salariați din economie rămâne pozitivă, iar așteptările companiilor privind recrutările sunt robuste pe termen scurt (106 în trimestrul I 2023, 107,9 în aprilie).

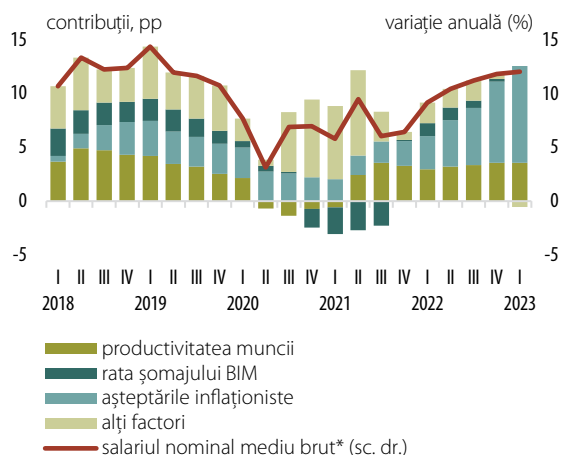
Grafic 2.11. Efectivul salariaților din economie



Încetiniri ale ritmului de creștere a numărului de salariați s-au observat în majoritatea sectoarelor economiei (comerț, construcții, servicii, sfera bugetară; Grafic 2.11). În industrie, numărul de salariați s-a păstrat relativ stabil, însă presiunile acumulate în timp la nivelul costurilor de producție (îndeosebi cu energia) continuă să afecteze neuniform forța de muncă la nivelul diferitelor ramuri, în pofida detensionării piețelor de materii prime: în domeniul energointensiv precum chimia, metalurgia, prelucrarea lemnului sau fabricarea materialelor de construcții, dar și în industria ușoară și cea a mobilei²³ au avut loc disponibilizări, acestea fiind, totuși, limitate comparativ cu amploarea contracției activității; celelalte ramuri manufacturiere au consemnat extinderi de personal,

²³ Dincolo de constrângerile generate de șocul energetic, industria ușoară, cea a mobilei și prelucrarea lemnului resimt mai puternic presiunea creșterii costurilor salariale, fiind ramuri care folosesc intensiv factorul muncă în procesul de producție. În plus, activitatea de prelucrare a lemnului și cea de fabricare a mobilei au fost afectate de penuria de materie primă, o bună parte din masa lemnoasă fiind direcționată de autorități către asigurarea încălzirii populației.

Grafic 2.12. Evoluția 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

industria alimentară remarcându-se cu un avans consistent al numărului de salariați, impulsionat de facilitățile fiscale acordate în sfera impozitării muncii.

Rata anuală de creștere a salariului mediu brut pe economie a accelerat în perioada ianuarie-februarie 2023 până la 13,1 la sută (față de 11,7, respectiv 12,2 la sută în ultimele două trimestre din 2022). Traiectoria a fost în continuare imprimată de evoluțiile din sectorul privat (15,7 la sută în primele două luni din 2023), sub efectul majorării salariului minim brut (cu aproximativ 33 la sută în construcții, respectiv cu aproape 18 la sută în celelalte sectoare economice), decizia adoptată de autorități putând fi privită ca o formă implicită de ajustare a unei părți a salariilor cu rata inflației. De altfel, conform unei specificații a Curbei Phillips pentru piața muncii din România, care surprinde cu o acuratețe satisfăcătoare dinamica venitului salarial, accelerarea este explicată preponderent de anticipațiile inflaționiste (modelate ca adaptive); productivitatea muncii și gradul de tensionare a pieței muncii au avut contribuții neglijabile la dinamizarea salarială (Grafic 2.12). În sectorul public, ritmul de creștere a

salariului s-a menținut moderat, consemnându-se însă o intensificare până la 5 la sută în perioada ianuarie-februarie 2023 (de la 3,7 la sută în trimestrul IV), ca urmare a unor majorări salariale în administrația publică și în învățământ.

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

Intervalul ianuarie-februarie 2023 a consemnat consolidarea trendului descendent al prețurilor de import și al celor de producție (industriale și agricole), în condițiile detensionării piețelor internaționale ale materiilor prime (în special energetice) și ale manifestării unor efecte de bază favorabile. Pe termen scurt nu se întrevăd modificări de tendință, fragilitatea cererii mondiale limitând presiunile pe piețele externe ale materiilor prime.

2.1. Prețurile de import

Cotațiile internaționale ale materiilor prime energetice au continuat să se diminueze, dinamica anuală intrând în teritoriul negativ în primul trimestru din 2023 (-20,9 la sută), conform datelor Băncii Mondiale (Grafic 2.13). Prețul țițeiului s-a plasat pe o traiectorie relativ staționară începând cu a doua jumătate a lunii decembrie 2022 (în linii mari, 80-85 dolari SUA/baril), pe fondul diversificării aprovizionării clienților europeni și al unui raport echilibrat între cerere și ofertă. În ultima parte a intervalului, în condițiile turbulențelor financiare care au generat noi valuri de incertitudine, cotația s-a

repoziționat brusc sub nivelul de 75 dolari SUA/baril, însă doar temporar, anunțul unor membri OPEC+ de reducere a producției începând cu luna mai, ca răspuns la perspectiva pesimistă privind cererea globală, a condus la reluarea creșterii prețului petrolului, acesta revenind în jurul nivelului de 85 dolari SUA/baril la începutul lunii

aprilie. Cotațiile gazelor naturale tranzacționate pe piața europeană au consemnat o contracție în termeni anuali (-48,4 la sută), un rol important jucând, dincolo de reducerea consumului, nivelul adecvat al depozitelor de gaze din Europa.

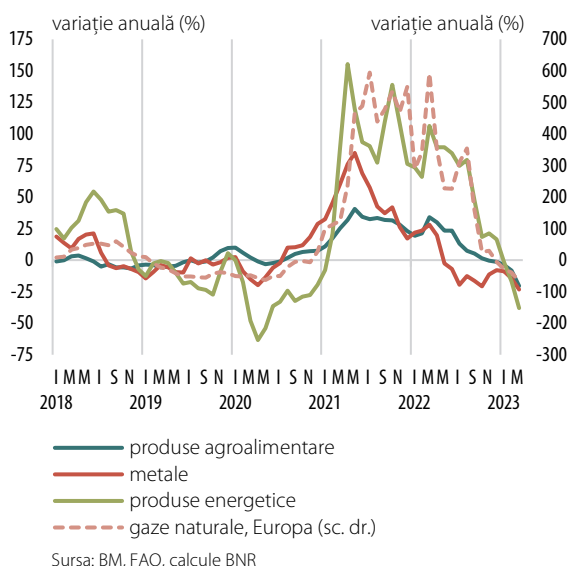
Pe piața metalelor, cotațiile au fost impulsionate spre finalul anului 2022 și la începutul acestui an de semnalele privind revenirea activității din China. Ulterior au devenit dominante îngrijorările cu privire la evoluția cererii la nivel global, astfel încât, pe ansamblul trimestrului I 2023, dinamica anuală a prețurilor s-a menținut în teritoriul negativ (scăderi de aproape 16 la sută).

Conform datelor FAO, prețurile materiilor prime agroalimentare și-au păstrat, în general, traiectoria descendentă din ultimele luni, adâncindu-și contracția anuală, de la -0,1 la sută în trimestrul IV la -11,4 la sută în primul trimestru din 2023. Tendința

a reflectat scăderi semnificative ale indicilor de preț în cazul majorității categoriilor, mai accentuate fiind cele observate la uleiuri vegetale și cereale²⁴, inclusiv pe fondul unor efecte de bază; în sens opus a acționat creșterea abruptă a prețului zahărului. Totodată, unele puseuri de creștere a prețurilor au fost vizibile la nivelul sectorului legumicol, producătorii din Europa fiind afectați atât de factori meteo, cât și de costurile mai mari cu energia și îngrășămintele, în timp ce aprovizionarea pieței comunitare cu produse din Ucraina a fost problematică.

Detensionarea piețelor materiilor prime și manifestarea unor efecte de bază favorabile au antrenat continuarea atenuării presiunilor inflaționiste generate de prețurile externe în trimestrul IV 2022, indicele anual al valorii unitare a importurilor pierzând încă 2,4 puncte procentuale, până la 113,9 la sută. Tendința a fost mai pronunțată în cazul metalelor comune, indicele valorii unitare coborând cu 8,9 puncte procentuale, până la 109,3 la sută. O mișcare similară s-a observat și în cazul unor mărfuri alimentare, precum grăsimi și uleiuri, dar și al unor bunuri nealimentare (îmbrăcăminte, combustibili). O evoluție contrară au consemnat indicii valorii unitare a importurilor în cazul minereurilor (rezultat exclusiv al unor efecte de bază), zahărului, fructelor și cărnii, pe fondul ofertei mai reduse (în cel din urmă caz intervenind și raspândirea virusului gripei aviare la nivel european).

Grafic 2.13. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime

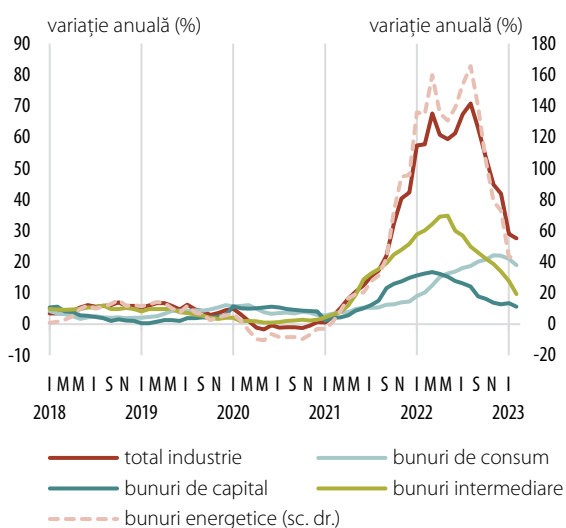


²⁴ Segmente afectate puternic de declanșarea războiului din Ucraina în februarie 2022.

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

În intervalul ianuarie-februarie 2023, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a rămas pe trend descendent (28,2 la sută, cu 18,5 puncte procentuale sub media trimestrului IV 2022), toate grupele de bunuri înregistrând ritmuri în decelerare (Grafic 2.14). Tendința se va menține și în perioada următoare, în condițiile în care procesul de detensionare a piețelor internaționale ale materiilor prime energetice se va regăsi în prețurile interne ale celorlalte categorii de bunuri care folosesc extensiv aceste resurse; în același sens va continua să acționeze fluidizarea

Grafic 2.14. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Sursa: INS, Eurostat

lanțurilor internaționale de aprovizionare. Păstrarea traiectoriei dezinflaționiste este sugerată și de sondajul DG ECFIN pentru luna martie 2023, soldul conjunctural corespunzător plasându-se la o valoare inferioară celei din perioada ianuarie-februarie.

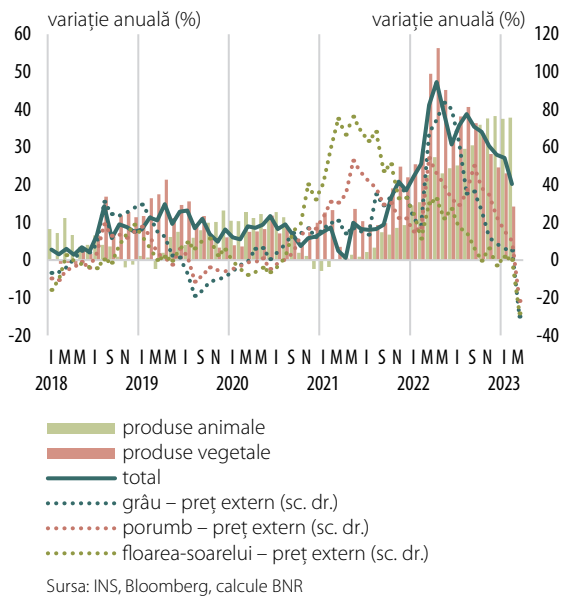
Determinantă pentru încetinirea ritmului de creștere a prețurilor de producție la nivel agregat a fost evoluția segmentului energetic (diminuare cu 41,7 puncte procentuale a variației anuale, până la 42,9 la sută), manifestarea unor importante efecte de bază favorabile conducând la coborârea ratei anuale consemnate în ramura de producție a energiei electrice, termice și gazelor naturale de la 101,5 la sută în trimestrul IV la 58,5 la sută în intervalul ianuarie-februarie. În cazul energiei electrice, un aport la decelerare a revenit și reducerii tarifelor pentru serviciul de sistem, a contribuției pentru cogenerare, precum și a cotei de achiziție de certificate verzi, începând cu 1 ianuarie 2023. Pentru

moment, corecția puternică a cotațiilor spot pe piețele interne *en gros* ale energiei electrice și gazelor naturale (în linie cu tendința externă), precum și intrarea în vigoare a mecanismului de achiziție centralizată a cantităților de energie electrică²⁵ au avut un impact redus, întrucât contractele sunt încheiate, de regulă, pe perioade mai lungi, existând însă premisele unor ajustări descendente în intervalul următor. O încetinire a avansului prețurilor a avut loc și în ramura de prelucrare a țigăii, în corelație cu evoluția cotațiilor petrolului pe piețele internaționale.

Diminuări ale variațiilor anuale, dar de amplitudine moderată, au consemnat și prețurile bunurilor intermediare și de capital, determinante fiind evoluțiile din metalurgie, industria chimică și cea a construcțiilor metalice. Un rol important a revenit costurilor mai reduse cu energia, dar probabil și măsurilor de creștere a eficienței energetice luate de unii dintre cei mai importanți producători. Totodată, pe aceste segmente acționează presiunea concurențială a importurilor ieftine (cazul industriei metalurgice, unde producătorii reclamă concurența produselor cu prețuri mai reduse din Turcia, în condițiile în care aceasta folosește materii prime din Rusia).

²⁵ Începând cu luna ianuarie 2023, producătorii sunt obligați să vândă prin intermediul OPCOM cantitățile de energie electrică, cu excepția celor deja contractate, la un preț impus de 450 lei/MWh.

Grafic 2.15. Prețurile producției agricole



În ceea ce privește prețurile bunurilor de consum, rata anuală de creștere s-a temperat ușor comparativ cu trimestrul IV 2022 (-1,6 puncte procentuale, până la 20 la sută), în principal pe seama grupei produselor de uz curent. În industria alimentară, după vârful atins în luna septembrie, dinamica anuală s-a plasat pe o traiectorie descendentă; principalul factor cu efect dezinflaționist a fost reprezentat de atenuarea presiunilor din partea costurilor cu materiile prime, mai ales cereale și oleaginoase, derularea exporturilor de materii prime agricole ale Ucrainei pe Marea Neagră contribuind la detensionarea piețelor de profil.

Prețurile producției agricole și-au atenuat avansul anual în perioada ianuarie-februarie 2023 (de la 30,8 la sută la 23,5 la sută), exclusiv pe seama segmentului vegetal (-10,4 puncte procentuale, până la 18,4 la sută), ieftinirile fiind mai pronunțate în cazul cerealelor și al oleaginoaselor (Grafic 2.15).

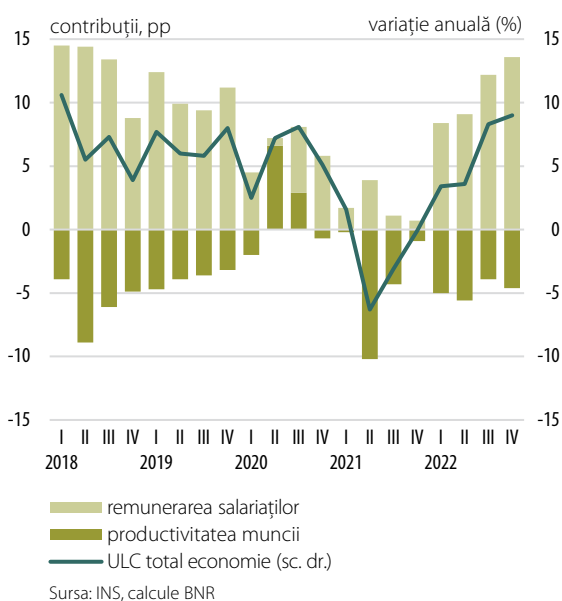
Accelerări de ritm consemnează unele legume, în condițiile în care producția este restrânsă pe plan global, iar oferta internă în afara sezonului este limitată de lipsa spațiilor de depozitare. În cazul produselor animale, variația anuală a prețurilor a înregistrat o majorare marginală (0,4 puncte procentuale, până la 37,7 la sută), presiuni manifestându-se mai ales în cazul ouălor, odată cu extinderea cazurilor de gripă aviară.

Costurile unitare cu forța de muncă

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă la nivelul economiei s-a majorat din nou în trimestrul IV 2022, urcând până la 9 la sută (+0,7 puncte procentuale față de trimestrul anterior). Avansul remunerării pe salariat (13,9 la sută) a continuat să se plaseze vizibil peste dinamica productivității muncii (4,5 la sută), ceea ce ar indica acumularea de presiuni inflaționiste pe această filieră (Grafic 2.16).

În industrie, rata anuală de creștere a costurilor salariale unitare s-a poziționat pe o traiectorie puternic ascendentă, urcând până la 22,7 la sută în perioada octombrie 2022 – februarie 2023 (față de 15,8 la sută în trimestrul III 2022). Deși piețele internaționale ale materiilor prime s-au detensionat în lunile recente, dinamica activității industriale interne reflectă încă refacerea lentă a producției în ramurile sever afectate de șocul energetic, precum și fragilitatea cererii globale. În același timp, în pofida unor ritmuri salariale ridicate, comportamentul operatorilor a rămas acela de a reține, pe cât posibil, resursa umană pentru momentul în care aceste

Grafic 2.16. Costurile unitare cu forța de muncă



constrângeri se vor disipa. În aceste condiții, majoritatea sectoarelor industriale au afișat variații mari ale ULC, de peste 20 la sută, ritmuri extrem de alerte menținându-se în ramurile energointensive, precum metalurgie și chimie²⁶ (peste 50 la sută), dar și în industria materialelor de construcții, în prelucrarea lemnului, în fabricarea maselor plastice și în industria ușoară (variații cuprinse între 30 la sută și 50 la sută). Dinamici pozitive ale ULC ceva mai moderate (până la 10 la sută) s-au observat în industria mașinilor și echipamentelor, în sectorul auto, în fabricarea produselor electronice, în industria de încălțăminte și pielărie, precum și în industria farmaceutică.

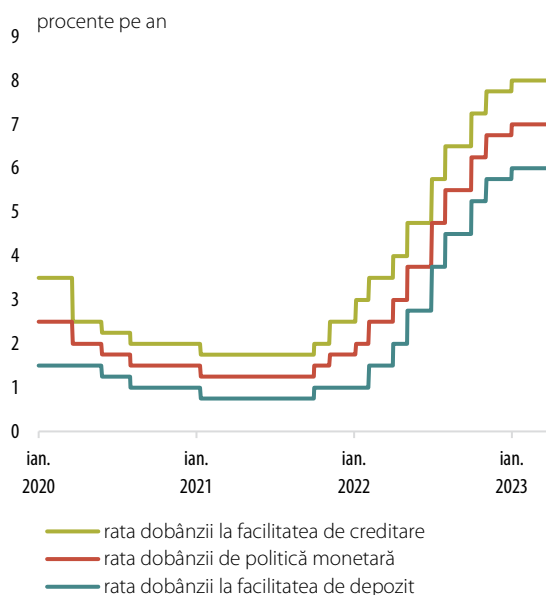
²⁶ În industria chimică s-a observat totuși o ameliorare la începutul anului 2023, scăderea pronunțată a cotațiilor gazelor naturale antrenând, într-o anumită măsură, reluarea activității.

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În perioada februarie-aprilie 2023, BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută, iar ratele dobânzilor aferente facilității de creditare și celei de depozit la 8,00 la sută, respectiv la 6,00 la sută (Grafic 3.1). Totodată, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost păstrate la nivelurile în vigoare (de 8 la sută, respectiv 5 la sută). Măsurile au vizat readucerea durabilă 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, 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 februarie 2023 au fost adoptate în condițiile în care dinamica anuală a inflației a ajuns pe un platou în trimestrul IV 2022, conform așteptărilor, iar potrivit noii prognoze ea urma să descrească semnificativ mai alert până la mijlocul anului 2024 decât s-a anticipat anterior, în contextul prelungirii schemelor de plafonare și compensare a prețurilor la energie până la 31 martie 2025.

Astfel, rata anuală a inflației a scăzut la 16,37 la sută în decembrie 2022²⁷ – nivel doar marginal superior celui prognozat –, iar pe ansamblul trimestrului IV al anului trecut a înregistrat o creștere mult mai modestă față de trimestrele precedente²⁸, în condițiile accentuării impactului dezinflaționist al dinamicii agregate a componentelor exogene ale IPC, sub influența ieftinirii considerabile a combustibililor^{29,30}.

²⁷ De la 16,76 la sută în luna noiembrie.

²⁸ De la 15,88 la sută în septembrie.

²⁹ Pe fondul descreșterii cotației țiteiului și al aprecierii leului în raport cu dolarul SUA. Influențe dezinflaționiste suplimentare minore au venit de pe segmentele energie și prețuri administrate, pe seama unor efecte de bază.

³⁰ Rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a reaccelerat însă ușor ascensiunea în trimestrul IV 2022, contrar previziunilor, urcând la 14,6 la sută în decembrie 2022, de la 11,9 la sută în septembrie, iar avansul ei a fost antrenat, de această dată, în principal de subcomponenta non-alimentară și într-o mai mică măsură de scumpirea alimentelor procesate.

În același timp, noua prognoză pe termen mediu a relevat perspectiva descreșterii semnificativ mai alerte a ratei anuale a inflației până la mijlocul anului 2024 decât s-a anticipat anterior, îndeosebi din trimestrul III 2023, în condițiile prelungirii schemelor de plafonare a prețurilor la energie până la 31 martie 2025 și ale redefinirii caracteristicilor acestora începând cu 1 ianuarie 2023. Prin urmare, rata anuală a inflației era așteptată să coboare la nivelul de o cifră încă din trimestrul III 2023 – în devans cu aproape trei trimestre față de prognoza din noiembrie 2022 – și apoi la 7,0 la sută în decembrie 2023, mult sub valoarea de 11,2 la sută previzionată anterior, rămânând la finele orizontului proiecției ușor deasupra intervalului țintei, respectiv la 4,2 la sută, similar prognozei precedente.

Descreșterea ratei anuale a inflației urma să fie antrenată în principal de factori pe partea ofertei, al căror impact dezinflaționist era așteptat să crească progresiv în următoarele trimestre și să afecteze puternic evoluția componentelor exogene ale IPC, dar și dinamica inflației de bază într-o oarecare măsură. Influențele majore erau anticipate să decurgă din efecte de bază dezinflaționiste tot mai pregnante și din ajustarea descendentă a cotațiilor unor mărfuri³¹, precum și din ameliorarea lanțurilor globale de producție și aprovizionare, peste care se suprapuneau cele prezumate a fi generate de noua configurație a schemelor de plafonare a prețurilor la energie. În același timp, balanța riscurilor induse de factorii pe partea ofertei la adresa noii perspective a inflației a rămas relativ echilibrată, cel puțin pe orizontul apropiat de timp, având în vedere tendințele recente ale cotațiilor principalelor produse energetice și mărfuri agroalimentare, precum și natura principalilor lor determinanți.

Din partea factorilor fundamentali erau de așteptat presiuni inflaționiste mai intense decât cele anticipate anterior, însă în atenuare treptată, până la epuizare spre finele orizontului proiecției, date fiind noua creștere consemnată de excedentul de cerere agregată în trimestrul III 2022, contrar așteptărilor, dar și probabila restrângere graduală și închidere a acestuia la mijlocul anului 2024³².

În același timp, războiul din Ucraina și sancțiunile instituite continuau să genereze incertitudini și riscuri semnificative la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, la fel ca și absorbția fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, în contextul condiționalităților atașate. Incertitudini și riscuri notabile rămâneau însă asociate și conduitei politicii fiscale, date fiind seturile de măsuri de sprijin prevăzute a fi aplicate ori prelungite în acest an, într-o conjunctură economică și socială foarte dificilă pe plan intern și global, cu potențiale implicații adverse asupra parametrilor bugetari.

³¹ Inclusiv ale țiteiului și materiilor prime agroalimentare, pe fondul detensionării piețelor *en gros*.

³² Restrângerea excedentului de cerere agregată se anticipa a fi ceva mai graduală și de la un nivel mai ridicat decât s-a anticipat anterior, implicând închiderea acestuia cu o întârziere de trei trimestre față de proiecția precedentă și intrarea doar ușoară a *gap*-ului PIB în teritoriul negativ spre finele anului 2024. *Pattern*-ul decurgea din încetinirea sub așteptări a creșterii economice în trimestrul III 2022 și din previziunile privind decelerarea ei semnificativă în 2023 – în contextul costurilor ridicate cu energia și al prelungirii războiului din Ucraina, precum și pe fondul conduitei politicii monetare și al consolidării fiscale –, urmată de o revigorare în 2024 ceva mai vizibilă decât se anticipa anterior, în condițiile accelerării atragerii de fonduri UE, inclusiv a celor aferente instrumentului „Next Generation EU”.

Datele statistice publicate ulterior au arătat că rata anuală a inflației s-a redus la 15,52 la sută în februarie, relativ în linie cu previziunile³³, iar rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a încetinit ascensiunea în primele două luni din an ceva mai mult decât s-a anticipat³⁴, în timp ce creșterea economică a depășit din nou așteptările în trimestrul IV 2022, temperându-și doar ușor ritmul trimestrial³⁵, astfel încât excedentul de cerere agregată a continuat probabil să se mărească în acest interval, contrar previziunilor.

Față de aceeași perioadă a anului trecut, economia și-a accelerat însă creșterea la 4,6 la sută în trimestrul IV 2022, de la 3,8 la sută în trimestrul anterior, cu principala contribuție a formării brute de capital fix, urmată la mică distanță de aportul consumului gospodăriilor populației, care s-a majorat vizibil în raport cu trimestrul III. În același timp, exportul net și-a redus semnificativ impactul contracționist, în condițiile în care scăderea deosebit de amplă de dinamică consemnată de volumul importurilor a devansat-o pe cea a volumului exporturilor de bunuri și servicii. Drept consecință, soldul negativ al balanței comerciale și-a redus puternic ritmul anual de creștere, iar deficitul de cont curent și l-a diminuat cu două treimi, până la un minim al ultimilor doi ani, inclusiv ca urmare a ameliorării evoluției soldului balanței veniturilor secundare, pe seama intrărilor de fonduri europene de natura contului curent.

Pe piața muncii, efectivul salariaților din economie și-a încetinit și mai mult creșterea în intervalul decembrie 2022 – ianuarie 2023, iar rata șomajului BIM s-a redus doar foarte ușor în primele două luni ale anului curent, după ce în trimestrul IV 2022 aceasta s-a mărit la 5,7 la sută, de la 5,5 la sută în trimestrul precedent, în timp ce rata locurilor de muncă vacante și-a accentuat scăderea. Totodată, deficitul de forță de muncă raportat de companii și-a reaccentuat în trimestrul I 2023 tendința de descreștere manifestată din trimestrul III 2022, iar intențiile de angajare pe orizontul scurt de timp au rămas pe un trend general descendent. Dinamica anuală a câștigului salarial mediu brut nominal a atins însă valori de două cifre tot mai ridicate în ultimul trimestru din 2022, mai ales în sectorul privat, iar în ianuarie 2023 și-a accelerat ușor ascensiunea³⁶. Pe acest fond, variația anuală a costului salarial unitar nominal pe ansamblul economiei și-a prelungit trendul ascendent în trimestrul IV 2022, iar creșterea deosebit de alertă a costului salarial cu forța de muncă din industrie s-a accelerat în intervalul septembrie 2022 – ianuarie 2023 și ca efect al amplificării pierderilor de productivitate din acest sector.

Pe piața financiară, principalele cotații ale segmentului monetar interbancar și-au prelungit mișcarea descendentă în intervalul februarie-martie, dar în condițiile încetinirii și stopării acesteia spre finele perioadei. Totodată, randamentele titlurilor de

³³ Scăderea a fost antrenată de componentele exogene ale IPC, care și-au accentuat impactul dezinflaționist în acest interval, ca urmare a descreșterii ample a dinamicilor prețurilor combustibililor și energiei electrice, sub influența unor efecte de bază consistente și a modificării începând cu 1 ianuarie 2023 a caracteristicilor schemei de plafonare și compensare a prețurilor la energie.

³⁴ Ajungând la 15,0 la sută în februarie, pe fondul unor efecte de bază dezinflaționiste și al descreșterii cotațiilor unor mărfuri, mai cu seamă agroalimentare, precum și în condițiile ajustării descendente a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt, în timp ce influențe notabile de sens opus au continuat să vină din transferarea treptată asupra prețurilor de consum a costurilor materiale și salariale crescute, precum și din mărirea marjelor de profit, în contextul rezilienței cererii de consum, și din scumpirea unor bunuri de consum importate.

³⁵ La 1,0 la sută, de la 1,2 la sută în trimestrul III 2022.

³⁶ În mare parte ca urmare a majorării salariului minim brut pe economie și a celui din construcții.

stat au consemnat creșteri în februarie, care s-au corectat integral în martie – în linie cu evoluțiile din economiile avansate și din regiune –, pe fondul revizuirilor succesive ale așteptărilor investitorilor privind perspectiva conduitei politicilor monetare ale Fed și BCE, precum și al turbulențelor provocate de falimentul Silicon Valley Bank și Signature Bank din SUA și de situația băncii elvețiene Credit Suisse. Moneda națională a continuat să manifeste însă o tendință de apreciere față de euro, în contextul atractivității relative ridicate a plasamentelor în lei și al percepției general favorabile asupra riscului asociat piețelor financiare din regiune, cursul de schimb leu/euro revenind doar pentru scurt timp, în ultimele zile ale lunii martie, în proximitatea valorilor prevalente în semestrul I 2022. Raportul leu/dolar și-a stopat, totuși, mișcarea descendentă amorțată la mijlocul semestrului II 2022³⁷, în condițiile în care dolarul SUA și-a întrerupt deprecierea față de euro.

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a încetinit scăderea în primele două luni din anul curent³⁸, în condițiile în care decelerarea creșterii componentei în lei s-a temperat, sub influența majorării substanțiale în luna ianuarie a volumului creditelor noi acordate societăților nefinanciare în cadrul programelor guvernamentale. În schimb, după ascensiunea relativ abruptă din precedentele două trimestre, dinamica anuală a creditului în valută a rămas relativ constantă, dar la un nivel deosebit de înalt, astfel încât ponderea componentei în lei în creditul acordat sectorului privat a continuat să se reducă³⁹.

Evaluările actualizate în acest context au arătat ca rata anuală a inflației își va accelera descreșterea în următoarele luni în linie cu cea mai recentă prognoză pe termen mediu, sub influența unor efecte de bază dezinflaționiste și a corecțiilor descendente ale cotațiilor unor mărfuri, precum și pe fondul modificării de la 1 ianuarie 2023 a caracteristicilor schemelor de plafonare și compensare a prețurilor la energie.

Incertitudini erau totuși asociate impactului prezumat al noii configurații a schemelor de plafonare și compensare a prețurilor la energie, iar balanța riscurilor induse de factorii pe partea ofertei la adresa perspectivei inflației s-a înclinat în sens ascendent în contextul analizat, date fiind inclusiv reducerea livrărilor de țiței anunțată de țările OPEC, precum și penuria de legume din Europa.

Totodată, din partea poziției ciclice a economiei erau de așteptat presiuni inflaționiste mai intense pe orizontul apropiat de timp și în atenuare mai graduală față de prognoza precedentă, în condițiile în care noile evaluări indicau o temperare mult mai modestă a creșterii trimestriale a economiei în semestrul I 2023 comparativ cu previziunile anterioare, după un avans peste așteptări consemnat de PIB și în trimestrul IV 2022. Evoluțiile făceau probabilă o restrângere mai moderată a excedentului de cerere agregată în prima parte a anului curent decât s-a anticipat anterior și pe o traiectorie mai ridicată⁴⁰.

³⁷ Consemnând o mică creștere în februarie, urmată de o scădere similară ca amplitudine în luna martie.

³⁸ Ajungând la 10,6 la sută în februarie, de la 12,1 la sută în decembrie 2022.

³⁹ Până la 68,3 la sută în februarie 2023, de la 68,8 la sută în decembrie.

⁴⁰ Ele implicau creșteri anuale încă robuste ale PIB în trimestrele I și II 2023, însă în decelerare treptată.

Incertitudini și riscuri însemnate la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, continuau însă să genereze războiul din Ucraina și sancțiunile asociate, iar altele decurgeau din turbulențele în sistemele bancare din SUA și Elveția, ce puteau exercita efecte adverse prin afectarea economiilor statelor dezvoltate și a percepției de risc asupra regiunii, cu impact asupra costurilor de finanțare. O sursă semnificativă de incertitudini și riscuri rămânea, de asemenea, absorbția fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, în contextul condiționalităților atașate.

Incertitudini și riscuri mari continuau însă să fie asociate și conduitei politicii fiscale, având în vedere, pe de o parte, ținta de deficit bugetar stabilită pentru anul curent în vederea continuării consolidării bugetare în contextul procedurii de deficit excesiv și al majorării semnificative a costului finanțării, iar, pe de altă parte, caracteristicile execuției bugetare din primele luni ale anului și seturile de măsuri de sprijin prevăzute a fi aplicate ori prelungite în 2023, într-o conjunctură economică și socială dificilă pe plan intern și global, cu potențiale implicații adverse asupra parametrilor bugetari finali.

În ansamblul său, contextul a justificat menținerea neschimbată a ratei dobânzii de politică monetară, în vederea readucerii durabile 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, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

În consecință, în ședința din 4 aprilie 2023, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută; totodată, a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare la 8,00 la sută și a ratei dobânzii aferente facilității de depozit la 6,00 la sută. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a decis în unanimitate păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit (la 8 la sută, respectiv 5 la sută).

2. Piețe financiare și evoluții monetare

În trimestrul I 2023, randamentul mediu zilnic al tranzacțiilor interbancare⁴¹ s-a menținut în proximitatea limitei inferioare a coridorului ratelor dobânzilor, iar cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare și-au prelungit mișcarea graduală descendentă, dar în condițiile încetinirii acesteia în a doua parte a perioadei. Cursul de schimb leu/euro a scăzut însă din nou în ianuarie și a rămas până spre finele trimestrului la valori inferioare celor prevalente în semestrul I 2022. Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a încetinit scăderea în intervalul ianuarie-februarie 2023, iar cea a lichidității din economie și-a stopat declinul.

⁴¹ Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară, ponderată cu volumul tranzacțiilor.

2.1. Ratele dobânzilor

În trimestrul I 2023, randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare s-a menținut în apropierea limitei de jos a coridorului ratelor dobânzilor⁴², mărindu-se implicit odată cu majorarea cu încă 0,25 puncte procentuale a ratelor dobânzilor reprezentative ale BNR în luna ianuarie. Media lui trimestrială⁴³ a scăzut astfel marginal (-0,08 puncte procentuale) față de nivelul în urcare atins în precedentele trei luni, ajungând la 5,96 la sută.

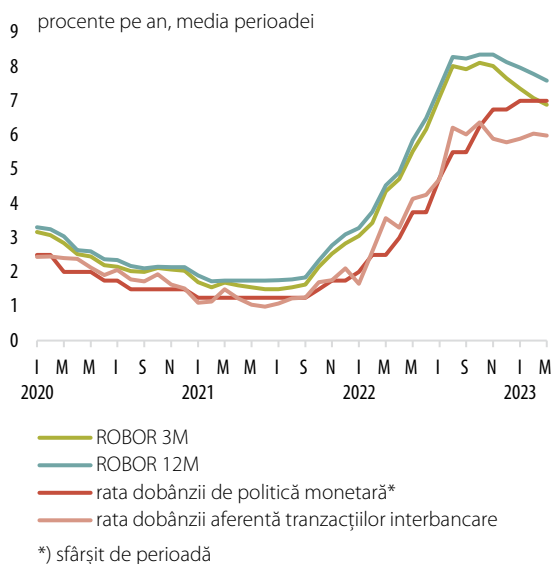
Relevante din perspectiva evoluției indicatorului au fost creșterea excedentului de lichiditate de pe piața monetară pe parcursul trimestrului, precum și drenarea acestuia de către banca centrală exclusiv prin intermediul facilității de depozit⁴⁴, în contextul persistenței percepției favorabile asupra riscului asociat piețelor financiare din regiune și al sporirii atractivității relative a plasamentelor în monedă națională.

În același timp, cotațiile ROBOR 3M-12M și-au prelungit mișcarea gradual descendentă amorșată la jumătatea trimestrului IV 2022, dar în condițiile încetinirii acesteia în a doua parte a intervalului. Cotația ROBOR 3M a coborât astfel sub nivelul ratei dobânzii de politică monetară la mijlocul trimestrului I, iar cotațiile aferente termenelor de 6 luni și 12 luni au continuat să-și reducă treptat ecartul pozitiv față de rata dobânzii-cheie. Prin urmare, mediile trimestriale ale cotațiilor pieței interbancare și-au întrerupt

parcursul ascendent din precedentele șase trimestre, diminuându-se la 7,10 la sută în cazul ROBOR 3M (-0,83 puncte procentuale, față de intervalul anterior) și la 7,42 la sută, respectiv la 7,77 la sută pe scadențele de 6 luni și 12 luni (-0,68 puncte procentuale, respectiv -0,51 puncte procentuale) (Grafic 3.2).

Pe piața titlurilor de stat, influențe semnificative au exercitat și schimbările de direcție consemnate în primul trimestru de randamentele titlurilor de stat pe termen lung din economiile dezvoltate, sub impactul revizuirilor succesive ale așteptărilor investitorilor privind perspectiva conduitei politicilor monetare ale Fed și BCE – cu implicații inclusiv asupra apetitului global pentru risc –, dar și al turbulențelor provocate de falimentul Silicon Valley Bank și Signature Bank din SUA și de situația băncii elvețiene Credit Suisse⁴⁵.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



⁴² Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare a coborât în apropierea ratei dobânzii la facilitatea de depozit în debutul lunii noiembrie 2022.

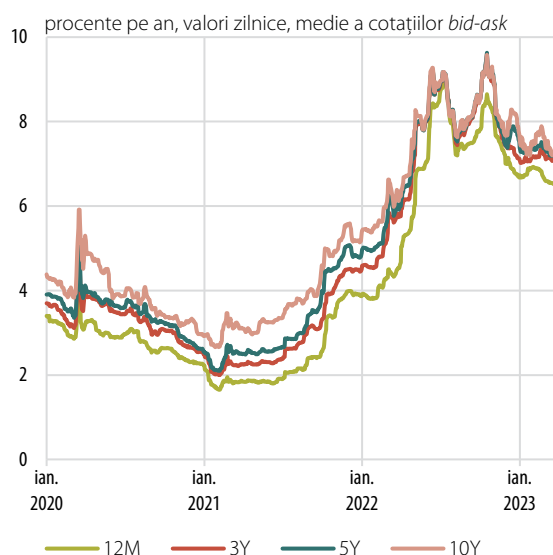
⁴³ Ponderată cu volumul tranzacțiilor.

⁴⁴ Stocul mediu zilnic al acestor plasamente s-a mărit la 22,8 miliarde lei în trimestrul I 2023, de la 6,5 miliarde lei în precedentele trei luni.

⁴⁵ În luna ianuarie, aceste randamente au consemnat scăderi, urmate însă de creșteri relativ mai ample în februarie, pe fondul revizuirii în sens ascendent a așteptărilor investitorilor privind amplitudinea creșterii ratei dobânzii de către Fed în perspectivă apropiată. În martie, randamentele au înregistrat însă scăderi bruște, corectându-și integral avansul din luna precedentă, pe fondul tensiunilor de pe piețele financiare.

De asemenea, influențe majore au venit din sporirea considerabilă a atractivității relative a titlurilor de stat denumite în lei în luna ianuarie, inclusiv pe fondul noii decizii de politică monetară a BNR.

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



În aceste condiții, cotațiile de referință⁴⁶ de pe segmentul secundar al pieței și-au reluat ori și-au prelungit mișcarea general descendentă în prima lună a trimestrului I, atingând valori minime ale ultimelor aproximativ opt luni, pentru ca în februarie să înregistreze creșteri, care s-au corectat însă integral în martie⁴⁷ (Grafic 3.3). Astfel, valorile medii lunare ale cotațiilor s-au redus în martie față de ultima lună a trimestrului IV 2022 cu 0,60 puncte procentuale și cu 0,40 puncte procentuale pe scadențele de 6 luni și 12 luni (la 6,28 la sută, respectiv la 6,60 la sută), cu până la 0,35 puncte procentuale pe maturitățile de 3 ani și 5 ani (la 7,18 la sută, respectiv la 7,31 la sută) și cu 0,52 puncte procentuale pe termenul de 10 ani (la 7,46 la sută). Pe acest fond, curba randamentelor și-a atenuat ușor înclinația pozitivă în martie 2023 în raport cu ultima lună a anului trecut.

O evoluție relativ similară a caracterizat și randamentele medii acceptate în cadrul licitațiilor de pe piața primară⁴⁸, mediile lor lunare diminuându-se în martie 2023 față de decembrie 2022 cu 0,28 puncte procentuale pe maturitatea de 12 luni (la 6,70 la sută), cu 0,43 puncte procentuale pe scadența de 5 ani (la 7,26 la sută) și cu 0,81 puncte procentuale în cazul titlurilor pe 10 ani (la 7,51 la sută)⁴⁹. Creșterea fără precedent a interesului investitorilor pentru aceste plasamente în prima lună din an, dar și pe ansamblul trimestrului I, este reflectată și de creșterea amplă în ianuarie, la maxime istorice, a raportului dintre volumul solicitat și cel anunțat în cadrul licitațiilor, precum și a proporției dintre volumul acceptat și cel anunțat al emisiunilor (la 5,24, respectiv 4,13), ce a fost succedată de o scădere în februarie și de o ușoară majorare în martie (până la 2,59, respectiv 1,26⁵⁰). În acest context, volumul total al titlurilor puse în circulație a atins în trimestrul I un nou maxim istoric, de circa 40,4 miliarde lei⁵¹ (19,5 miliarde lei în

⁴⁶ Medii ale cotațiilor bid-ask.

⁴⁷ Cotațiile aferente titlurilor cu maturitățile de 6 luni și 12 luni au atins în acest interval valori minime ale ultimelor 10 luni.

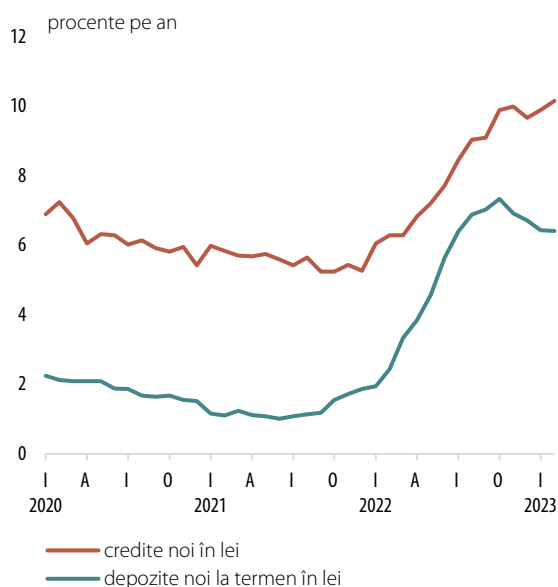
⁴⁸ În ianuarie 2023, MF a emis pe piața externă titluri de stat denumite în dolari, cu maturități de 5 ani, 10 ani și 30 de ani la randamente medii de 6,72 la sută, 7,22 la sută, respectiv 7,67 la sută, în valoare totală de 3 992,6 milioane dolari SUA. În cadrul acestei operațiuni, MF a răscumpărat totodată euroobligațiuni scadente în august 2023 și ianuarie 2024, în valoare totală de 242,6 milioane dolari SUA. De asemenea, în ianuarie 2023, au fost puse în circulație titluri de stat destinate populației, denumite în lei, prin programul „Tezaur” cu maturități de 1 an, 2 ani și 3 ani la randamente de 7,35 la sută și 7,60 la sută, respectiv 8,00 la sută, iar în februarie și martie, cu maturități de 1 an, 2 ani și 3 ani, la randamente de 7,20 la sută, 7,50 la sută, respectiv 8,00 la sută.

⁴⁹ Excepție au făcut randamentele titlurilor pe 2 ani, 6 ani și 13 ani, care au consemnat ușoare creșteri (ajungând la 7,27 la sută, 7,59 la sută, respectiv 7,99 la sută), în condițiile în care licitațiile aferente acestora s-au desfășurat în primele zile ale lunii martie.

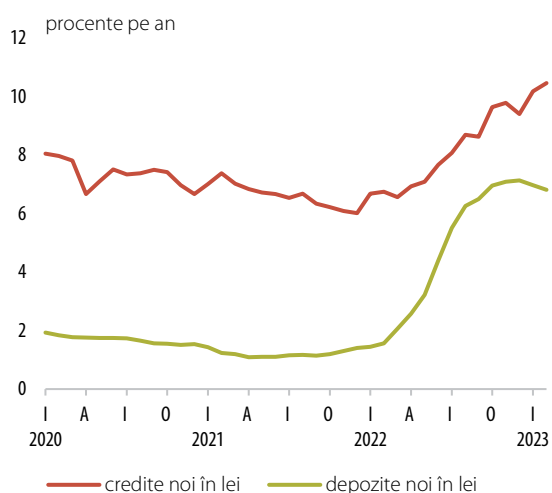
⁵⁰ Pe ansamblul trimestrului, raportul dintre volumul solicitat și cel anunțat în cadrul licitațiilor s-a reamplificat la 3,37, de la 2,14 în trimestrul IV 2022, iar cel dintre volumul acceptat și cel anunțat, la 2,25, de la 1,43.

⁵¹ În luna ianuarie, volumul emisiunilor a ajuns la 26,2 miliarde lei – un maxim istoric.

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Grafic 3.5. Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației*



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

trimestrul IV 2022), mult superior precedentului maxim înregistrat în trimestrul III 2022 (22,5 miliarde lei). Valoarea emisiunilor nete a fost doar ușor inferioară celei brute⁵², majorându-se astfel puternic, la 35,1 miliarde lei (de la 8,4 miliarde lei în trimestrul anterior).

Pe fondul evoluției cotațiilor relevante ROBOR și a IRCC din primele luni ale anului, rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebankari a continuat să se mărească pe ansamblul intervalului ianuarie-februarie 2023, dar mult mai temperat (+0,18 puncte procentuale față de media din trimestrul IV 2022, până la 10,02 la sută⁵³), iar cea aferentă depozitelor noi la termen ale acestora s-a redus (-0,56 puncte procentuale, până la 6,42 la sută) (Grafic 3.4).

Evoluțiile ratelor medii ale dobânzilor la creditele noi au fost eterogene din perspectiva celor două categorii de clienți. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației s-a majorat din nou semnificativ față de trimestrul precedent (+0,71 puncte procentuale, până la 10,33 la sută⁵⁴), în condițiile prelungirii avansului considerabil al costului mediu cu dobânda al împrumuturilor noi pentru locuințe (+0,80 puncte procentuale, până la 7,66 la sută – în corelație cu evoluția IRCC), dar și ale temperării creșterii ratei medii a dobânzii la creditele noi pentru consum (+0,22 puncte procentuale, până la 12,71 la sută) (Grafic 3.5).

Rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi ale societăților nefinanciare s-a redus în schimb cu 0,57 puncte procentuale față de media trimestrului IV 2022, la 9,61 la sută, întrerupându-și astfel ascensiunea din precedentele cinci trimestre⁵⁵ (Grafic 3.6). Inflexiunea a caracterizat ambele

categorii principale de împrumuturi, o descreștere mai amplă fiind consemnată totuși de rata medie a dobânzii la creditele de valoare mare, peste echivalentul a 1 milion de euro (-0,85 puncte procentuale, până la 9,07 la sută). Costul mediu cu dobânda al

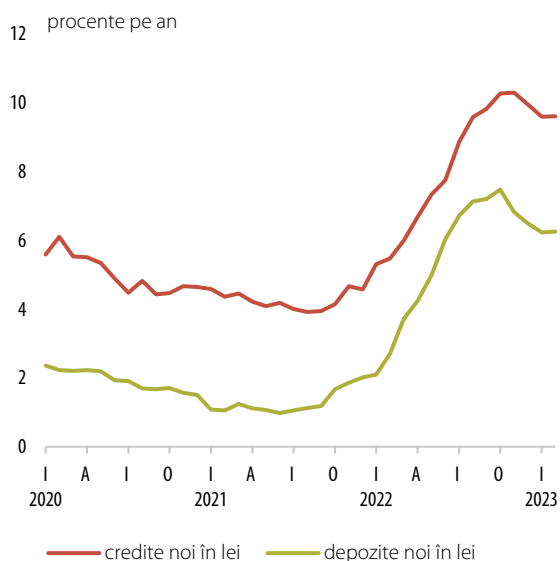
⁵² Dat fiind volumul relativ redus al titlurilor ajunse la scadență pe ansamblul celor trei luni.

⁵³ În condițiile în care indicatorul s-a majorat în ambele luni, atingând în februarie un vârf al ultimilor aproape 10 ani (10,15 la sută).

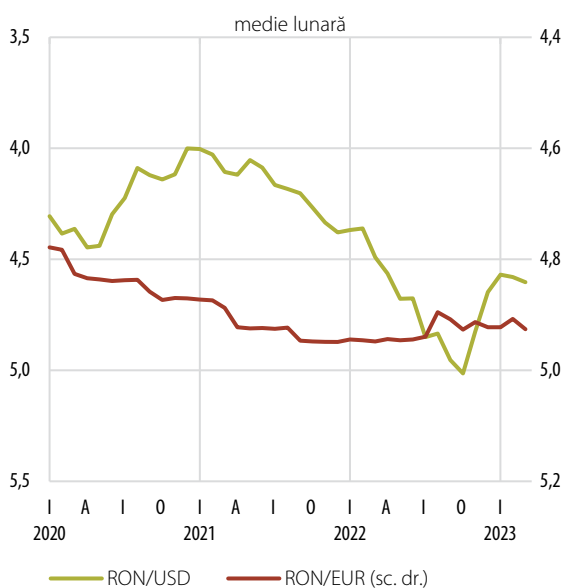
⁵⁴ În luna februarie, aceasta a urcat la un maxim al ultimilor nouă ani și jumătate (10,47 la sută).

⁵⁵ Pe acest fond, rata medie a dobânzii la creditele noi ale societăților nefinanciare a redevenit inferioară celei de pe segmentul populației, după ce în intervalul mai-decembrie 2022 s-a plasat în mod atipic, deasupra acesteia.

Grafic 3.6. Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare



Grafic 3.7. Cursul de schimb nominal



creditelor de valoare mică, sub respectivul prag, s-a diminuat cu 0,32 puncte procentuale, la 9,98 la sută.

În cazul depozitelor noi la termen, rata medie a dobânzii a consemnat descreșteri pe ansamblul perioadei ianuarie-februarie, atât pe segmentul populației, după o ascensiune continuă în precedentele cinci trimestre (-0,17 puncte procentuale față de media precedentelor trei luni, până la 6,89 la sută), cât și pe cel al societăților nefinanciare, unde ajustarea a fost mai pronunțată, inclusiv față de cea din trimestrul anterior (-0,69 puncte procentuale, până la 6,25 la sută).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro a scăzut din nou în prima parte a trimestrului I 2023 și s-a mărit mai modest ulterior, revenind doar temporar spre finele intervalului în preajma valorilor prevalente în semestrul I 2022 (Grafic 3.7).

Raportul leu/euro a rămas cvasistabil în primele zile din 2023, după creșterea relativ abruptă de la finele anului precedent⁵⁶, iar la mijlocul lunii ianuarie a înregistrat o nouă scădere, în condițiile sporirii atractivității relative a titlurilor de stat denumite în lei⁵⁷ (Tabel 3.1), dar mai ales ca efect al ameliorării considerabile a sentimentului investitorilor față de piețele financiare din economiile emergente. Aceasta a avut ca resorturi principale expectațiile privind încetinirea întăririi politicii monetare de către băncile centrale majore⁵⁸, dar și îmbunătățirea evoluției și perspectivei economiei Chinei ca urmare a renunțării la politica „zero-COVID”, precum și descreșterea prețului gazelor naturale în Europa, de natură să susțină reziliența economiei zonei euro.

Totodată, leul a continuat să se întărească semnificativ în raport cu dolarul SUA în prima lună din an, în condițiile în care acesta a slăbit și mai mult față de euro⁵⁹, inclusiv pe fondul îngustării diferențialului ratelor dobânzilor din cele două economii.

⁵⁶ Soldată cu revenirea cursului de schimb leu/euro pe palierul mai înalt atins în prima jumătate a anului 2022.

⁵⁷ Inclusiv ca urmare a deciziei de politică monetară a BNR din această lună.

⁵⁸ Având în vedere descreșterea peste așteptări a ratei anuale a inflației în aceste state.

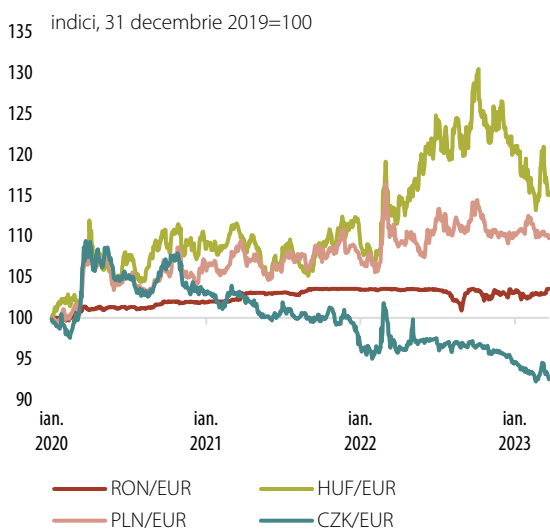
⁵⁹ Raportul euro/dolar a urcat în debutul lunii februarie la 1,0988, cea mai mare valoare din aprilie 2022 (Sursa: BCE).

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	2 luni 2022			2 luni 2023		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	5 447	7 202	-1 755	8 056	10 585	-2 530
Investiții directe	499	2 399	-1 900	100	2 076	-1 976
Investiții de portofoliu	-168	2 624	-2 792	-726	8 932	-9 657
Derivate financiare	128	x	128	113	x	113
Alte investiții	3 596	2 180	1 417	3 107	-422	3 529
– numerar și depozite	2 951	-125	3 076	2 719	-405	3 124
– împrumuturi	3	1 784	-1 781	106	-460	565
– altele	642	521	122	282	443	-160
Active de rezervă ale BNR (net)	1 391	0	1 391	5 461	0	5 461

*) „+” creștere/„-” scădere

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



Sursa: BCE, BNR

Cursul de schimb leu/euro a consemnat ulterior mici fluctuații⁶⁰, iar din a doua parte a lunii februarie s-a stabilizat pe un palier doar ușor mai ridicat. Evoluția a reflectat influențele venite, pe de o parte, din diminuarea temporară a apetitului global pentru risc⁶¹, precum și din turbulențele produse în sistemele bancare din SUA și Elveția – calmate totuși rapid de acțiunile autorităților și de deciziile de politică monetară ale BCE și Fed –, iar, pe de altă parte, din persistența percepției general favorabile asupra riscului asociat piețelor financiare din regiune și din ameliorarea considerabilă a soldului schimburilor comerciale cu exteriorul, inclusiv în corelație cu îmbunătățirea raportului de schimb. Totodată, în ultimele zile ale lunii martie, cursul de schimb al leului a urcat doar temporar în proximitatea valorilor prevalente în semestrul I 2022⁶² (Grafic 3.8). Raportul leu/dolar și-a stopat însă mișcarea descendentă amorsată la mijlocul semestrului II 2022, înregistrând o mică creștere în februarie, urmată de o scădere similară ca amplitudine în luna martie, în condițiile în care dolarul SUA și-a întrerupt deprecierea față de euro.

Pe ansamblul trimestrului I, rulajul pieței valutare interbancare a rămas ridicat și s-a soldat cu un excedent, în premieră pentru ultimii circa nouă ani, inclusiv pe seama creșterii soldului pozitiv al tranzacțiilor rezidenților.

În acest interval, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 0,1 la sută în termeni nominali^{63,64} și s-a apreciat cu 2,3 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a apreciat cu 1,0 la sută în termeni nominali și cu 3,3 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea monedei americane a continuat să scadă în raport cu euro. Din perspectiva variației anuale

⁶⁰ Pe fondul persistenței sentimentului favorabil al pieței financiare internaționale, inclusiv în condițiile în care deciziile de politică monetară ale Fed și BCE din debutul intervalului au fost în linie cu așteptările investitorilor.

⁶¹ Ca urmare a revizuirii în sens ascendent a așteptărilor investitorilor privind amplitudinea creșterii ratei dobânzii de către Fed în perspectivă apropiată, date fiind reziliența peste așteptări a activității economice, precum și perspectiva unui ritm al dezinflației inferior celui anticipat, evidențiate de datele publicate în acest interval.

⁶² Pe piața financiară din regiune, evoluțiile ratelor de schimb ale principalelor monede față de euro au avut un caracter mixt în trimestrul I. Astfel, cursurile de schimb ale coroanei cehe și forintului și-au prelungit în februarie tendința descendentă, pe care și-au inversat-o apoi temporar în prima jumătate a lunii martie, în timp ce raportul zlot/euro s-a menținut relativ stabil, consemnând doar o creștere episodică la jumătatea intervalului.

⁶³ Pe baza valorilor medii din decembrie, respectiv martie, ale cursului de schimb.

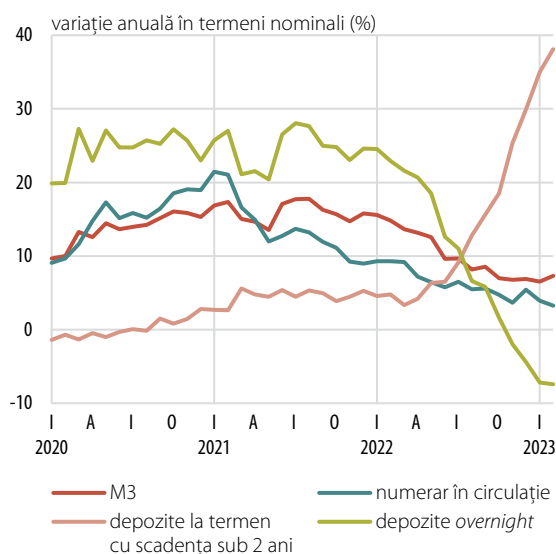
⁶⁴ O depreciere similară în raport cu euro a consemnat în același interval zlotul (0,1 la sută), în timp ce coroana cehă și forintul s-au apreciat față de moneda unică europeană (cu 2,5 la sută, respectiv 5,9 la sută).

medii a cursului de schimb, leul și-a menținut constantă aprecierea în raport cu euro și și-a diminuat semnificativ deprecierea față de dolarul SUA.

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

	variație procentuală în termeni nominali					
	2022				2023	
	I	II	III	IV	ian.	feb.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	14,7	11,8	8,8	6,9	6,5	7,3
M1	19,4	14,4	7,3	-0,1	-4,5	-4,8
Numerar în circulație	9,3	6,5	5,8	4,6	3,9	3,3
Depozite <i>overnight</i>	23,0	17,3	7,8	-1,6	-7,2	-7,4
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	4,2	5,7	12,5	24,6	35,0	38,1

Grafic 3.9. Principalele componente ale masei monetare



2.3. Moneda și creditul

Moneda

Dinamica anuală⁶⁵ a masei monetare (M3) și-a stopat declinul în intervalul ianuarie-februarie 2023, media ei rămânând la nivelul din trimestrul IV 2022, de 6,9 la sută⁶⁶ (Tabel 3.2), în contextul relativei relaxări a execuției bugetare în raport cu aceeași perioadă a anului trecut.

Structura agregatului monetar M3 a continuat însă să se modifice, sub influența intensificării pe mai departe a procesului de realocare a plasamentelor ON în lei și în valută înspre depozite la termen, cu precădere în monedă națională, atât în cazul populației, cât și în cel al societăților nefinanciare, pe fondul nivelului ridicat al ratelor dobânzilor bonificate și al evoluției raportului leu/euro.

Astfel, masa monetară în sens restrâns (M1) și-a accentuat contracția în termeni anuali în primele două luni ale anului⁶⁷, ca urmare a accelerării scăderii față de aceeași perioadă a anului trecut a depozitelor ON în lei ale ambelor categorii principale de clienți, precum și ca efect al declinului pronunțat suferit de plasamentele similare în valută⁶⁸, în premieră pentru ultimii 11 ani. O influență suplimentară, dar mult mai modestă, a venit din continuarea descreșterii dinamicii anuale a numerarului în circulație (Grafic 3.9).

În schimb, depozitele la termen sub 2 ani și-au accelerat semnificativ creșterea anuală și în acest interval⁶⁹, în contextul unui nou salt consemnat de dinamica plasamentelor în monedă națională, dar și cu aportul majorării alerte a depozitelor în valută, pe fondul ratelor înalte/în ascensiune ale dobânzilor bonificate. Similar trimestrului anterior, accelerarea a fost antrenată mai cu seamă de plasamentele populației, în condițiile în care dinamica

⁶⁵ În absența altor precizări, în această secțiune variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni nominali.

⁶⁶ În termeni reali, dinamica anuală a masei monetare și-a temperat ușor variația negativă, ajungând la -7,3 la sută ca medie a perioadei ianuarie-februarie 2023, de la -8,0 la sută în trimestrul IV 2022, pe fondul descreșterii ratei anuale a inflației.

⁶⁷ Dinamica anuală a M1 a atins în acest interval un minim al ultimilor 13 ani, din perspectiva datelor trimestriale.

⁶⁸ După ce în trimestrul IV 2022 dinamica anuală a acestora a coborât la nivelul de o cifră, pentru prima oară în ultimii circa opt ani și jumătate. Calcule efectuate pe baza soldurilor exprimate în euro.

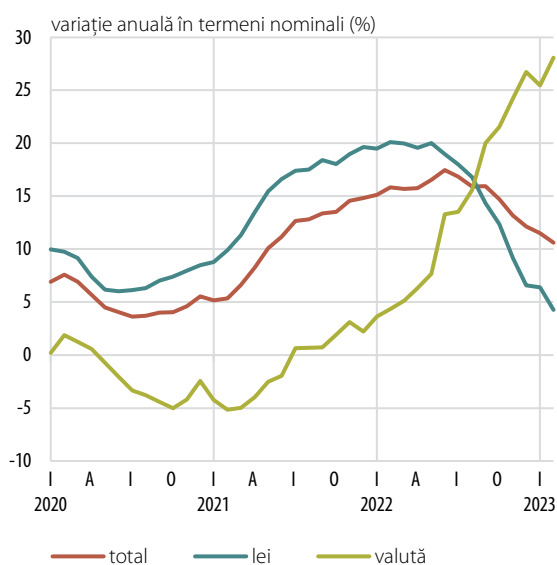
⁶⁹ Aceasta atingând un nou maxim al ultimilor 13 ani.

anuală a componentei lor în lei s-a cvasidublat, iar cea a depozitelor în valută s-a mărit la valori de două cifre. În același timp, variația anuală foarte înaltă a depozitelor la termen sub 2 ani ale societăților nefinanciare și-a prelungit ascensiunea, prioritar pe seama evoluției plasamentelor în lei, dar și ca efect al majorării celor în valută.

În plan sectorial, determinantă pentru evoluția M3 din acest interval a fost cvasistoparea descreșterii variației depozitelor societăților nefinanciare, pe fondul temperării decelerării creșterii împrumuturilor acestui sector și al ameliorării soldului tranzacțiilor comerciale cu străinătatea, dar și în condițiile sporirii sumelor primite de la buget, conform datelor privind execuția bugetară. În același timp, depozitele populației și-au reamplificat ușor dinamica anuală, în corelație cu relativa accelerare a creșterii salariilor, dar și cu încetinirea ritmului cumpărilor de bunuri și servicii.

Din perspectiva principalelor contrapartide ale M3, stoparea decelerării creșterii acesteia a reflectat influențele divergente venite, pe de o parte, din plusul de dinamică consemnat de activele externe nete ale sistemului bancar⁷⁰, precum și de plasamentele în titluri de stat ale instituțiilor de credit, iar, pe de altă parte, din mărirea avansului pasivelor financiare pe termen lung⁷¹ și a variației deținerilor de titluri de stat ale populației.

Grafic 3.10. Creditul acordat sectorului privat pe monede



Creditul acordat sectorului privat

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a încetinit scăderea în primele două luni ale anului, media sa ajungând la 11,1 la sută, de la 13,3 la sută în trimestrul IV 2022⁷², în condițiile temperării decelerării creșterii creditului în lei (Grafic 3.10). În schimb, după ascensiunea alertă din precedentele două trimestre, variația anuală a creditului în valută (exprimat în euro) a rămas relativ constantă, dar la un nivel deosebit de înalt, astfel încât ponderea componentei în lei în totalul creditului acordat sectorului privat a continuat să se reducă, până la 68,3 la sută în februarie, de la 68,8 la sută în decembrie 2022.

Din perspectivă sectorială, încetinirea scăderii dinamicii creditului acordat sectorului privat s-a datorat variației împrumuturilor societăților nefinanciare, a căror componentă în lei și-a temperat

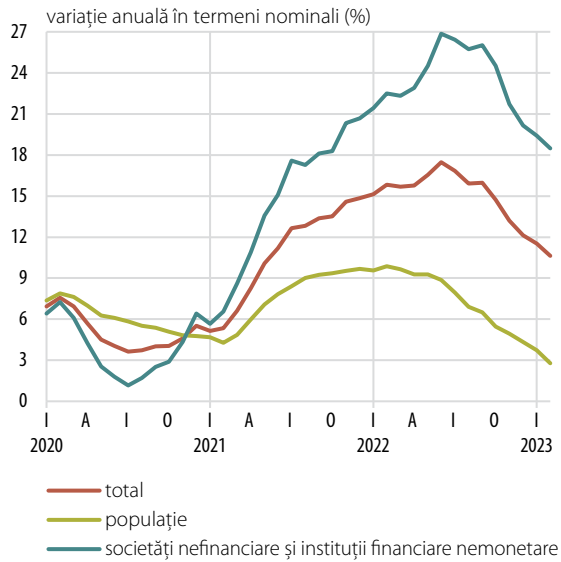
descreșterea de ritm, sub impactul majorării substanțiale în luna ianuarie a volumului creditelor noi acordate în cadrul programelor de sprijin guvernamental („IMM Invest Plus”) (Grafic 3.11). Influența dinamicii foarte ridicate a creditului în valută al acestui

⁷⁰ În principal, ca urmare a emisiunii de obligațiuni denumite în dolari SUA în volum de 4 miliarde dolari SUA efectuate de Ministerul Finanțelor, precum și a majorării cumpărilor de titluri de stat în lei ale nerezidenților.

⁷¹ Inclusiv conturile de capital.

⁷² În termeni reali, dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat s-a adâncit în teritoriul negativ, coborând la -3,7 la sută pe ansamblul perioadei, de la -2,4 la sută în trimestrul IV 2022.

Grafic 3.11. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



sector a fost minoră în acest interval, dată fiind încetinirea puternică a ascensiunii acestuia, cu precădere pe seama evoluției împrumuturilor pe termen scurt.

Pe segmentul populației, creșterea creditului a continuat să decelereze într-un ritm relativ similar celui din trimestrul precedent, în condițiile unor noi scăderi de dinamică consemnate de ambele categorii principale de credite în lei, dar mai cu seamă de cele pentru locuințe⁷³, pe fondul ascensiunii ratelor dobânzilor și al înăspriii standardelor de creditare. Influențele astfel exercitate au fost doar ușor atenuate de prelungirea tendinței de diminuare lentă a contracției anuale a împrumuturilor în valută (exprimate în euro) ale acestui sector, amorsată în primul trimestru din 2021.

⁷³ Al căror flux a revenit la valoarea minimă a ultimelor 12 luni consemnată în noiembrie 2022, chiar și în condițiile reintensificării operațiunilor de renegociere în acest interval; ajustat cu influența împrumuturilor renegociate, fluxul acestor credite și-a accentuat considerabil contracția anuală.

4. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC este prognozată în reducere continuă până la orizontul proiecției (martie 2025), cu un progres notabil în special pe parcursul acestui an, noua traiectorie a variabilei fiind relativ similară celei anticipate în *Raportul* precedent. Valorile preconizate vor rămâne superioare intervalului țintei centrale. Pentru finele anului curent scenariul de bază actualizat indică decelerarea indicatorului până la 7,1 la sută, ulterior urmând să coboare la 4,2 la sută în decembrie 2024 și la 3,9 la sută în martie 2025. În structură, se prefigurează evoluții eterogene ale inflației CORE2 ajustat și, respectiv, ale componentelor exogene ale coșului. Astfel, impactul majorării generalizate a costurilor de producție ale companiilor va continua să fie transmis de o manieră persistentă asupra indicelui CORE2 ajustat, transmisie facilitată inclusiv de condițiile de cerere încă deosebit de favorabile. În acest context, dinamica anuală a componentei inflației de bază se va reduce de o manieră doar graduală pe tot intervalul proiecției, menținându-se la niveluri plasate peste cele ale indicatorului *headline* (IPC). În schimb, contribuția la rata anuală a inflației IPC a prețurilor energiei (combustibili, energie electrică, gaze naturale) va deveni chiar negativă pe parcursul acestui an, în principal pe seama efectelor de bază substanțiale, asociate scumpirilor din aceeași perioadă a anului trecut, dar și ca urmare a redefinirii caracteristicilor schemelor de plafonare și compensare a tarifelor la energie electrică și gaze naturale începând cu 1 ianuarie 2023.

Balanța riscurilor la adresa traiectoriei prognozate a inflației IPC din scenariul de bază este evaluată a fi una relativ echilibrată. Implicațiile pe multiple planuri, dar în principal cele economice, ale războiului din Ucraina, rămân principala sursă de riscuri și incertitudini la adresa proiecției macroeconomice.

Scenariul de bază

4.1. Ipoteze externe

Comparativ cu *Raportul* anterior, pe ansamblu, perspectivele privind activitatea economică a partenerilor externi s-au îmbunătățit. Zona euro a înregistrat o evoluție peste așteptări la finalul anului trecut, iar datele preliminare indică o ușoară creștere trimestrială a cererii externe (PIB UE efectiv) și în trimestrul I 2023. În măsura în care datele vor fi confirmate, se poate vorbi despre evitarea scenariului anticipat anterior al înregistrării unei recesiuni tehnice în trimestrele IV 2022 și, respectiv, I 2023. Ulterior, se preconizează o tendință de dinamizare a economiei, corelată cu atenuarea șocurilor care au afectat anterior lanțurile de aprovizionare și prețurile materiilor prime. Astfel, dinamica cererii externe a fost revizuită în sus în anul 2023, în principal pe fondul aportului mai favorabil din partea exporturilor nete, date fiind cererea mai redusă

privind importurile de energie (condiții meteo favorabile), diversificarea surselor de aprovizionare cu materii prime energetice și atenuarea sincopelor în lanțurile globale de aprovizionare (Tabel 4.1).

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2023	2024
Creșterea economică în UE efectiv (%)	0,3	1,4
Inflația anuală din zona euro (%)	5,3	2,9
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	6,4	2,8
Inflația anuală IPC SUA (%)	3,7	2,0
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	3,1	3,0
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,09	1,12
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	82,6	77,7

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

Perspectivele îmbunătățite ale activității economice au implicat și o revizuire în sus a deviației cererii externe efective, atât pe termen scurt, cât și pe termen mediu. Totuși, aceasta este estimată a rămâne în teritoriul negativ în cea mai mare parte a intervalului de prognoză și chiar în deschidere pe tot parcursul anului curent, exercitând un impact general mai puțin favorabil asupra activității economice interne. Deviația cererii externe efective este proiectată să atingă valori neutre la finalul anului 2024.

Rata medie anuală a inflației din zona euro (IAPC) a fost revizuită în jos în 2023, fiind anticipată a se plasa la 5,3 la sută (comparativ cu 5,9 la sută în *Raportul anterior*). În profil trimestrial, punctul de

maxim este evaluat a fi fost deja atins pe parcursul trimestrului IV 2022 (10,6 la sută în luna octombrie). Astfel, începând cu trimestrul I 2023, indicatorul se va înscrie pe o traiectorie cvasidescendentă, cu mici fluctuații în a doua parte a intervalului de proiecție, rămânând însă peste nivelul de 2 la sută la orizontul prognozei (2,4 la sută în trimestrul I 2025). Reducerea ratei inflației reflectă în principal evoluțiile favorabile ale componentei „energie” (pe seama unor importante efecte de bază), atenuate parțial de dinamica mai alertă a componentei IAPC exclusiv energia⁷⁴ din zona euro. Aceasta din urmă a fost revizuită în sens ascendent în 2023, la 6,4 la sută (comparativ cu 5,5 la sută în *Raportul anterior*). În profil trimestrial, rata anuală a inflației IAPC exclusiv energia este evaluată a fi atins un punct de maxim în trimestrul I 2023. Ulterior, indicatorul este așteptat să scadă pe parcursul intervalului de proiecție, plasându-se la un nivel similar inflației *headline* la orizontul prognozei. Printre factorii care determină evoluția pe termen scurt a inflației IAPC exclusiv energia se numără efectele, transmise cu un decalaj temporal, ale prețurilor recente ridicate la energie, respectiv cele ale deprecierii anterioare a euro. Pe termen mediu, este așteptată o evoluție în temperare, în condițiile scăderii presiunilor inflaționiste din zona energiei și, respectiv, ale continuării propagării în economie a efectelor politicii monetare mai restrictive.

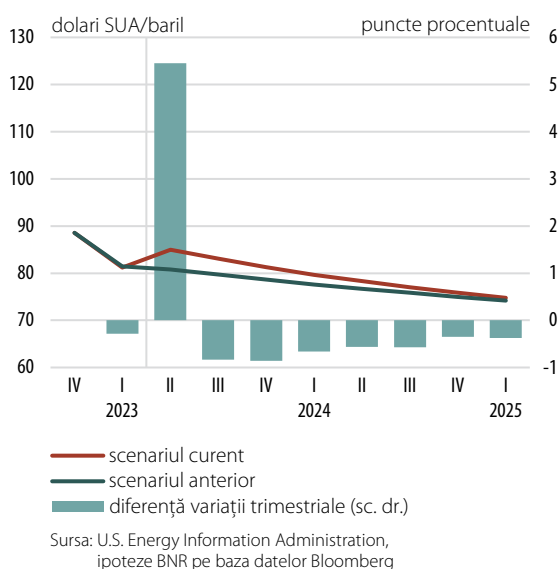
Rata nominală a dobânzii EURIBOR 3M a avansat în teritoriul pozitiv în trimestrul I 2023 și este anticipată a-și continua creșterea până în trimestrul III 2023, ulterior, începând cu trimestrul I 2024, urmând să scadă ușor până la orizontul proiecției. Caracterul ratei reale a dobânzii EURIBOR la 3 luni este evaluat a rămâne stimulativ doar pe termen scurt, în contextul normalizării politicii monetare a BCE și al atenuării pe termen mediu a presiunilor inflaționiste. Începând din trimestrul III 2023, rata reală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este anticipată a intra în teritoriul pozitiv și a persista la valori pozitive până la orizontul proiecției. În paralel, deviația de la trend a variabilei este evaluată a reveni în teritoriul pozitiv în a doua jumătate a anului curent și a se menține

⁷⁴ O măsură a inflației de bază.

ulterior deasupra valorii nule în majoritatea trimestrelor care alcătuiesc intervalul de prognoză.

Traectoria cursului de schimb al euro față de dolarul SUA rămâne marcată de incertitudini ample. Pe termen scurt, se estimează o apreciere a monedei europene în raport cu dolarul SUA, în contextul caracteristicilor specifice ale procesului de normalizare a politicii monetare a BCE, iar în perspectivă este previzibilă o continuare a tendinței de apreciere, dar într-un ritm considerabil mai lent.

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 perspectivelor de încetinire a activității economice globale, deși la începutul trimestrului II 2023, în contextul anunțului privind reducerea producției de petrol din partea membrilor OPEC+, prețul petrolului a înregistrat o creștere, ce s-a dovedit ulterior a fi doar temporară. Astfel, la orizontul proiecției, prețul petrolului Brent este prognozat a se plasa în jurul valorii de 75 USD/baril (Grafic 4.1). Pe latura cererii, pe termen scurt și mediu acționează, pe de o parte, continuarea procesului de înăsprire generalizată a politicilor monetare ale băncilor centrale, iar pe de altă parte, reluarea cererii de petrol de către China, ulterior eliminării restricțiilor COVID. Pe latura ofertei, printre determinanți se evidențiază posibile noi decizii privind reducerea volumului producției de petrol de către membrii

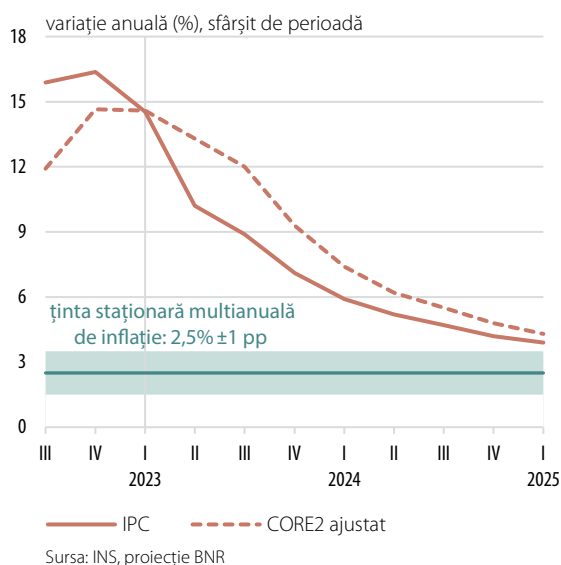
OPEC+, contrabalansată parțial de o creștere a producției din partea celor non-OPEC (în special a SUA). Proiecția evoluției viitoare a prețului petrolului rămâne astfel grevată de incertitudini ridicate.

4.2. Perspectivele inflației

După atingerea unui maxim în noiembrie 2022, rata anuală a inflației IPC a înregistrat valori în reducere, tendința descendentă fiind prognozată să continue până la orizontul proiecției (martie 2025), pe o traiectorie plasată însă peste intervalul țintei centrale (Grafic 4.2). Similar ediției precedente a *Raportului*, revenirea la valori cu o singură cifră este anticipată pentru trimestrul III al anului curent. După un progres dezinflaționist notabil preconizat pe parcursul acestui an, în decembrie 2023 indicatorul va atinge 7,1 la sută, urmând să coboare la 4,2 la sută la sfârșitul anului 2024 și la 3,9 la sută în martie 2025.

În structură, corecția descendentă a ratei anuale a inflației IPC este anticipată pe fondul unor evoluții eterogene ale subcomponentelor indicelui. Pe de o parte, impactul majorării generalizate a costurilor de producție ale companiilor (în special cele cu energia și alte materii prime, precum și cu forța de muncă) va continua să fie transmis de o manieră persistentă asupra componentei inflației de bază,

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat



transmisie facilitată inclusiv de condițiile de cerere încă deosebit de favorabile. Ca urmare, dinamica anuală a indicelui CORE2 ajustat se va reduce de o manieră doar graduală pe tot intervalul proiecției, menținându-se la niveluri ridicate atât în raport cu ținta de inflație, cât și cu valorile proiectate ale indicelui *headline* (Grafic 4.2). Pe de altă parte, dinamica anuală a prețurilor energiei va continua să decelereze foarte rapid în prima parte a anului curent, în special pe seama unor efecte de bază substanțiale, asociate scumpirilor din aceeași perioadă a anului trecut (ocazionate în principal de izbucnirea războiului din Ucraina), și, într-o mai mică măsură, ca urmare a schemelor de plafonare și compensare a tarifelor la energie electrică și gaze naturale. Astfel, după doi ani în care prețurile energiei au consemnat dinamici deosebit de ample, acestea vor înregistra o rată anuală negativă la sfârșitul anului curent, echivalentul unei corecții

de aproximativ 4,5 puncte procentuale a contribuției lor la inflația anuală IPC față de decembrie 2022. În aceste condiții, ritmul dezinflației la nivelul IPC va fi deosebit de alert în trimestrul II 2023⁷⁵, iar ulterior se va mai tempera.

Prognoza actualizată indică atât o traiectorie, cât și valori relativ similare celor publicate în *Raportul* precedent, pentru finele anului curent aceasta fiind revizuită marginal, cu +0,1 puncte procentuale, în timp ce pentru decembrie 2024, se reconfirmă prognoza anterioară. În structură, contribuțiile componentelor indicelui au fost revizuite doar marginal față de cel mai recent *Raport asupra inflației*. Astfel, în prima parte a intervalului proiecției, inflația de bază, cea a combustibililor și cea a prețurilor administrate (exclusiv energie electrică și gaze naturale) sunt anticipate la valori ușor mai reduse, în timp ce dinamica prețurilor LFO și cea a energiei electrice au fost revizuite în sens invers. În a doua parte a intervalului proiecției, contribuția inflației de bază este ușor mai ridicată, iar cele ale combustibililor și ale LFO sunt marginal mai reduse.

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

	variație anuală (%); sfârșit de perioadă							
	2023			2024				2025
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	10,2	8,9	7,1	5,9	5,2	4,7	4,2	3,9
Proiecție IPC*	9,8	8,3	6,6	5,7	4,9	4,4	3,9	3,6
Proiecție CORE2 ajustat	13,3	12,0	9,3	7,4	6,2	5,5	4,8	4,3

*) calculat la taxe constante

După inversarea tendinței ascendente la finalul trimestrului I 2023, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este proiectată pe o traiectorie în reducere continuă, însă de o manieră doar graduală, aceasta menținându-se la niveluri superioare intervalului țintei de inflație (Grafic 4.2, Tabel 4.2). În condițiile dinamicii anuale mult mai reduse a componentelor exogene ale coșului, inflația de bază va depăși sistematic, începând din martie 2023, rata inflației IPC. Astfel, ecartul dintre acestea va atinge un

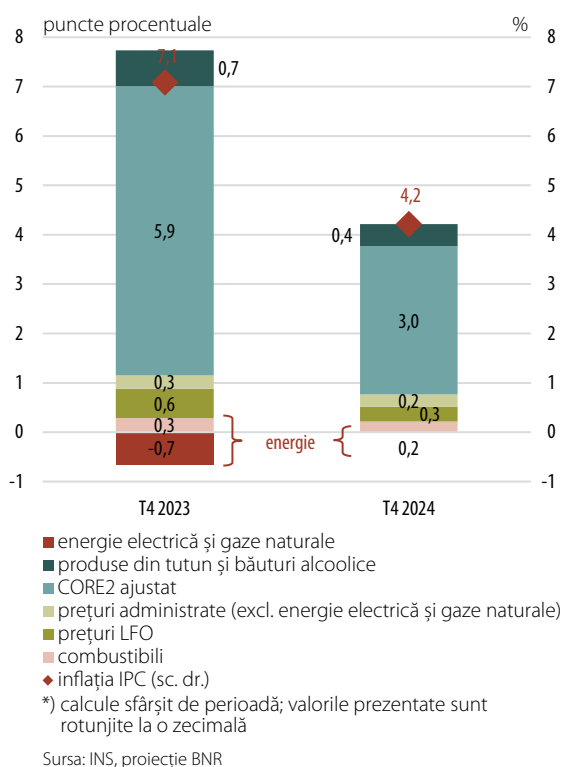
⁷⁵ Dinamica anuală a IPC este prognozată să se reducă cu circa 4,3 puncte procentuale între martie și iunie.

maxim de 3,1 puncte procentuale în trimestrele II și III ale anului curent, însă ulterior se va diminua, până la un minim de 0,4 puncte procentuale în martie 2025. Valorile prognozate sunt de 9,3 la sută la finele anului curent, 4,8 la sută la sfârșitul celui viitor și 4,3 la sută la orizontul proiecției, respectiv finele trimestrului I 2025.

Menținerea inflației de bază la valori superioare intervalului țintei este determinată de persistența presiunilor inflaționiste asociate majorărilor ample ale costurilor de producție ale companiilor care au debutat încă din 2021 și, ulterior, s-au amplificat pe parcursul anului 2022 (în special cele cu energia și alte materii prime, precum și cu forța de muncă), transmisia acestora în prețurile finale ale bunurilor fiind facilitată inclusiv de condițiile de cerere încă deosebit de favorabile. Una din consecințe a fost și menținerea marjelor de profit ale companiilor la niveluri ridicate pe parcursul ultimilor doi ani. După atingerea unui maxim în trimestrul IV 2022, deviația PIB este proiectată în reducere continuă, resorbirea aproape completă a excedentului de cerere urmând să aibă loc spre finele intervalului de prognoză⁷⁶. Reflectând influența tuturor determinanților menționați anterior, pornind de la niveluri ridicate, așteptările inflaționiste vor consemna o traiectorie descendentă până la orizontul proiecției. O reducere relativ mai rapidă a presiunilor inflaționiste, în special în 2024, este anticipată în cazul prețurilor bunurilor din import, ce va

reflecta dinamica proiectată a inflației IAPC exclusiv energie din zona euro⁷⁷.

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



În raport cu proiecția publicată în *Raportul* din februarie 2023, valorile actualizate ale inflației de bază sunt mai reduse în prima parte a intervalului prognozei. Pe termen scurt, s-au consemnat evoluții mai favorabile pe segmentul alimentar, pe fondul corecției principalelor cotații ale materiilor prime, o influență suplimentară fiind anticipată din partea deciziei voluntare a retailerilor de a reduce temporar (în intervalul mai-octombrie) prețul la raft al sortimentelor de lapte din producția internă. De asemenea, la revizuire a contribuit și ajustarea pe un palier mai redus a așteptărilor privind inflația ale consumatorilor și, respectiv, ale operatorilor economici. În a doua parte a intervalului, inflația de bază este revizuită marginal ascendent, în principal ca urmare a reevaluării în același sens, pe tot intervalul de opt trimestre, a traiectoriei deviației PIB.

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate (inclusiv cele ale energiei

⁷⁶ Pentru detalii a se vedea Secțiunea 4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție.

⁷⁷ Conform Proiecțiilor macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE – ediția martie 2023, dinamica medie anuală a indicatorului va coborî de la 5,8 la sută în 2023 la 2,7 la sută în 2024.

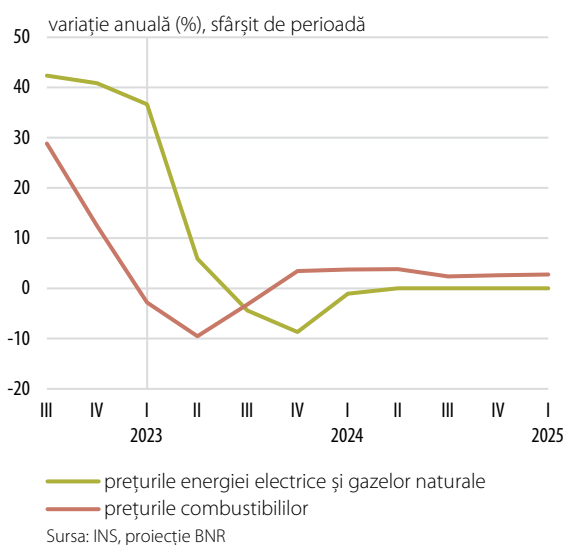
electrice și ale gazelor naturale), prețurile volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor, produselor din tutun și băuturilor alcoolice – rata anuală a inflației IPC este previzionată la 1,2 puncte procentuale atât la sfârșitul anului curent, cât și pentru decembrie 2024, în timp ce pentru orizontul proiecției este anticipată la 1,3 puncte procentuale (Grafic 4.3). Față de *Raportul precedent*, valorile pentru 2023 au fost revizuite în sus, iar cele pentru 2024 marginal în jos. Reevaluarea de la finalul

anului curent se datorează, în principal, impactului mai puțin favorabil față de cel anticipat asociat revizuirii schemei de plafonare și compensare la energia electrică, la care se adaugă și dinamizarea componentei prețurilor volatile LFO.

Rata anuală a inflației combustibililor este prognozată a înregistra valori negative până în trimestrul III 2023 (Grafic 4.4, Tabel 4.3), în contextul efectelor de bază substanțiale asociate scumpirilor din aceeași perioadă a anului trecut, ocazionate de efectele războiului din Ucraina, la care se adaugă și decizia autorităților de a diminua cuantumul accizei la carburanți începând cu 1 ianuarie 2023 (cu efecte asupra dinamicii anuale timp de patru trimestre). Dinamica favorabilă este atenuată, parțial, de expirarea, tot de la 1 ianuarie, a măsurii de compensare a prețurilor la carburanți, dar și de majorarea cotațiilor petrolului⁷⁸ de la începutul trimestrului II. Suplimentar, în luna aprilie, odată cu expirarea măsurii de plafonare a prețului pentru lemnele de foc, a fost presupusă o majorare a acestuia. Proiecția pentru sfârșitul anului curent indică o revenire la valori pozitive a dinamicii prețurilor combustibililor – pe fondul efectelor statistice nefavorabile asociate ieșirii din baza de calcul a ieftinirilor petrolului la finele anului trecut – și menținerea acestora în teritoriul pozitiv pe restul intervalului de prognoză. Traiectoria a fost revizuită descendent față de *Raportul asupra inflației precedent*, mai substanțial pe parcursul anului 2023. Această reevaluare s-a produs ca urmare a anticipării unor dinamici trimestriale ale prețului petrolului, indicate de cotațiile *futures*, inferioare celor din runda precedentă începând cu

trimestrul III 2023, dar și a unei traiectorii mai depreciate a dolarului SUA în raport cu euro, cu impact asupra cursului de schimb USD/RON, relevant pentru evoluția prețurilor în lei ale acestei categorii de produse.

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor combustibililor și a celor ale energiei electrice și gazelor naturale



Tabel 4.3. Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă			
	dec. 2022	dec. 2023	dec. 2024	mar. 2025
Prețuri bunuri energetice	26,7	-2,3	1,4	1,5
Prețuri combustibili	12,4	3,4	2,6	2,8
Prețuri energie electrică și gaze naturale	40,8	-8,7	0,0	0,0
Prețuri LFO	20,7	9,9	5,0	5,5
Prețuri administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)	11,7	3,6	3,3	3,3
Prețuri produse din tutun și băuturi alcoolice	7,5	9,2	5,7	5,7

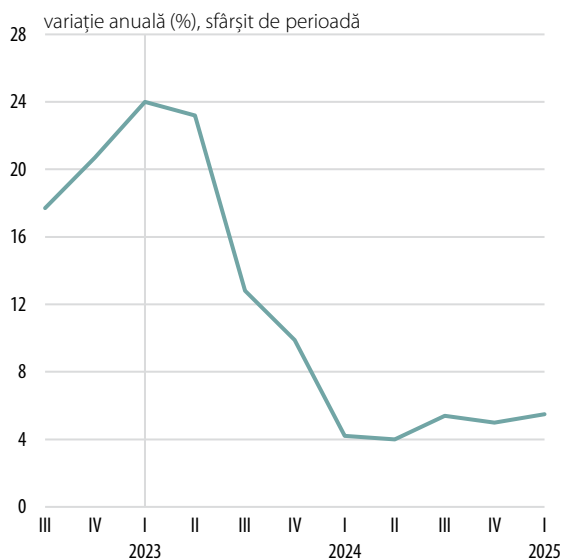
Sursa: INS, proiecție BNR

⁷⁸ Pentru detalii, a se consulta Secțiunea 4.1. Ipoteze externe.

Dinamica anuală a prețului energiei electrice⁷⁹ este prognozată în teritoriul negativ în a doua parte a anului curent și în primul trimestru din anul 2024 (Grafic 4.4, Tabel 4.3), această evoluție beneficiind, în principal, de efectul măsurilor de plafonare a prețurilor la energie electrică pentru consumatorii casnici. Sub impactul acestora, nivelurile de preț proiectate atât pentru decembrie 2024, cât și pentru orizontul proiecției sunt anticipate a se menține pe o traiectorie relativ constantă. Față de *Raportul precedent*, traiectoria a fost reevaluată ascendent, date fiind evoluțiile mai puțin favorabile față de cele anticipate asociate impactului revizuirii schemei de plafonare și compensare a prețurilor la energia electrică începând cu 1 ianuarie 2023. În cazul tarifului la gaze naturale au fost menținute ipotezele care prevăd o traiectorie relativ constantă pe intervalul prognozei, în condițiile în care prețurile de piață ale materiei prime depășesc deja nivelul impus de legislația privind plafonarea prețurilor.

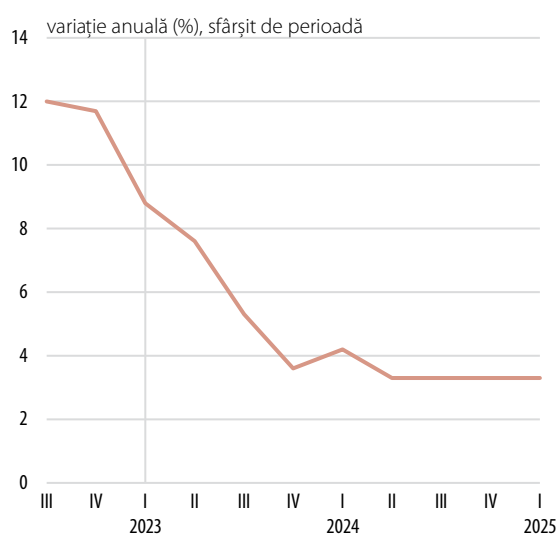
În pofda revizuirilor semnificativ ascendente pentru anul curent și începutul celui viitor, dinamica anuală a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) este anticipată a se înscrie pe o traiectorie descrescătoare până în trimestrul III 2024 (Grafic 4.5, Tabel 4.3). Proiecția componentei are drept asumptie înregistrarea unor recolte agricole normale⁸⁰. Revizuirile ascendente față de prognoza precedentă au la bază atât factori externi (penuria de legume din Europa, la care se adaugă și reducerea ofertei din Ucraina și Turcia, resimțită în special în extrasezon), pe fondul realinierii prețurilor locale la cele ale importurilor, cât și factori sezonieri (evoluțiile meteorologice nefavorabile de pe parcursul iernii). Pentru restul intervalului de prognoză, revizuirile față de *Raportul precedent* sunt reduse ca magnitudine.

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)



Sursa: INS, proiecție BNR

⁷⁹ Conform Comunicatului INS nr. 37/14 februarie 2023, energia electrică și gazele naturale au fost reincluse în grupa componentelor coșului IPC cu prețuri reglementate, ca urmare a redefinirii caracteristicilor schemelor de plafonare și compensare a tarifelor începând cu 1 ianuarie 2023.

⁸⁰ Raportat la mediile multianuale calculate ale variabilei.

Scenariul exogen privind evoluția prețurilor administrate, altele decât energie electrică și gaze naturale⁸¹, fundamentat în principal pe baza evoluțiilor istorice, prevede o dinamică în atenuare pe parcursul anului curent (Grafic 4.6, Tabel 4.3), pe seama reducerilor recente ale prețurilor unor medicamente. Pentru restul intervalului de proiecție, dinamica anuală este apropiată de cea din prognoza precedentă, având la bază tiparul istoric al ajustărilor operate în cazul principalelor categorii de produse din cadrul grupei.

Traectoria anuală a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este configurată în principal pe baza majorărilor de accize prevăzute în legislație, dar luând în considerare și comportamentul operatorilor din acest domeniu privind ajustarea prețurilor finale. Pentru anul curent, dinamica grupei (Tabel 4.3) este influențată de o scumpire a pachetului de țigarete pentru aparatele cu tutun încălzit, operată în luna februarie. În aceste condiții, proiecția pentru finele anului curent a fost revizuită în sus.

4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁸²

Deviația PIB

În ultimul trimestru al anului 2022, PIB real și-a continuat parcursul robust, înregistrând o dinamică trimestrială de 1 la sută⁸³, superioară așteptărilor formulate în cel mai recent *Raport*. Pe latura de utilizare s-a remarcat contribuția pozitivă din partea exporturilor nete. Aceasta a provenit din restrângerea puternică a importurilor, ce poate fi atribuită, doar într-o anumită măsură, intrării în vigoare a sancțiunilor aplicate achiziției țigărilor din Rusia începând cu 5 decembrie 2022. În pofida reducerii venitului disponibil real, consumul gospodăriilor populației a înregistrat, totuși, un puternic avans, peste așteptări. Acesta poate fi corelat, într-o anumită măsură, cu reducerea ratei de economisire a populației⁸⁴. Formarea brută de capital fix a consemnat o dinamică negativă moderată⁸⁵, în contextul continuării contracției volumului producției industriale (pe fondul costurilor ridicate cu energia), în pofida avansului peste așteptări al construcțiilor. Aportul deosebit de ridicat al componentei reziduale (discrepanța statistică și variația stocurilor) din perioada recentă sugerează posibile viitoare revizuirii importante ale seriilor de date. Această ipoteză este susținută și de faptul că cel mai recent comunicat al INS continuă să prezinte o discrepanță între dinamica anuală a PIB calculată pe baza datelor brute și, respectiv, cea determinată folosind date ajustate sezonier. În acest context, au fost aplicate în continuare unele ajustări⁸⁶ în procesul de evaluare a poziției ciclice a economiei.

⁸¹ Principalele categorii de produse incluse sunt energia termică, serviciile de apă, canal, salubritate și medicamentele.

⁸² 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.

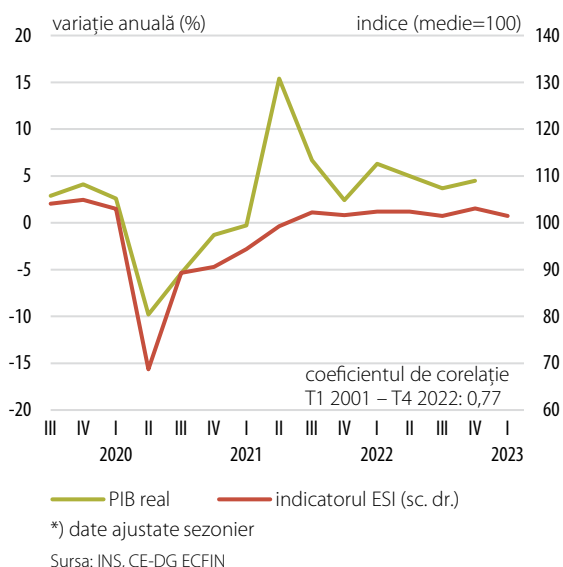
⁸³ Comunicatul INS nr. 84 din 7 aprilie 2023 aferent datelor cu caracter provizoriu (2).

⁸⁴ Comunicatul INS nr. 83 din 6 aprilie 2023 aferent veniturilor și cheltuielilor gospodăriilor în trimestrul IV 2022.

⁸⁵ Deși la precedentul comunicat al INS, din luna martie, dinamica indicatorului fusese una favorabilă în acest trimestru.

⁸⁶ Ajustările au vizat PIB și componentele sale pentru perioada de timp pentru care datele statistice au caracter provizoriu (trimestrul I 2021 – trimestrul IV 2022).

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



Proгноzele pe termen scurt indică o încetinire a dinamicii economiei în prima parte a anului curent, pe fondul propagării în economie a efectelor înăsprii condițiilor financiare și a incertitudinii care încă se menține la niveluri ridicate (ca efect al continuării războiului în Ucraina, dar și al recentelor probleme financiar-bancare de la nivel global). În trimestrul I 2023, în sens favorabil se estimează a fi contribuit detensionarea crizei energetice, favorizată de temperaturile relativ ridicate de pe parcursul iernii. În plus, cotațiile internaționale ale gazelor naturale și ale petrolului și-au continuat trendul descrescător, în timp ce în România autoritățile au ajustat din nou, în sens favorabil, prevederile schemelor de plafonare și compensare a prețului energiei electrice pentru consumatorii casnici. Pe plan global, am asistat la o ameliorare a blocajelor în lanțurile de valoare adăugată, evidențiată de indicatori precum GSCPI⁸⁷. În aceste

condiții, se poate remarca dinamica pozitivă, deși modestă din perspectivă istorică, pe ansamblul primelor două luni ale anului curent față de trimestrul IV 2022, atât a producției industriale interne, cât și a celei din zona euro. Majorările salariale de la început de an sunt apreciate fi contribuit, într-o anumită măsură, la avansul comerțului cu amănuntul și al serviciilor de piață prestate populației în perioada ianuarie-februarie. În schimb, sporirea puternică a costurilor cu forța de muncă în construcții, asociate creșterii salariului minim în domeniu (+33 la sută în termeni nominali) este considerată a fi fost un factor inhibitor la adresa activității din acest sector și din cele conexe, fapt ilustrat și de evoluția mult mai puțin favorabilă, în trimestrul I, a indicatorilor lunari specifici acestui domeniu. Tot în sensul unei evoluții mai temperate a activității economice este apreciată a fi contribuit și scăderea încrederii agenților economici, sugerată de indicatorul ESI (Grafic 4.7), ale cărui valori continuă totuși să se plaseze peste media pe termen lung⁸⁸.

Evoluțiile din trimestrul I al anului curent sunt anticipate a persista și în trimestrul II. Avansul economic va beneficia de pe urma rezilienței cererii interne, a scăderii anticipate a ratei inflației (inclusiv în rândul partenerilor comerciali) și a continuării absorbției fondurilor europene pentru investiții, deși acest proces se dovedește a avea un caracter inerțial destul de ridicat. Tot în sens pozitiv⁸⁹ sunt prognozate a contribui temperarea crizei energetice, atenuarea blocajelor în lanțurile de aprovizionare (inclusiv pe seama depășirii relativ rapide a ultimului val COVID-19 în China) și, nu în

⁸⁷ *Global Supply Chain Pressure Index*, indice compozit, evaluat în cadrul New York Fed, care încorporează informații privind costurile de transport internațional și indicatori specifici industriei prelucrătoare.

⁸⁸ În cadrul suitei de indicatori cu frecvență ridicată monitorizați, pe parcursul trimestrului I 2023 se pot remarca înrăutățirile semnalelor din partea: înmatriculărilor de societăți și PFA, a indicatorului ESI, a producției industriale, a randamentului BET, a căutărilor Google pentru cuvântul „criză”. În sens favorabil, s-au evidențiat indicatorii: cifra de afaceri în comerțul cu amănuntul, înnoptările în structuri de primire turistică și rata șomajului.

⁸⁹ Din suta de indicatori cu frecvență ridicată monitorizați, majoritatea celor disponibili pentru luna aprilie au prezentat îmbunătățiri. Dintre aceștia, se pot evidenția scăderile căutărilor Google pentru cuvintele „șomaj” și „criză” și cele ale indicelui VIX.

cele din urmă, dinamizarea cererii externe. Activitatea economică este însă anticipată a continua să reflecte și efectele cumulate restrictive ale propagării graduale a deciziilor de normalizare a politicii monetare și, respectiv, pe cele de continuare a procesului de consolidare fiscală.

Pentru anul curent și cel următor, creșterea medie anuală a PIB real este proiectată la valori în jurul a 3 la sută, inferioară dinamicii înregistrate în 2022 (4,7 la sută)⁹⁰. Încetinirea activității economice interne reflectă suprapunerea unor multiple influențe: erodarea în continuare a puterii de cumpărare a gospodăriilor, incertitudinea alimentată pe multiple planuri de prelungirea războiului (ce ar putea avea un impact asupra prețurilor bunurilor energetice și asupra funcționării lanțurilor de aprovizionare, după ameliorarea observată la începutul anului) și efectele ce decurg, pe de o parte, din continuarea anticipată a procesului de consolidare fiscală, iar pe de altă parte, din propagarea graduală a deciziilor operate în contextul normalizării politicii monetare. Totuși, un aport favorabil la creșterea economiei este de așteptat să provină, în special pe termen mediu, din valorificarea fondurilor europene din surse multiple⁹¹ (inclusiv prin programul „Next Generation EU”, în care alocarea este condiționată de îndeplinirea unor ținte și jaloane stricte).

În structură⁹², traiectoria PIB real este imprimată de cea a consumului final al populației, deși în temperare față de anul anterior, la care se adaugă contribuția FBCF (prevăzută a rămâne relativ robustă, în principal sub ipoteza atragerii de fonduri europene, dar și de investiții străine directe). Tendința recentă de înregistrare a unor contribuții negative ale exportului net real la cea a PIB este estimată a se întrerupe temporar în 2023, când este așteptată o valoare apropiată de cea nulă (pe fondul decelerării marcante a ambelor componente), urmând a redeveni ușor negativă pe termen mediu.

Traectoria PIB potențial este proiectată a continua pe termen mediu cu ritmuri anuale robuste, în ușoară accelerare. Comparativ cu *Raportul* precedent, evaluarea nu a suferit revizuirii substanțiale. Principalul resort al dinamicii PIB potențial rămâne aportul acumulării de capital, dată fiind continuarea implementării proiectelor de investiții. Acestea sunt prevăzute a fi finanțate inclusiv din fonduri europene, în special cele alocate prin intermediul programului „Next Generation EU”, caracterizat de o pondere ridicată a componentei investiționale. La acestea se adaugă alocările de fonduri europene din cadrele financiare multianuale, fiind prevăzută și o dinamizare a absorbției din alocarea 2021-2027, ulterior fructificării ultimelor fonduri din alocarea 2014-2020 (în anul 2023). Contribuția forței de muncă este anticipată a se menține pe termen mediu la valori stabile, deși reduse, în paralel cu tendința ușor ascendentă a ratei de activitate, odată cu cea a numărului de angajați, pe fondul perspectivelor privind creșterea activității economice. Totuși, pe termen mai lung, în sens contrar sunt așteptate a acționa evoluțiile demografice adverse din România, în particular

⁹⁰ Datele privind evoluția PIB pentru anul 2022 au caracter provizoriu, publicarea celor semidefinite și a celor definitive fiind de așteptat a avea loc la finalul anului curent și, respectiv, al celui următor.

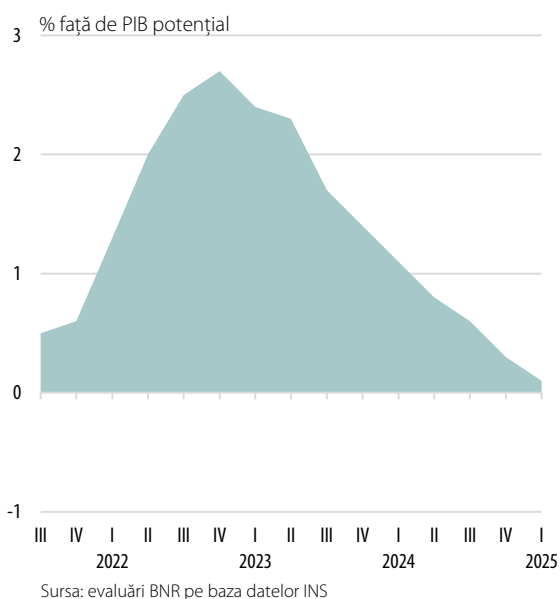
⁹¹ Cadru financiar multianual 2021-2027, programul „Next Generation EU” (2021-2026), prelungirea (derogatorie a) absorbției în cadrul financiar multianual 2014-2020.

⁹² Contribuția variației stocurilor la dinamica medie anuală a PIB este evaluată a avea o magnitudine relativ ridicată, semnalând posibile revizuirii importante, în comunicatele viitoare, ale seriilor de date istorice, cu impact de reconfigurare a prognozei de creștere economică.

ritmul destul de alert de diminuare a populației în vârstă de muncă. Evoluția proiectată a trendului TFP surprinde, pe de o parte, impactul creșterilor investițiilor asupra eficienței în utilizarea factorilor de producție⁹³, inclusiv prin digitalizare și automatizare (aspecte vizate în cadrul programului „Next Generation EU”), iar pe de altă parte, efectele persistente adverse ale șocului tehnologic generat de creșterile recente ale prețurilor la energie și celor ale materiilor prime⁹⁴. Pe termen mediu, în contextul unui cadru macroeconomic încă marcat de incertitudine, aportul componentei rămâne afectat de deficiențele structurale ale economiei, ce limitează eforturile companiilor destinate inovării și digitalizării⁹⁵.

În contextul celor mai recente evoluții istorice privind activitatea economică (superioare estimărilor din cadrul *Raportului* precedent) și al perspectivelor imediate mai favorabile, a avut loc o reevaluare în sus a cuantumului excedentului de cerere agregată (*gap*-ul PIB). Efectele acestei revizuirii se reflectă și în configurația indicatorului din perioadele succesive, poziționându-l pe un palier superior, însă al

Grafic 4.8. Deviația PIB



cărui punct de maxim pare să fi fost atins pe parcursul trimestrului IV 2022 (Grafic 4.8). Astfel, pe fondul încetinirii anticipate a activității economice, de la începutul acestui an și continuând pe tot intervalul de proiecție deviația PIB se va corecta treptat, urmând să fie eliminată aproape complet până spre finele intervalului de proiecție⁹⁶. Traectoria descrisă implică corecția cu o anumită întârziere față de *Raportul* anterior a excedentului de cerere agregată din economie (implicit a presiunilor inflaționiste asociate).

Din perspectiva determinanților deviației PIB, de subliniat sunt efectele restrictive provenind, pe de o parte, din propagarea graduală în economie a deciziilor operate în contextul normalizării politicii monetare (evaluate la o magnitudine mai ridicată față de cele din prognoza precedentă), iar pe de altă parte, din continuarea anticipată a procesului de

⁹³ Potrivit *PwC Global CEO Survey 2023*, investițiile orientate spre tehnologie sunt considerate prioritare (73 la sută dintre respondenți). De asemenea, conform *Realworld Eastern Europe*, industria locală de automatizare a proceselor de afaceri este așteptată a crește cu aproximativ 15 la sută în 2023, în vederea optimizării proceselor interne.

⁹⁴ Potrivit *Barometrului Moneycorp* – ediția a V-a, 48 la sută dintre respondenți consideră creșterea costurilor operaționale (prețuri materiale, servicii, costuri transport, dobânzi etc.) ca fiind principala provocare în 2023 la adresa desfășurării activității, alături de scăderea vânzărilor, menționată de 40 la sută dintre respondenți.

⁹⁵ De exemplu, *Raportul* din 2022 cu privire la Indicele economiei și societății digitale (DESI) al Comisiei Europene plasează România pe ultima poziție dintre statele membre ale UE, cu un nivel satisfăcător doar în sectorul Conectivitate, însă trenant în ceea ce privește competențele digitale, IMM și rețelele 5G. De asemenea, *Raportul Global Innovation Index 2022* subliniază domeniile Instituții și, respectiv, Capitalul uman și cercetare ca fiind cele mai deficitare din punct de vedere al promovării inovației. În ceea ce privește nivelul de competitivitate, clasamentul *EU Regional Competitiveness Index 2.0*, ediția din 2022, evidențiază la nivelul României un decalaj semnificativ între regiunea București – Ilfov și restul țării.

⁹⁶ Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este imprimată de cele ale cererii interne, în timp ce exporturile nete exercită una negativă. Evaluarea deviațiilor PIB și componentelor sale este în continuare caracterizată de ample dificultăți, pe fondul suprapunerii evoluțiilor asociate perioadei postpandemie cu cele determinate de continuarea războiului, la care se adaugă și o serie de probleme asociate volatilității seriilor de date istorice.

consolidare fiscală. În plus, deficitul de cerere al partenerilor comerciali ai României continuă să exercite contribuții negative, însă de o magnitudine atenuată, la *gap*-ul PIB intern.

Componentele cererii agregate

Dinamica medie anuală a consumului final este evaluată a cunoaște o decelerare în 2023, raportat la evoluția acesteia din anul anterior, ce reflectă o creștere doar modestă a venitului disponibil real (în contextul inflației care se menține ridicată) și persistența incertitudinii. Raportat la impactul major al acestor determinanți, măsurile stimulative cu caracter temporar adoptate recent de autorități și care sprijină în special puterea de cumpărare a unor categorii de persoane cu venituri reduse⁹⁷ vor asigura consumului doar o reziliență temporară. Pentru anul următor, componenta este prognozată a avea o dinamică moderată, fiind grevată de erodarea, în continuare, a puterii de cumpărare a populației și de incertitudinea persistentă asociată efectelor războiului.

Deși formarea brută de capital fix este proiectată în decelerare în acest an, componenta rămâne caracterizată pe parcursul întregului interval de proiecție de ritmuri anuale consistente, sub ipoteza atragerii de fonduri europene din multiple surse⁹⁸. Astfel, FBCF se conturează ca fiind una dintre componentele cu un aport preconizat substanțial la formarea PIB. Pe lângă fondurile europene, alte surse de finanțare ar putea fi investițiile străine directe, componentă care deja a înregistrat o dinamică notabilă și pe parcursul anilor 2021 și 2022. O parte dintre acestea s-ar putea materializa în contextul măsurilor extrem de ambițioase de stimulare a proiectelor investiționale din anumite domenii de nișă, inclusiv cele legate de „energia verde”, promovate la nivel global.

Contribuția exporturilor nete la creșterea PIB este prognozată a fi aproximativ nulă pe parcursul anului curent, iar ulterior a redeveni ușor negativă. Fluxurile comerciale sunt anticipate a fi afectate în acest an de menținerea la un nivel ridicat a gradului de incertitudine asociat desfășurării războiului din Ucraina și de o anumită persistență, deși în atenuare relativ rapidă, a sincopelor din lanțurile de aprovizionare.

Exporturile de bunuri și servicii sunt prognozate a fi grevate în continuare de prețurile ridicate ale materiilor prime și ale energiei (cu potențial de reducere a producției în ramuri energo intensive), dar și de cererea externă modestă, cu caracter persistent, pe fondul multiplelor provocări și incertitudini, asociate inclusiv tensiunilor și fragmentării geopolitice. Un alt factor ce imprimă efecte restrictive asupra competitivității este cursul de schimb real efectiv (a se vedea Caseta 2 pentru evidențe alternative, la nivel microeconomic, privind impactul cursului de schimb real efectiv asupra exporturilor), anticipat a rămâne supraevaluat. În schimb, un aport favorabil

⁹⁷ De menționat dintre aceste măsuri sunt extinderea schemelor de plafonare și compensare a prețurilor energiei electrice, în conformitate cu OUG nr. 27/2022, respectiv prelungirea acordării ajutoarelor sociale precum: (i) majorarea punctului de pensie cu 12,5 la sută și (ii) continuarea acordării sprijinului financiar anumitor categorii sociale și pe parcursul anului 2023 (sprijin financiar în ianuarie și octombrie în cazul pensionarilor cu venituri reduse, precum și acordarea tichetelor sociale pe întregul an). Totodată, începând cu 1 ianuarie 2023, conform HG nr. 1447/2022, s-a stabilit majorarea cuantumului salariului de bază minim brut pe țară de la 2 550 de lei la 3 000 de lei. De asemenea, prin intermediul OUG nr. 168/2022, a fost majorat la 4 000 lei salariul minim în sectorul construcțiilor și au fost adoptate măsuri ce vizează angajații din sectorul public, respectiv o creștere salarială de până la 10 la sută față de nivelul acordat în luna decembrie 2022.

⁹⁸ Acestea sunt prevăzute a fi alocate în principal prin intermediul cadrului financiar multianual 2021-2027 și al programului „Next Generation EU”.

la creșterea productivității pe termen mediu a firmelor exportatoare ar putea veni din fructificarea fondurilor europene (de exemplu, programul „Next Generation EU”). Importurile de bunuri și servicii sunt anticipate a înregistra un ritm anual în decelerare semnificativă în 2023⁹⁹, fiind ulterior proiectate în revenire, sub influența evoluțiilor componentelor cererii interne și a efectelor de antrenare din partea exporturilor.

Ulterior deteriorărilor succesive din anii precedenți, deficitul de cont curent este anticipat a se înscrie pe o traiectorie moderat descendentă începând din acest an. Corecția anticipată a acestuia reflectă suprapunerea mai multor factori, printre care: detensionarea sincopelelor în lanțurile globale de valoare adăugată, temperarea crizei energetice și continuarea procesului de consolidare fiscală. Pe termen mediu, traiectoria indicatorului este condiționată însă de amploarea ajustării fiscale, la care se adaugă factori de natură structurală, cu caracter persistent în economia României.

Gradul de finanțare a deficitului de cont curent prin fluxuri stabile, non-generatoare de datorie externă, este anticipat a se menține relativ redus pe întregul interval al proiecției. Acest fenomen este cauzat, cu precădere, de creșterea susținută a deficitului de cont curent în ultimii ani, doar parțial contrabalansată de evoluțiile mai favorabile ale fluxurilor non-generatoare de datorie. Acestea din urmă sunt asociate îndeosebi transferurilor de capital, pe fondul suprapunerii atragerii de fonduri europene din surse multiple. Traiectoria investițiilor străine directe este proiectată în decelerare față de valorile robuste din anul 2022. Aceste fluxuri sunt însă anticipate a se menține la niveluri ridicate în perspectivă istorică, reflectând inclusiv o îmbunătățire a climatului investițional odată cu progresul în implementarea Planului Național de Redresare și Reziliență, dar și efecte favorabile ale unor relocări de companii străine, inclusiv pe fondul reconfigurării lanțurilor globale de valoare adăugată.

Caseta 2. Impactul cursului de schimb real efectiv asupra exporturilor din industria prelucrătoare: o evaluare microeconomică

Accentuarea dezechilibrelor de cont curent înainte de Marea Recesiune și, în unele cazuri, persistența acestora în timpul crizei au constituit surse importante de îngrijorare pentru decidenții de politici economice din multe țări (FMI, 2016). Mai recent, în cazul României, criza pandemică a accentuat semnificativ deficitul de cont curent deja existent (de la 4,9 la sută din PIB în 2019 la 7,2 la sută în 2021 și la peste 9 la sută în 2022), cea mai mare parte din această înrăutățire fiind cauzată de balanța comercială. În plus, majorarea tarifelor la energie, blocajele în lanțurile de valoare adăugată și creșterea generalizată a prețurilor, mai ales pe segmentul bunurilor, sunt de natură a afecta competitivitatea prin preț, în condițiile în care criza pandemică a implicat și o „rotație” dinspre servicii către bunuri (în special durabile). În acest context, a redevenit relevantă discuția privind impactul cursului de schimb real efectiv (REER) asupra dinamicii exporturilor. REER constituie un

⁹⁹ Ce reflectă, de o manieră chiar mai accentuată decât în cazul exporturilor, inclusiv efecte nefavorabile persistente, de tip *carry-over*, aferente contracției trimestriale de la finalul anului trecut.

parametru-cheie în modelele macroeconomice, variabila reflectând efectele asupra competitivității prin preț și implicit asupra exporturilor, atât ale modificării cursului nominal de schimb (relativ la un coș de monede străine), cât și pe cele ale dinamicii prețurilor relative. Caseta de față își propune să aducă evidențe alternative cu privire la elasticitatea exporturilor la o modificare a cursului de schimb real efectiv (REER) în cazul României, utilizând date la nivel de companie și diviziune CAEN din industria prelucrătoare¹⁰⁰.

Estimările bazate pe serii de timp la nivel macroeconomic au concluzionat că volumul agregat al exporturilor tinde să răspundă relativ atenuat în urma unei modificări a dinamicii REER (Goldstein & Khan, 1985; Hooper *et al.*, 1998), rezultate confirmate mai recent utilizând inclusiv date la nivel de companie (Fitzgerald & Haller, 2014; Berthou & Dhyne, 2018). De asemenea, estimările la nivelul diferitelor țări arată că există o eterogenitate substanțială (Morin & Schweltnus, 2014; FMI, 2015), cu valori ale elasticității exporturilor la modificări ale REER cuprinse între 0 și -1,5.

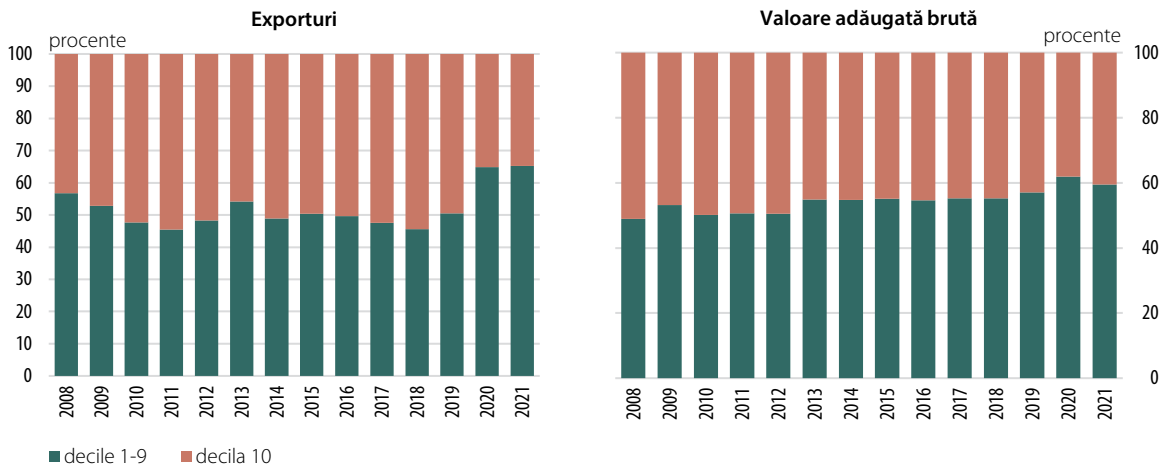
Literatura de specialitate (Rodriguez-Lopez, 2011; Berman *et al.*, 2012) relevă faptul că eterogenitatea companiilor exportatoare joacă un rol însemnat în transmisia incompletă a modificărilor cursului de schimb (engl. *incomplete exchange rate pass-through*) în prețurile de export. Aceasta este semnificativ mai redusă în cazul marilor companii, în general mai productive decât media sectorului. Conform Berthou și Dhyne (2018), acest rezultat are două implicații importante. În primul rând, concentrarea mai mare a exporturilor în cadrul companiilor mai productive este de așteptat să atenuze elasticitatea exporturilor la o modificare a cursului de schimb. În al doilea rând, impactul modificărilor REER este eterogen la nivel de țări, pe seama diferențelor dintre distribuțiile productivității în rândul exportatorilor. Explicații alternative pentru o transmisie incompletă a modificărilor cursului de schimb asupra prețurilor exporturilor ar putea fi legate de integrarea companiilor în lanțurile globale de valoare adăugată. În acest caz, în mod obiectiv, evoluțiile cursului de schimb dintr-o anumită țară vor exercita o tracțiune considerabil mai redusă asupra politicilor de *pricing* ale acestor companii.

Pentru estimările din caseta de față s-au utilizat date bilanțiere anuale pentru companiile nefinanciare exportatoare cu mai mult de 25 angajați, cu capital majoritar privat, din industria prelucrătoare din România, în perioada 2008-2019. Intervalul 2020-2021 a fost exclus din eșantionul de estimare (fiind inclus doar în prezentarea descriptivă a datelor), din motive specifice fiecărui an: 2020 a fost anul de debut al pandemiei, marcat de ajustări semnificative ale volumelor exporturilor, în timp ce datele pentru anul 2021 suferă de potențiale probleme de subraportare¹⁰¹.

¹⁰⁰ Cursul de schimb real efectiv este calculat astfel: $REER_{jt} = \prod_{l=1}^n (S_{lt} * P_{jt}^{RO} / P_{jt}^l)^{w_{lt}}$, unde S_{lt} reprezintă cursul de schimb nominal (unități monetare străine pentru 1 leu) față de un anumit partener comercial (l) dintr-un anumit an (t), P_{jt}^{RO} reprezintă indicele de preț (deflatorul VAB) din România al unei diviziuni CAEN a industriei prelucrătoare ($j = 10, \dots, 33$), P_{jt}^l reprezintă deflatorul VAB dintr-un anumit an al unei diviziuni CAEN în cazul partenerului comercial, iar w_{lt} reprezintă ponderea unui anumit partener comercial în totalul exporturilor României din anul respectiv. Astfel, în caseta de față, o creștere a REER semnifică o apreciere, ceea ce implică, conform teoriei economice, o pierdere a competitivității prin preț și, *ceteris paribus*, o scădere a exporturilor.

¹⁰¹ Anticipate a se atenua odată cu finalizarea raportărilor pentru 2022.

Grafic A. Proporția celor mai productive 10 la sută (decila 10) dintre companiile exportatoare cu mai mult de 25 de angajați din industria prelucrătoare față de celelalte 90 la sută (decile 1-9), în totalul exporturilor și VAB ale acestei categorii de companii



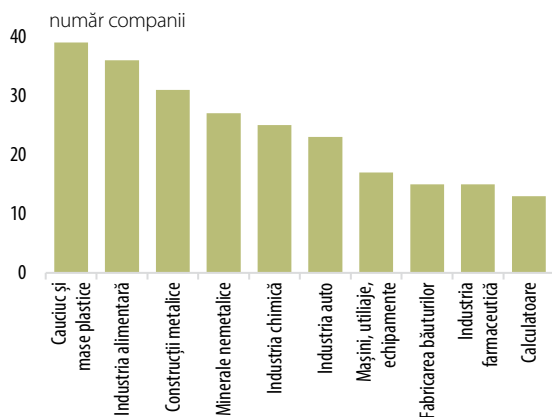
Notă: Datele pentru 2021 sunt provizorii.

Sursa: MF, INS, calcule și prelucrări BNR

La nivel descriptiv, analiza distribuției exporturilor și valorii adăugate brute (VAB) relevă proporția ridicată în totalul exporturilor/VAB atribuite celor mai productive¹⁰² 10 la sută dintre companii (Grafic A). Se observă cum ponderea exporturilor celei mai productive decile a crescut după Marea Recesiune, anul 2009 fiind marcat de o depreciere nominală (corectivă) semnificativă a leului. Perioada pandemiei este caracterizată de o scădere a ponderii exporturilor celei mai productive decile,

ce poate avea legătură cu expunerea mai mare a acestora la sincopel în lanțurile de valoare adăugată. În ceea ce privește proporția celor mai productive 10 la sută dintre companiile exportatoare analizate din industria prelucrătoare în VAB totală a acestei categorii, aceasta a fost în jur de 40-50 la sută pe tot intervalul analizat, în ușoară restrângere în perioada recentă.

Grafic B. Numărul de firme exportatoare cu mai mult de 25 de angajați din industria prelucrătoare, din decila 10 de productivitate a categoriei, în funcție de diviziunea CAEN (top 10 diviziuni)



Notă: Date aferente anului 2019.

Sursa: MF, INS, calcule și prelucrări BNR

Graficul B prezintă, la nivelul anului 2019, numărul de companii exportatoare, cu mai mult de 25 de angajați, aferente decilei 10 de productivitate în funcție de diviziunea CAEN (top 10 diviziuni, acoperind circa 80 la sută din totalul companiilor exportatoare din decila 10 de productivitate). Se observă existența unui mix de sectoare *low-tech* (de ex.: industria alimentară), *medium-tech* (de ex.: industria auto) și *high-tech* (de ex.: fabricarea calculatoarelor), numărul firmelor din cadrul

¹⁰² Pentru calculul productivității, s-a utilizat VAB la nivel de companie raportată la numărul de angajați. Pe baza acestui indicator, la nivelul fiecărui an, companiile au fost împărțite în 10 grupe (decile) de productivitate.

fiecărei diviziuni reflectând și concentrarea aferentă unui anumit sector/domeniu de activitate.

Graficul C prezintă valoarea unor indicatori privind dimensiunea și performanța relativă a unei firme exportatoare medii, cu mai mult de 25 de angajați, aparținând decilei 10 de productivitate relativ la una aparținând decilelor 1-9, la nivelul anului

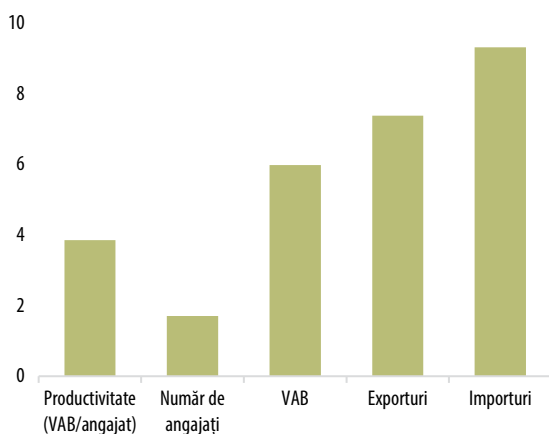
2019. Se observă faptul că, în medie, firmele exportatoare aferente celei mai productive decile sunt: (i) de aproape două ori mai mari ca număr de angajați față de cele din decilele 1-9 de productivitate, (ii) realizează o valoare adăugată brută de circa șase ori mai mare și (iii) înregistrează un nivel al productivității de aproximativ patru ori mai mare.

Pentru construcția REER subsectorial, s-a utilizat cursul de schimb nominal și raportul deflatorilor VAB la nivelul fiecărei diviziuni CAEN pentru România și un grup construit din 15 parteneri comerciali ai României aparținând zonei euro¹⁰³. Ca variabile de control, estimările au inclus: cererea externă (exprimată prin media anuală a așteptărilor managerilor companiilor din industria prelucrătoare cu privire la evoluția exporturilor – sondaj DG ECFIN, date la nivel de diviziuni CAEN; cu impact teoretic direct asupra exporturilor), structura acționariatului companiilor (privat-

autohton, privat-străin, mixt; acționariatul fiind relevant pentru exporturi prin prisma posibilelor legături de comerț create de acționarii străini), dimensiunea (companiile mai mari beneficiind de potențiale efecte de scară) și vârsta companiei (o companie mai veche beneficiind de o curbă de învățare importantă pentru procesul de export), respectiv dacă exporturile au avut o proporție semnificativă (>30 la sută) din cifra de afaceri într-un anumit an (companiile cu orientare pronunțată spre exporturi fiind interesate de maximizarea nivelului acestora), concentrarea dintr-un anumit sector (indicele Herfindahl-Hirschman; sectoarele cu un nivel de concentrare mai mare indicând prezența unor firme cu cotă de piață semnificativă, ce pot avea o influență importantă asupra stabilirii prețurilor).

Rezultatele estimărilor indică o elasticitate medie a exporturilor la REER de -0,61 (Grafic D, linia punctată), i.e. o apreciere cu 1 la sută a cursului de schimb real efectiv în anul precedent este corelată cu o scădere de aproximativ 0,61 la sută a volumului exporturilor în anul de referință. Alți factori semnificativi din punct de vedere statistic luați în considerare în estimările de față și corelați pozitiv cu

Grafic C. Statistici medii pe companie exportatoare cu mai mult de 25 de angajați, decila 10 de productivitate, raportat la media decilelor 1-9



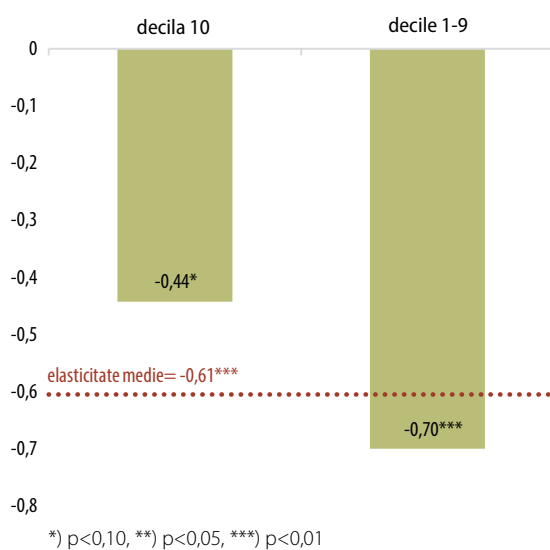
Notă: Date aferente anului 2019.

Sursa: MF, INS, calcule și prelucrări BNR

¹⁰³ Belgia, Germania, Grecia, Estonia, Spania, Franța, Italia, Cipru, Letonia, Țările de Jos, Austria, Portugalia, Slovenia, Slovacia și Finlanda. Ponderea celor 15 țări în totalul exporturilor de bunuri ale României depășește 50 la sută. Metodologic, pentru calculul REER, ponderile fiecărui partener în totalul exporturilor României au fost rescalate astfel încât suma acestora să fie 100 la sută.

dinamica exporturilor sunt: cererea externă, ponderea ridicată (preexistentă) a exporturilor în cazul unei companii, dar și productivitatea. Deși semnificative statistic, estimările sunt marcate de un anumit grad de incertitudine, deoarece valoarea elasticității depinde și de alți factori precum gradul de integrare în lanțurile globale de valoare adăugată (FMI, 2015), aspect ce nu a fost cuantificat în cadrul analizei curente. Ahmed *et al.* (2017) subliniază faptul că elasticitatea exporturilor la REER manifestă o tendință de scădere în timp, atribuită în principal creșterii integrării în lanțurile globale de valoare adăugată. Mai recent totuși, odată cu apariția riscului de fragmentare a comerțului internațional în perioada postpandemică, există îngrijorări asupra faptului că lanțurile de valoare adăugată ar putea suferi reconfigurări în sensul unei anumite dezintegrări globale (Aiyar *et al.*, 2023).

Grafic D. Elasticitatea exporturilor la modificări ale REER¹⁰⁴



Sursa: MF, INS, estimări BNR

În cazul celor mai productive 10 la sută dintre companii din industria prelucrătoare, estimările indică faptul că elasticitatea exporturilor la variația REER este de aproximativ -0,44¹⁰⁵ (Grafic D, stânga) față de aproximativ -0,7 (Grafic D, dreapta) în cazul celorlalte 90 la sută dintre companii clasificate în funcție de productivitate. Astfel, productivitatea are nu doar un rol direct în stimularea exporturilor, ci și unul de moderator al impactului fluctuațiilor REER asupra exporturilor. În tandem cu Berthou și Dhyne (2018), rezultatele sugerează faptul că, odată cu creșterea productivității companiilor românești (fenomen corelat cu o suită de determinanți, precum conduita investițiilor publice, calitatea infrastructurii, resursele companiilor destinate inovării și digitalizării, un aport substanțial în sensul îmbunătățirii acestora venind inclusiv din valorificarea

fondurilor europene), impactul fluctuațiilor REER asupra dinamicii exporturilor s-ar putea atenua. Deși valoarea estimată a elasticității medii a exporturilor la modificări ale REER este similară celei obținute de Berthou și Dhyne (2018)¹⁰⁶, diferențele dintre elasticitățile companiilor cu niveluri/din decile distincte de productivitate sunt mai reduse în cadrul estimărilor curente, relativ la cele prezentate în studiul respectiv.

¹⁰⁴ Variabila dependentă este reprezentată de exporturile fiecărei companii din industria prelucrătoare cu mai mult de 25 de angajați (logaritmată), iar variabila explicativă de interes este REER (logaritmată și utilizată cu un *lag*, conform specificațiilor din literatură). Toate estimările includ efecte fixe de companie și variabile de control pentru cererea externă (așteptările managerilor privind evoluția exporturilor – sondaj DG ECFIN), dimensiune și vârstă, structura acționariatului (privat-autohton, privat-străin sau mixt), concentrarea corespunzătoare a sectorului căruia firma aparține (indice Herfindahl-Hirschman), respectiv dacă exporturile au avut o proporție semnificativă (>30 la sută) din cifra de afaceri într-un anumit an. De asemenea, estimările conțin o variabilă de control pentru decila de productivitate în care se află compania relativ la totalul companiilor exportatoare din industria prelucrătoare dintr-un anumit an cu mai mult de 25 de angajați. Rezultate estimărilor sunt robuste la efecte de heteroscedasticitate și autocorelație. Semnificația statistică este redată prin intermediul intervalelor valorii *p* (engl. *p-value*) asociate fiecărui coeficient prezentat.

¹⁰⁵ Diferența de circa 0,26 puncte procentuale între elasticitatea decilelor de productivitate 1-9 și cea a decilei 10 este dată de coeficientul termenului de interacțiune între (*lag-ul*) REER și apartenența companiei la decila 10 de productivitate, ultima variabilă acționând ca un moderator al relației dintre REER și exporturi. Semnificația statistică a coeficientului termenului de interacțiune este, totuși, mai redusă față de cea a altor coeficienți.

¹⁰⁶ Lucrare ce conține inclusiv date privind companiile din Europa Centrală și de Est.

Un factor ce ar putea explica acest rezultat, pe lângă o serie de diferențe de ordin metodologic ce privesc construcția REER, este productivitatea în general mai scăzută a exportatorilor din Europa Centrală și de Est relativ la cei din vestul Europei.

Referințe

Ahmed, S., Appendino, M., and Ruta, M. – „Global value chains and the exchange rate elasticity of exports”, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 17(1), 2015-0130, 2017

Aiyar, S., Ilyina, A., and others – „Goeconomic fragmentation and the future of multilateralism”, Staff Discussion Note SDN/2023/001, International Monetary Fund, Washington, DC, 2023

Berman, N., Martin, P., and Mayer, T. – „How do different exporters react to exchange rate changes?”, *The Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 2012, pp. 437-492

Berthou, A., and Dhyne, E. – „Exchange rate movements, firm-level exports and heterogeneity”, Banque de France Working Paper, 2018

Fitzgerald, D., and Haller, S. – „Exporters and shocks: dissecting the international elasticity puzzle”, National Bureau of Economic Research, NBER Working Papers 19968, 2014

Goldstein, M., and Khan, M. S. – „Income and price effects in foreign trade”, in Jones, R. W. and Kenen, P. B., editors, *Handbook of International Economics*, Chapter 20, 1985, pp. 1041-1105, Elsevier

Hooper, P., Johnson, K. H., and Marquez, J. R. – „Trade elasticities for G-7 countries”, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), International Finance Discussion Papers 609, 1998

IMF/FMI – „Exchange rates and trade flows: disconnected?”, *World Economic Outlook*, Chapter 3, September, 2015

IMF/FMI – International Monetary Fund, *External Sector Report*, 2016

Morin, M., and Schwellnus, C. – „An Update of the OECD international trade equations”, OECD Publishing, *Technical Report 1129*, 2014

Rodriguez-Lopez, J. A. – „Prices and exchange rates: a theory of disconnect”, *The Review of Economic Studies*, 78(3), 2011, pp. 1135-1177

Condițiile monetare în sens larg

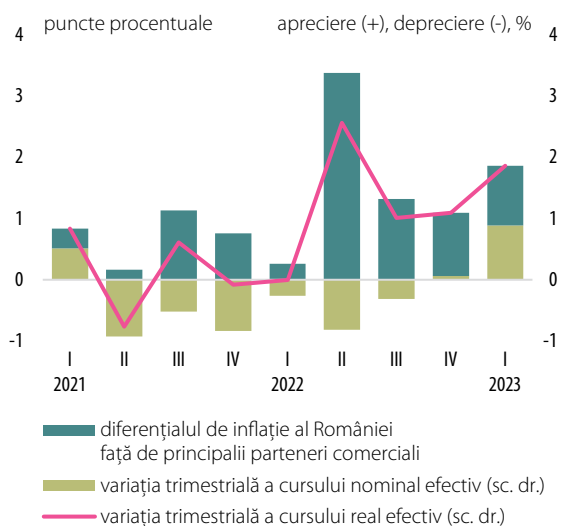
Conform mecanismului de transmisie, condițiile monetare în sens larg evaluează impactul cumulat al ratelor reale ale dobânzilor în lei și în valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebankari și al evoluției cursului de schimb real efectiv¹⁰⁷ al leului asupra cererii agregate viitoare. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici.

Similar *Raportului* anterior, scenariul de bază al prognozei prevede, pe termen scurt, continuarea reducerii caracterului stimulat al condițiilor monetare reale în sens larg. Începând cu a doua parte a anului 2023, acestea sunt anticipate a se plasa la valori restrictive, în accentuare. Această dinamică va avea loc pe fondul propagării graduale

¹⁰⁷ 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.

în economie a deciziilor operate în contextul normalizării politicii monetare, menite să favorizeze o corecție a cererii agregate excedentare din economie, și implicit o diminuare a presiunilor inflaționiste asociate acesteia.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

În structura condițiilor monetare 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, însă, pe termen mediu, acesta se va eroda treptat până la valori cvasineutre la orizontul proiecției. Acest parcurs va avea loc în contextul transmisiei deciziilor de politică monetară în dinamica ratelor nominale ale dobânzilor, concomitent unei corecții descendente graduale a anticipațiilor privind inflația. Cursul de schimb real efectiv (Grafic 4.9) are un rol determinant, fiind preconizat a exercita, prin intermediul canalului exporturilor nete, un efect restrictiv până la orizontul prognozei. Aportul cursului de schimb real efectiv este estimat în contextul aprecierii în termeni reali a monedei naționale, asociată efectului dominant al poziționării ratei interne a inflației peste cea a partenerilor comerciali.

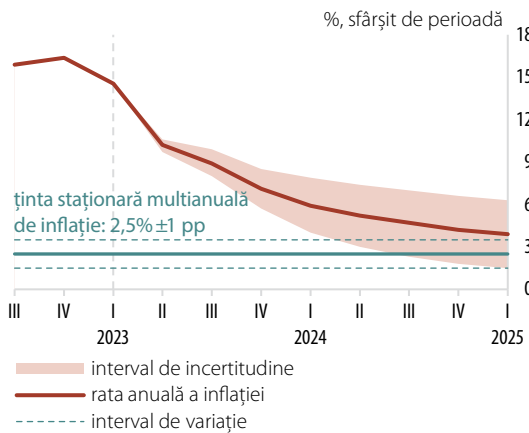
Efectul de avuție și de bilanț este evaluat a-și disipa caracterul stimulat în trimestrul II al anului curent, devenind ulterior ușor restrictiv. În structură, dinamica acestuia va fi determinată de trecerea în teritoriu restrictiv a ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni), pe fondul diminuării treptate a anticipațiilor de inflație din zona euro, dar și al derulării procesului de normalizare a politicii monetare a BCE. Prima de risc suveran exercită un impact restrictiv în atenuare, reflectând îmbunătățirea percepției investitorilor față de activele financiare ale țărilor aflate în proximitatea geografică a războiului din Ucraina. Efectul dinamicii deviației cursului de schimb real efectiv al leului este cvasineutru.

Deciziile Consiliului de administrație al BNR vizează readucerea durabilă 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, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

4.4. Riscuri asociate proiecției

În actuala conjunctură, riscurile unei transmisii mai persistente și de amplitudine mai ridicată a șocurilor anterioare de natura ofertei asupra prețurilor bunurilor finale se mențin deosebit de relevante. Prevalența pe o perioadă mai lungă de timp a presiunilor inflaționiste accentuate ar putea amplifica riscul materializării unui episod de tip stagflație. Totuși, posibile corecții ample ale activității economice și-au diminuat din relevanță comparativ cu rundele precedente, mai ales în contextul rezilienței neașteptate a cererii agregate din ultimele trimestre. În ansamblu, balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a rămâne una relativ echilibrată raportat la traiectoria variabilei din scenariul de bază (Grafic 4.10).

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



Implicațiile economice ale războiului din Ucraina își reconfirmă importanța ca sursă majoră de riscuri. Etapele viitoare și intensitatea acestuia sunt grevate de numeroase incertitudini, însă, pornind de la evoluțiile efective din teren, tot mai multe opinii par să sugereze posibilitatea unei prelungiri pe o perioadă mai lungă de timp a conflictului armat. Riscurile în plan geopolitic s-au amplificat, inclusiv din perspectiva unei posibile escaladări a disputelor comerciale dintre China și SUA. O astfel de evoluție ar fi de natură să amâne sau chiar să reverseze progresele în materie de restructurare și eficientizare a lanțurilor globale de valoare adăugată, inducând noi puseuri inflaționiste și noi încetiniri de ritm ale activității economice. Așa cum s-a văzut și într-o serie de episoade recente – în special cel care a culminat cu autoizolarea Chinei pe fondul răspunsului la pandemia COVID din această țară –, efectele de

contagiune sunt multiple și au potențialul de a fi relativ ample.

Presiuni inflaționiste suplimentare ar putea fi vizibile și în cazul prețurilor bunurilor agroalimentare, în condițiile în care, la nivel global, dinamica acestora este deja decuplată de cea a cotațiilor materiilor prime specifice. Noi puseuri de prețuri ar putea fi ocazionate de suspendarea importurilor de astfel de bunuri din Ucraina (îndeosebi cereale), în special în economiile aflate în imediata proximitate a zonei de conflict. Totodată, pe fondul unei infrastructuri care este în continuare deficitară (de exemplu, sisteme extinse de irigații, desecare și drenaj) și al absenței unor spații de depozitare adecvate, nu sunt excluse efecte adverse decurgând din partea unor oscilații ample și frecvente ale temperaturilor și, respectiv, a unor posibile condiții meteorologice mai puțin prielnice.

În cazul gazelor naturale, incertitudini continuă să fie asociate unor eventuale dificultăți în asigurarea stocurilor pentru consumul din sezonul rece 2023-2024, deși acest risc a cunoscut o relativă temperare, în contextul, pe de o parte, al temperaturilor mai ridicate față de cele obișnuite în sezonul rece recent încheiat, iar pe de altă parte, pe fondul diminuării rapide a dependenței economiilor europene de importul de gaze din Rusia și, respectiv, al apelării la surse alternative, cum ar fi gazele naturale lichefiate. Împreună, acestea au favorizat menținerea stocurilor la finalul iernii trecute la valori crescute.

În ceea ce privește evoluția prețului petrolului, marcat de numeroase oscilații pe parcursul ultimilor ani, incertitudini decurg din reducerea livrărilor de petrol anunțate de membrii OPEC+, deși trebuie menționat că în cazul acestei decizii, implicațiile asupra prețului petrolului au fost vizibile în special pe un orizont de timp scurt, efectele adverse fiind aproape resorbite în totalitate în perioada recentă. La acest moment, cotațiile futures pe termen mediu nu indică o relevanță la fel de mare a acestui risc. Similar rundelor precedente, dar având o probabilitate mai redusă de

materializare în actuala conjunctură, presiuni dezinflaționiste ar putea fi decurge în eventualitatea debutului unui episod de stagflație, pe fondul suprapunerii mai multor factori (costuri ridicate de producție ale companiilor pe o perioadă mai lungă de timp, erodarea puterii de cumpărare a populației, amânarea unor proiecte investiționale).

O ajustare descendentă a cererii agregate la nivel global ar putea fi ocazionată și de o posibilă exacerbare a volatilității pe piețele financiar-bancare internaționale, cu potențial de a induce multiple efecte reverberante adverse. Turbulențele din SUA și Elveția sunt însă anticipate a avea un impact redus asupra economiilor din zona euro și, implicit, a celor din Europa Centrală și de Est, în contextul unei reziliențe sporite a sectorului financiar-bancar la șocurile adverse recente. În același timp, un risc a cărui importanță este reconfirmată se referă la conduita politicii monetare a BCE și Fed.

Menținerea unui mediu inflaționist accentuat ar putea motiva creșterea în continuare a marjelor de profit ale companiilor. În acest context, este posibilă o diminuare a cotei deținute de costurile salariale în totalul costurilor de producție. În plus și în paralel, ar putea fi alimentate noi puseuri inflaționiste, cu impact advers asupra puterii de cumpărare a populației. Pe fondul erodării acesteia din urmă, nu sunt excluse revendicări privind un avans mai alert al salariilor, diferențiat atât ca magnitudine, cât și ca potențial de acomodare, în funcție de sectoarele de activitate cele mai afectate. Această evoluție ar putea fi atribuită inclusiv unei amplificări a necesarului de forță de muncă calificată, pe fondul unei ponderi ridicate a sumelor în totalul alocațiilor de fonduri europene aferente proiectelor novatoare destinate digitalizării și economiei verzi din cadrul programului „Next Generation EU”.

Conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri își menține relevanța ca factor de risc. Pe termen scurt, au devenit aparente dificultăți în ceea ce privește reducerea deficitului bugetar în linie cu ținta asumată. Un set preliminar de măsuri corective s-a conturat până la finalizarea *Raportului asupra inflației*, însă rămân dificil de evaluat gradul în care acestea vor fi suficiente pentru a asigura respectarea jalonului de ajustare din acest an, dar și optimalitatea din perspectiva echilibrării finanțelor publice pe termen mediu, având în vedere caracterul temporar al majorității acestora. Mai mult, având în vedere calendarul electoral extrem de încărcat din 2024, nu este exclusă complicarea suplimentară a procesului de corecție a deficitului excesiv în eventualitatea unor noi măsuri expansioniste ori a prelungirii aplicabilității unora dintre cele aflate deja în vigoare. Abateri semnificative de la traiectoria de ajustare a deficitului bugetar s-ar putea repercuta direct asupra ratingului suveran. În plus, ar putea fi periclitată inclusiv corecția deficitului de cont curent, cu toate consecințele pe care aceasta le-ar putea avea asupra finanțării într-o manieră ordonată a dezechilibrelor gemene din economie.

Abrevieri

BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
CE	Comisia Europeană
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FAO	Organizația Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură
FBCF	formarea brută de capital fix
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IRCC	indicele de referință pentru creditele consumatorilor
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MF	Ministerul Finanțelor
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
PNRR	Planul Național de Redresare și Reziliență
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TFP	productivitatea totală a factorilor de producție
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
1W	o săptămână
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

Lista tabelelor din text

Caseta 1

Tabel A	Statistici descriptive privind distribuția variației prețurilor	18
Tabel B	Frecvența și amplitudinea modificărilor efective de preț (medii)	18
Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	44
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	45
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	49
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației IPC și CORE2 ajustat în scenariul de bază	51
Tabel 4.3	Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC	53

Lista graficelor din text

	Prognoza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	15
Grafic 1.2	Prețul combustibililor	16
Grafic 1.3	Cotațiile principalelor materii prime	16
Grafic 1.4	Componentele inflației de bază CORE2 ajustat	17
Caseta 1		
Grafic A	Dinamica prețurilor principalelor materii prime pe piața internă	19
Grafic B	Frecvența medie și amplitudinea medie a modificărilor de preț ale principalelor grupe alimentare	20
Grafic C	Distribuția frecvenței modificărilor de preț pentru sortimente de ulei	21
Grafic 1.5	Anticipații privind evoluția prețurilor	22
Grafic 1.6	IAPC mediu anual în UE – mar. 2023	22
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	23
Grafic 2.2	Consumul populației	24
Grafic 2.3	Fonduri europene nerambursabile destinate investițiilor	25
Grafic 2.4	Construcții	25
Grafic 2.5	Investiții exclusiv construcții	26
Grafic 2.6	Comerț exterior	26
Grafic 2.7	Contul curent	27
Grafic 2.8	Productivitatea muncii în economie	27
Grafic 2.9	Gradul de utilizare a capacităților de producție în industria prelucrătoare	28
Grafic 2.10	Gradul de tensionare a pieței muncii	29
Grafic 2.11	Efectivul salariaților din economie	29
Grafic 2.12	Evoluția salariului mediu brut pe economie	30
Grafic 2.13	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	31

Grafic 2.14	Prețurile producției industriale pentru piața internă	32
Grafic 2.15	Prețurile producției agricole	33
Grafic 2.16	Costurile unitare cu forța de muncă	33
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	35
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	40
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	41
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	42
Grafic 3.5	Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației	42
Grafic 3.6	Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare	43
Grafic 3.7	Cursul de schimb nominal	43
Grafic 3.8	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	44
Grafic 3.9	Principalele componente ale masei monetare	45
Grafic 3.10	Creditul acordat sectorului privat pe monede	46
Grafic 3.11	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	47
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	50
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat	51
Grafic 4.3	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC	52
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor combustibililor și a celor ale energiei electrice și gazelor naturale	53
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor LFO	54
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)	54
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	56
Grafic 4.8	Deviația PIB	58
Caseta 2		
Grafic A	Proporția celor mai productive 10 la sută (decila 10) dintre companiile exportatoare cu mai mult de 25 de angajați din industria prelucrătoare față de celelalte 90 la sută (decilele 1-9) în totalul exporturilor și VAB ale acestei categorii de companii	62
Grafic B	Numărul de firme exportatoare cu mai mult de 25 de angajați din industria prelucrătoare, din decila 10 de productivitate a categoriei, în funcție de diviziunea CAEN (top 10 diviziuni)	62
Grafic C	Statistici medii pe companie exportatoare cu mai mult de 25 de angajați, decila 10 de productivitate, raportat la media decilelor 1-9	63
Grafic D	Elasticitatea exporturilor la modificări ale REER	64
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	66
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	67

