



BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației

august 2021

Anul XVII, nr. 65

Raport asupra inflației

August 2021

NOTE

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

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

Toate drepturile rezervate.

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Cuvânt înainte

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

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 6 august 2021, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 4 august 2021.

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

Cuprins

Sinteză	7
1. Evoluția inflației	14
2. Evoluții ale activității economice	18
1. Cererea și oferta	18
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	27
2.1. Prețurile de import	27
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	29
3. Politica monetară și evoluții financiare	32
1. Politica monetară	32
2. Piețe financiare și evoluții monetare	36
2.1. Ratele dobânzilor	36
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	40
2.3. Moneda și creditul	41
4. Perspectivele inflației	45
Scenariul de bază	45
4.1. Ipoteze externe	45
Casetă. Inflația externă – evoluții recente și perspective	47
4.2. Perspectivele inflației	50
4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	54
4.4. Riscuri asociate proiecției	60
Abrevieri	63
Lista tabelor din text	64
Lista graficelor din text	64

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC și-a continuat parcursul ascendent în trimestrul II 2021, depășind începând cu luna mai limita superioară a intervalului de variație asociat țintei staționare și atingând nivelul de 3,94 la sută în iunie (+0,89 puncte procentuale față de martie 2021). Saltul de dinamică a fost preponderent imprimat de creșterea cotațiilor materiilor prime pe piețele internaționale, aceasta fiind preluată rapid de traiectoria prețurilor volatile, în principal cele ale combustibililor. La rândul său, rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat și-a întrerupt traiectoria descendentă în trimestrul II 2021, majorându-se ușor în luna aprilie, până la 2,9 la sută (față de 2,8 la sută în martie), valoare în jurul căreia a oscilat ulterior. În luna iunie, atât rata anuală a inflației IPC, cât și cea a inflației de bază CORE2 ajustat s-au plasat peste nivelul prognozat în precedentul *Raport asupra inflației* cu 0,4 puncte procentuale, respectiv 0,2 puncte procentuale. La rândul său, rata medie anuală a inflației IPC a urmat o traiectorie ascendentă, atingând 2,9 la sută în luna iunie. Rata medie anuală a inflației calculată pe baza indicelui armonizat (IAPC) a avansat cu 0,3 puncte procentuale față de luna martie, până la 2,4 la sută în iunie. Întrucât în plan comunitar majorarea prețurilor a avut o amplitudine mai mare, România și-a redus marginal decalajul față de media europeană.

Inflația de bază CORE2 ajustat a resimțit în intervalul analizat presiuni relativ ample din partea determinantilor săi fundamentali. Astfel, influențe semnificative pe partea costurilor de producție au fost induse de creșterea generalizată a cotațiilor materiilor prime, deși, în paralel, presiunile din partea costurilor cu forța de muncă au cunoscut o atenuare, în condițiile în care piața muncii încă nu a atins nivelul de încordare din perioada pre-pandemie. În același timp, cererea agregată din economie și-a continuat redresarea alertă, pe fondul refacerii încrederii consumatorilor, facilitând transmisia variațiilor de costuri în prețurile finale. Totodată, anticipațiile inflaționiste pe termen scurt s-au majorat considerabil în trimestrul II 2021, până la valori situate peste media pe termen lung, la aceasta contribuind toate sectoarele economiei, inclusiv cel al serviciilor, puternic afectat anterior de restricțiile de mobilitate. Tendința de creștere a prețurilor a fost vizibilă în cazul tuturor componentelor inflației de bază, trimestrul II marcând scumpiri de o amplitudine superioară celor obișnuite pentru această perioadă a anului.

Rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă a cunoscut o reducere semnificativă în trimestrul I 2021, în special ca urmare a modificărilor metodologice survenite pe piața muncii, care au vizat eliminarea din rândul populației ocupate a persoanelor care produceau majoritar sau exclusiv pentru autoconsum, fiind vorba în cea mai mare parte de lucrători din agricultură. În schimb, rata anuală de creștere a

ULC, exclusiv sectorul agricol, s-a menținut în teritoriul pozitiv, diminuându-se însă până la 3,6 la sută, față de 8,7 la sută la finele anului precedent. Totodată, în industrie se manifestă o anumită înrăutățire a dinamicii trimestriale a ULC în intervalul aprilie-mai 2021 comparativ cu primele trei luni ale anului (2,1 la sută), reflectând semnale privind deteriorarea competitivității în unele sectoare ale industriei, în speță cele producătoare de bunuri de consum.

Politica monetară în perioada parcursă de la data Raportului precedent

În ședința din 12 mai 2021, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,25 la sută pe an, precum și a ratelor dobânzii la facilitățile de depozit și de credit, la 0,75 la sută și, respectiv, 1,75 la sută pe an. Rata anuală a inflației IPC a scăzut în luna martie ceva mai puțin decât s-a anticipat, la 3,05 la sută, de la 3,16 la sută în februarie. Evoluția a avut la bază descreșterile de dinamică înregistrate de componentele LFO și produse din tutun, alături de cea a inflației de bază, care au fost, în bună măsură compensate, ca impact, de majorarea peste așteptări a prețurilor combustibililor. În linie cu așteptările, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să descrească în trimestrul I 2021, coborând la 2,8 la sută în luna martie 2021, de la 3,3 la sută în decembrie 2020. La aceasta au contribuit, în principal, efectele de bază dezinflaționiste asociate evoluției prețurilor unor produse alimentare procesate, cărora li s-au adăugat influențele modeste ale deficitului de cerere agregată și ale temperaturii deprecierii în termeni anuali a leului în raport cu euro. Totuși, dinamica acestei componente continua să fie marcată de presiuni inflaționiste ale factorilor fundamentali, respectiv tendința ascendentă a așteptărilor inflaționiste pe termen scurt, precum și influențe venite din dinamizarea consumului pe anumite segmente, dar și din perturbări pe partea ofertei.

Cea mai recentă prognoză releva perspectiva plasării ratei anuale a inflației pe o traiectorie relativ mai înaltă pe parcursul următorilor doi ani, în condițiile în care aceasta fusese din nou revizuită sensibil în sens ascendent pe termen scurt și în mai mică măsură pe cel de-al doilea segment al intervalului proiecției.

Principalele incertitudini și riscuri asociate perspectivei inflației decurgeau din evoluția pandemiei și a măsurilor restrictive asociate, dependentă mai ales de aria de cuprindere și eficacitatea procesului de vaccinare. Surse majore de incertitudini și riscuri în dublu sens decurgeau, de asemenea, din conduita politicii fiscale, în contextul consolidării bugetare prezumate a se realiza gradual pe termen mediu, precum și din absorbția fondurilor europene, în special a celor aferente programului „Next Generation EU”. Relevante continuau să fie și tendințele sincronizate de creștere a cotațiilor multor materii prime pe piețele internaționale.

Ulterior, datele statistice au indicat creșterea ratei anuale a inflației IPC în luna mai, la 3,75 la sută, de la 3,05 la sută în martie, ușor peste nivelul prognozat și, totodată, deasupra limitei de sus a intervalului țintei. Creșterea a fost determinată aproape integral de componente exogene ale coșului IPC, mai cu seamă de scumpirea combustibililor, pe fondul majorării cotației petrolului. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat s-a menținut sub nivelul de 3 la sută, crescând în luna mai la 2,9 la sută, de la

2,8 la sută în martie 2021. Datele statistice privind creșterea economică din trimestrul I 2021 au indicat continuarea redresării acesteia într-un ritm considerabil mai alert decât cel anticipat, aceasta recuperând aproape în totalitate pierderea suferită în trimestrul II 2020. Astfel, economia și-a redus declinul în termeni anuali la doar -0,2 la sută, de la -1,4 la sută în trimestrul IV 2020. Determinantul major al redresării a fost consumul privat, sub impactul revigorării puternice a cumpărărilor de mărfuri și servicii. La rândul ei, formarea brută de capital fix și-a mărit contribuția pozitivă la dinamica anuală a PIB, aceasta devenind chiar majoritară în acest trimestru, pe fondul saltului amplu al investițiilor în utilaje. În schimb, exportul net și-a majorat substanțial aportul negativ, ca urmare a creșterii mai pronunțate a dinamicii importurilor față de cea evidențiată în cazul exporturilor de bunuri și servicii. Pe acest fond, dar și ca urmare a înrăutățirii considerabile a balanței veniturilor primare și a celei a veniturilor secundare, deficitul de cont curent a cunoscut cea mai amplă creștere în termeni anuali din ultimele 14 trimestre.

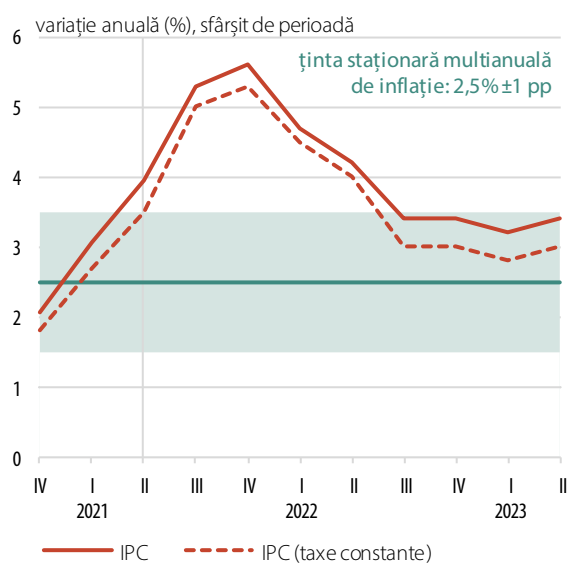
În ședința Consiliului de administrație al BNR din 7 iulie 2021, cele mai recente evaluări relevau perspectiva creșterii ratei anuale a inflației pe orizontul scurt de timp la valori mai înalte decât cele evidențiate în cea mai recentă prognoză pe termen mediu publicată în *Raportul asupra inflației* din mai 2021, sub impactul tranzitoriu mai puternic al factorilor pe partea ofertei. Determinante erau considerate a fi majorările mai ample ale prețurilor produselor energetice, în principal ale gazelor naturale și energiei electrice. Factorii de incertitudine identificați anterior își mențineau relevanța, cu accentuarea relativă a celor provenind din partea dinamicii de pe piețele internaționale a cotațiilor materiilor prime. În plus, era evidențiată și încetinirea puternică a ritmului vaccinării pe plan intern, pe fondul tendinței de răspândire în unele țări europene a variantei mai contagioase de coronavirus (Delta).

Pe baza datelor disponibile la acel moment și în contextul riscurilor și incertitudinilor evidențiate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,25 la sută pe an, concomitent cu prezervarea la aceleași niveluri a ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit (0,75 la sută) și, respectiv, a celei aferente facilității de creditare (1,75 la sută). Totodată, Consiliul de administrație a subliniat că vizează menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei staționare de inflație de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile în contextul procesului de consolidare fiscală, și în condiții de protejare a stabilității financiare. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR s-a declarat pregătit să utilizeze instrumentele de care dispune în vederea îndeplinirii obiectivului fundamental privind stabilitatea prețurilor pe termen mediu.

Perspectivile inflației

Ulterior publicării *Raportului asupra inflației* din luna mai 2021, s-au materializat o serie de riscuri de magnitudine semnificativă, cu consecințe asupra noii configurații a scenariului de bază al proiecției. Cu toate acestea, actualul scenariu continuă să rămână grevat de o multitudine de surse interconectate de incertitudini, cele din planul sănătății publice recăpătând recent o pregnanță sporită. Ulterior șocului pandemic, debutul revenirii activității economice din România a avut loc în trimestrul III

Proгноza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

al anului trecut, cu o revigorare marcantă continuată în trimestrele IV 2020 și, respectiv, I 2021. În aceste condiții, datele disponibile sugerează că până la finele lunii martie s-ar fi recuperat aproape în totalitate pierderile de activitate economică suferite în trimestrul II 2020. Seriile de date cu frecvență ridicată atestă continuarea avansului economiei și în trimestrele II și III ale anului curent, chiar dacă în paralel se acumulează indicii ale unei relative atenuări de ritm a acestuia. Pe acest fond, debutul recent al unei transmisii relativ accelerate a tulpinii Delta a virusului în unele țări comunitare ridică noi semne de întrebare cu privire la persistența procesului de revenire a economiei, mai ales odată cu apropierea sezonului rece. În eventualitatea unei recrudescențe a pandemiei, amplitudinea impactului economic va fi condiționată prioritar de parametrii medicali – în principal progresul campaniei de vaccinare în ansamblu, precum și gradul de protecție

al categoriilor de populație vulnerabile –, parametrii ce vor determina severitatea restricțiilor de mobilitate impuse de autorități ori, după caz, cele de natură voluntară din partea populației. Din acest motiv, până la o normalizare a situației în plan medical, este de așteptat ca riscurile în sens descendent la adresa perspectivelor de evoluție a activității economice din scenariul de bază să rămână dominante, mai ales pe orizontul de timp scurt.

Conform scenariului de bază, pe ansamblul anului 2021, dinamica PIB din România este prevăzută la o valoare pozitivă semnificativă. Aceasta este susținută de evoluția substanțial peste așteptări din trimestrul I al anului curent, precum și de revenirea în ritm accelerat a activității economice a partenerilor externi începând din trimestrul II (date semnal aferente acestuia fiind deja comunicate la sfârșitul lunii iulie a.c. de către Eurostat), favorizate de relaxarea treptată de către autorități a unor restricții de mobilitate. Influențe pozitive sunt asociate și prefigurării tranziției către un an normal din punct de vedere al recoltei agricole, dar și ipotezei debutului în acest an a atragerii de fonduri europene aferente programului „Next Generation EU”. Pentru 2021, dată fiind operaționalizarea probabilă a Planului Național de Redresare și Reziliență abia în ultima parte a anului, volumul absorbției de fonduri este presupus a fi ușor inferior ipotezei de lucru din *Raportul* anterior. Totuși, atragerea acestor fonduri este prevăzută a deveni semnificativă începând cu anul următor, în condițiile în care România beneficiază de una dintre cele mai consistente alocări de granturi, respectiv de 6,4 la sută din nivelul PIB al anului 2019, cumulată, în intervalul 2021-2026.

În pofida manifestării celui de-al treilea val al pandemiei, consumul gospodăriilor populației s-a menținut înalt în debutul anului, fiind, probabil, alimentat și de volumul consistent al economiilor acumulate în perioada recentă. Pe măsura relaxării restricțiilor de mobilitate, implicit a refacerii unor oportunități de consum în sectoarele cele mai afectate de acestea, dar și pe fondul menținerii stimulatității condițiilor monetare reale, componenta consum este de așteptat să aibă aportul

dominant la dinamica înaltă a PIB așteptată pentru întregul an. În paralel cu diminuarea în termeni relativi a incertitudinii agenților economici cu privire la evoluția situației medicale și, implicit, și a celei economice, se prefigurează o revigorare a fluxurilor investiționale derulate de sectorul privat. Un aport consistent la formarea brută de capital fix urmează a avea și suita programelor guvernamentale de facilitare a finanțării companiilor, volumul important de cheltuieli investiționale ale sectorului public, precum și absorbția de fonduri europene prin programul „Next Generation EU”. În aceste condiții, parcursul investițional din economie va continua să rămână vizibil impulsivat, atât în anul curent, cât și în perspectivă.

După ce și-au reluat în ritm alert recuperarea pierderilor induse de primul val al pandemiei, exporturile românești au cunoscut o slăbire de ritm în debutul acestui an, inclusiv dată fiind evoluția cererii externe. În paralel, importurile de bunuri și servicii și-au menținut dinamica semnificativă, superioară celei a exporturilor, având ca rezultată o adâncire a deficitului balanței comerciale în raport cu perioada similară a anului trecut. În aceste condiții, date fiind și evoluțiile mai puțin favorabile ale balanței veniturilor primare și a celor secundare, deficitul de cont curent din anul 2021 se va deschide raportat la valoarea înregistrată în 2020. Pe termen mediu, deși evoluția acestuia va beneficia de perspectiva debutului corecției fiscale din acest an, decisive vor rămâne, totuși, ritmul de revenire a activității economice a partenerilor externi, precum și adresarea cât mai rapidă a unor probleme structurale prezente la nivelul economiei românești.

Redresarea peste așteptări a economiei din primul trimestru al acestui an a implicat o corecție notabilă și a componentei ciclice a activității economice. În *Raportul* anterior, *gap*-ul negativ era anticipat să facă tranziția la valori pozitive în a doua parte a anului curent, însă noul context economic sugerează o posibilă resorbire completă a acestuia încă de la începutul anului curent. Suprapus dinamismului anticipat al procesului investițional, cu efecte repercutate și asupra dinamicii PIB potențial, *gap*-ul PIB își va conserva, în pofida așteptărilor privind redresarea în ritm apreciabil a economiei, un profil doar moderat crescător pe termen mediu, chiar dacă revizuit ascendent față de valorile din *Raportul* anterior. Dinamica proiectată viitoare a economiei sugerează, în raport cu evoluțiile economice ale partenerilor comerciali comunitari, o ușoară accelerare, pe termen mediu, a convergenței reale a economiei românești.

Ulterior publicării *Raportului* din luna mai 2021 s-au concretizat o serie de riscuri cu impact inflaționist, asociate preponderent componentelor coșului de consum aflate în afara controlului politicii monetare, în special pe segmentul prețurilor produselor energetice (majorări ale prețului la gaze naturale, energie electrică și combustibili). Presiuni ascendente s-au localizat și sunt de așteptat să persiste și în cazul ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, componenta urmând să atingă 3,4 la sută atât în decembrie 2021, cât și în decembrie 2022. Influențe persistente din partea factorilor fundamentali ai inflației de bază sunt asociate revenirii mai alerte a activității economice și a impactului acesteia asupra configurației *gap*-ului PIB. În schimb, presiuni inflaționiste care se prefigurează la acest moment a fi de natură temporară, ce ar urma să fie parțial resorbite în cursul anului viitor, provin din partea prețurilor bunurilor din import, precum și a profilului mai abrupt ascendent al așteptărilor privind inflația pe termen scurt, alimentat de majorările recente ale prețurilor energiei. În aceste condiții,

În lunile următoare, rata anuală a inflației IPC se va înscrie pe o traiectorie pronunțat ascendentă, atingând 5,6 la sută în luna decembrie, cu 1,4 puncte procentuale peste valoarea proiectată în *Raportul* anterior. Contribuția componentelor exogene la inflația proiectată pentru sfârșitul acestui an este de 3,5 puncte procentuale, cu 1,1 puncte procentuale superioară celei proiectate anterior. Natura temporară a celei mai mari părți a șocurilor recente va genera efecte de bază favorabile în 2022, urmând ca rata anuală a inflației IPC să reîntre în intervalul țintei în trimestrul III 2022 (3,4 la sută) și să atingă aceeași valoare și în decembrie. La acest orizont, proiecția actualizată o depășește cu doar 0,3 puncte procentuale pe cea din scenariul de bază anterior, din care contribuția componentelor exogene sferei de acțiune a politicii monetare reprezintă un plus de doar 0,1 puncte procentuale față de scenariul de bază anterior.

În contextul particular al persistenței crizei de sănătate, conduita politicii monetare a BNR a fost configurată într-o manieră prudentă, în vederea menținerii stabilității prețurilor pe termen mediu, într-un mod care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile în contextul procesului de consolidare fiscală, și în condiții de protejare a stabilității financiare.

Riscurile materializate în intervalul dintre cele două *Rapoarte asupra inflației* atestă caracterul incert al evoluțiilor economice în contextul rezoluției încă incomplete a crizei de sănătate publică. Diverșii indicatori care măsoară gradul de incertitudine asociat evoluției economiei, deși au cunoscut unele îmbunătățiri, continuă să rămână relativ ridicați raportat la valorile lor istorice. Din acest motiv, în runda curentă rămân importante o serie de surse de risc provenind atât din partea mediului intern, cât și a celui extern; cu informațiile disponibile la momentul elaborării prezentului *Raport asupra inflației*, balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi orientată în sus raportat la proiecția indicatorului din scenariul de bază, cu precădere pe orizontul scurt de timp.

Atât pe plan intern, cât și pe plan extern, principala incertitudine este legată de evoluția crizei de sănătate publică, odată cu debutul răspândirii accelerate a variantei Delta a virusului, devenită deja tulpină dominantă în mai multe țări. Reinflamarea crizei de sănătate publică are potențialul de a induce noi bariere comerciale, dar și de a reduce transferul tehnologic în economiile mai puțin dezvoltate. În plus, mixul de politici economice în condițiile necesității redresării economice ar rămâne persistent mai stimulat, potențial accentuând anumite dezechilibre de la nivel macroeconomic.

Pe plan intern, o sursă apreciabilă de riscuri rămâne conduita politicii fiscale și a celei de venituri din perspectiva configurației măsurilor de consolidare fiscală. Pe termen scurt, în contextul revenirii alerte, peste așteptări, a economiei, rămâne de văzut în ce măsură rectificarea bugetară programată pentru luna august va consemna un quantum în diminuare al deficitului bugetar pentru întregul an. Pe termen mediu, în condițiile în care România continuă să rămână constrânsă de procedura de deficit excesiv inițiată în 2020, este esențială configurația setului de măsuri ce vor fi adoptate în vederea atingerii țintei de 3 la sută a deficitului bugetar *headline* până la orizontul anului 2024. În acest sens, conform solicitării Comisiei Europene, mai multe detalii referitoare la planul detaliat privind strategia de consolidare avută în vedere de autoritățile române urmează a fi cunoscute la jumătatea lunii octombrie a anului

curent. Magnitudinea, eşalonarea și conținutul acestor măsuri sunt esențiale din perspectiva configurării optimale a mixului politicilor macroeconomice din România, implicit și din cea a unor potențiale riscuri la adresa scenariului de bază al proiecției.

Din perspectiva inflației, pe termen scurt și mediu, riscuri majore continuă să fie asociate evoluției viitoare a prețurilor materiilor prime de pe piețele internaționale, și, respectiv, evoluțiilor cotațiilor componentelor energetice de pe plan intern. În plan extern, în pofida tendințelor recente de creștere sincronizată a prețurilor materiilor prime, mecanismele declanșatoare au fost extrem de diverse, ceea ce complică identificarea cu acuratețe a unor tendințe în evoluția viitoare a prețurilor acestora: sincope în lanțurile globale de producție și distribuție (în cazul materialelor de construcții), un comportament speculativ pe bursele internaționale, fluctuații meteorologice (în cazul materiilor prime agroalimentare) etc. În plan intern, deși unele riscuri apreciabile de majorare a prețurilor la energia electrică și gazele naturale s-au materializat deja în raport cu scenariul de bază din luna mai, nu este exclusă persistența unor astfel de presiuni și în perioadele viitoare.

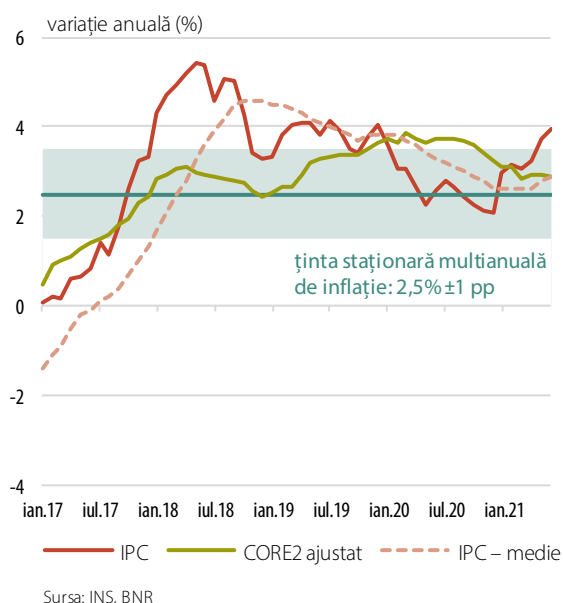
Decizia de politică monetară

Date fiind caracteristicile noii perspective a inflației, dar și incertitudinile și riscurile crescute asociate acesteia, având ca surse pandemia de coronavirus, precum și conduita politicii fiscale și absorbția fondurilor europene, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 6 august 2021 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,25 la sută, concomitent cu păstrarea controlului strict asupra lichidității de pe piața monetară. De asemenea, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit la 0,75 la sută și a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*) la 1,75 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC și-a continuat parcursul ascendent în trimestrul II 2021, depășind limita superioară a intervalului de variație asociat țintei staționare și atingând nivelul de 3,94 la sută la finele perioadei analizate (+0,89 puncte procentuale față de martie 2021). Creșterea cotațiilor materiilor prime pe piețele internaționale a reprezentat principalul factor explicativ, aceasta fiind preluată rapid de traiectoria prețurilor volatile. Presiunile asupra costurilor de producție rămân astfel semnificative, iar transmisia în prețuri este facilitată de revenirea cererii, odată cu îmbunătățirea situației medicale și refacerea încrederii consumatorilor. Pe acest fundal, rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat și-a întrerupt traiectoria descendentă, oscilând în jurul valorii de 2,9 la sută în perioada analizată (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației

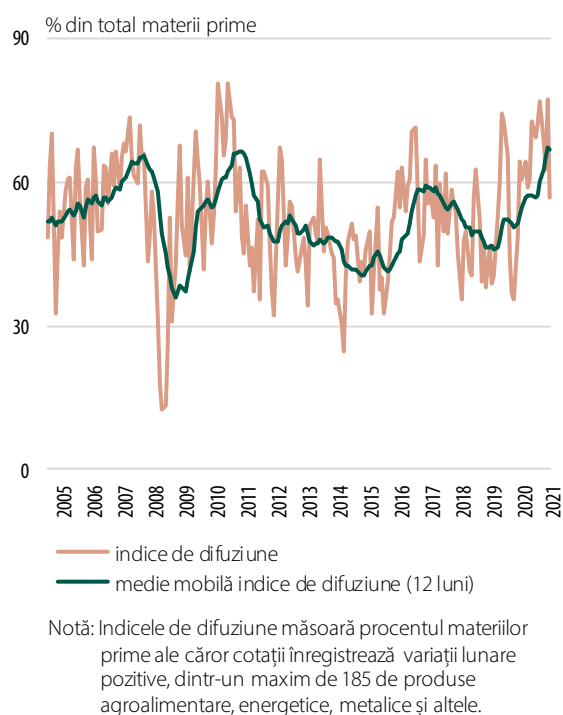


Progresul consemnat de la începutul anului în planul vaccinării la nivel mondial a condus la ameliorarea situației epidemiologice și a permis relaxarea restricțiilor de mobilitate, făcând posibilă revenirea activității economice într-un ritm peste așteptări. Drept urmare, cotațiile celor mai multe materii prime s-au poziționat pe o traiectorie pronunțat crescătoare, accentuată de limitările apărute pe latura ofertei (Grafic 1.2). Cotația petrolului Brent și-a continuat parcursul ascendent pe care s-a înscris încă din startul anului 2021, într-un ritm ușor mai temperat comparativ cu primele luni ale anului, plasându-se în jurul valorii de 75 de dolari SUA la finele lunii iunie, față de circa 65 de dolari SUA la sfârșitul trimestrului I. Impactul asupra prețurilor de consum ale combustibililor a fost potențat de efectul statistic asociat ieșirii din baza de calcul a lunilor de debut al pandemiei COVID-19, care au fost marcate de prăbușirea prețului petrolului. Astfel, grupa

combustibililor deține cea mai ridicată contribuție la creșterea dinamicii anuale a IPC în trimestrul II 2021 (+0,57 puncte procentuale) (Grafic 1.3).

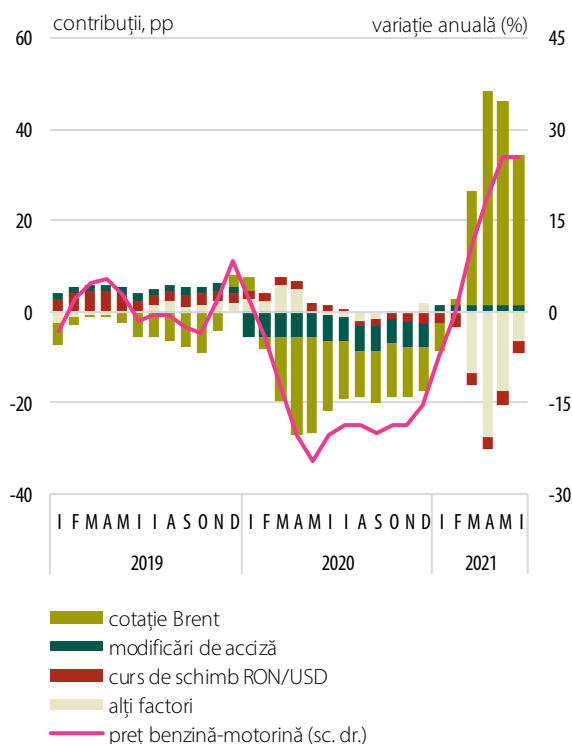
Tot în planul componentelor exogene ale coșului de consum, grupa LFO și-a redus variația anuală negativă pe parcursul trimestrului II, toate elementele acesteia înregistrând modificări ale prețurilor superioare mediilor sezoniere. Redeschiderea graduală a industriei ospitalității a condus la extinderea cererii pentru produsele alimentare, care se reflectă și la nivelul prețurilor din segmentul de *retail*, inclusiv al prețurilor LFO. Astfel, după o perioadă de opt luni în care variația lunară a acestora s-a

Grafic 1.2. Materiile prime pe piețele internaționale



Sursa: Banca Mondială, FAO, Bloomberg, Comisia Europeană

Grafic 1.3. Prețul carburanților



Sursa: Bloomberg, INS, calcule și estimări BNR

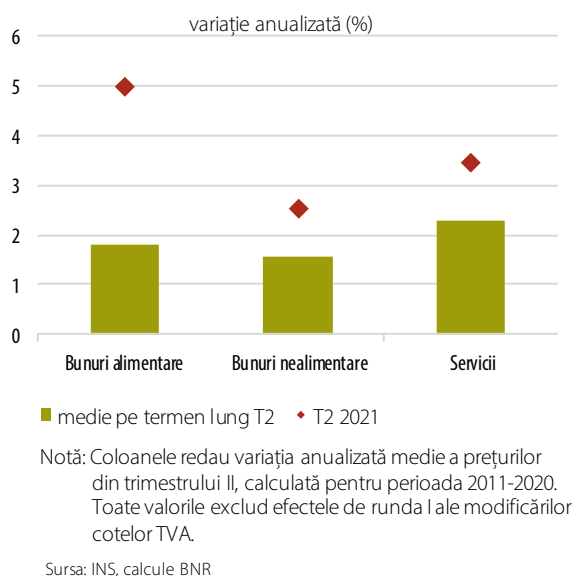
plasat constant sub media sezonieră, începând cu luna mai 2021 tendința s-a inversat, în pofida ofertei abundente.

O contribuție în sens inflaționist a revenit în trimestrul II 2021 și produselor din tutun, dinamica anuală a inflației urcând la 7,1 la sută în iunie (de la 4,9 la sută în martie), ca urmare a încorporării majorării accizei în prețul final al pachetului de țigarete pe baza unui calendar ușor diferit față de anul anterior.

Rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat și-a întrerupt traiectoria descendentă în trimestrul II 2021, majorându-se ușor în luna aprilie, până la 2,9 la sută (față de 2,8 la sută în martie), valoare în jurul căreia a oscilat ulterior. Presiunile pe partea costurilor de producție au rămas semnificative în această perioadă, pe fondul creșterii generalizate a cotațiilor materiilor prime și a costurilor cu alte inputuri, lanțurile de valoare adăugată aflându-se sub presiune în încercarea de a ține pasul cu cererea; aceste influențe au fost parțial contrabalansate de atenuarea, cel puțin pe termen scurt, a presiunii din partea costurilor cu forța de muncă, în contextul în care piața muncii se menține, deocamdată, relaxată. În același timp, transmisia în prețurile finale este facilitată de redresarea cererii, pe fondul refacerii încrederii consumatorilor, dar și al economiilor consistente acumulate în ultimul an, date fiind oportunitățile mai limitate de cheltuire a veniturilor, dar și gradul mai ridicat de precauție manifestat, de regulă, în perioade de criză.

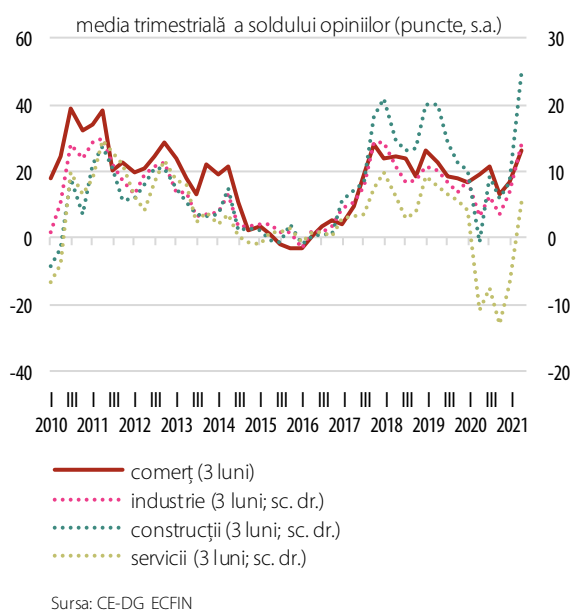
Din perspectiva evoluțiilor curente, tendința de creștere a prețurilor s-a observat în cazul tuturor componentelor inflației de bază, trimestrul II marcând scumpiri de o amplitudine superioară celor obișnuite pentru această perioadă a anului (Grafic 1.4). Pe segmentul bunurilor, însă, influența asupra ratei anuale a inflației a fost neutralizată de manifestarea unor efecte statistice asociate ieșirii din baza de calcul a lunilor de la debutul pandemiei, caracterizate de scumpiri ample ale unor categorii de bunuri considerate de strictă necesitate, pentru care cererea crescuse simțitor la acel moment. În ceea ce privește serviciile, revenirea activității pe segmentele cele mai

Grafic 1.4. Componentele inflației de bază CORE2 ajustat



afectate de restricțiile impuse pentru limitarea răspândirii pandemiei nu a rămas fără ecou la nivelul prețurilor. Contribuții relativ importante la avansul dinamicii anuale a prețurilor serviciilor incluse în coșul CORE2 ajustat au revenit în trimestrul II 2021 serviciilor culturale și celor de alimentație publică. Pe măsură ce consumatorii recapătă încredere, aceștia devin mai dispuși să apeleze la servicii la care fuseseră nevoiți să renunțe anterior din rațiuni de siguranță sanitară; de cealaltă parte, operatorii implementează ajustări ascendente ale prețurilor în încercarea de a recupera pierderile înregistrate în ultimul an, mai ales în contextul în care incertitudinea persistă, manifestarea, tot mai probabilă, a unui al patrulea val de infectări în această toamnă fiind de natură să aducă noi restricții asupra sectorului.

Grafic 1.5. Anticipații privind evoluția prețurilor



Anticipațiile inflaționiste pe termen scurt s-au majorat considerabil în trimestrul II 2021, până la valori situate peste media pe termen lung, pentru toate categoriile de agenți economici, fiind pentru prima dată de la declanșarea pandemiei când și sectorul serviciilor așteaptă de creștere a prețurilor pe orizontul de trei luni (Grafic 1.5). Expectațiile analiștilor bancari cu privire la evoluția prețurilor s-au re poziționat de asemenea pe un palier superior, rămânând însă în jumătatea superioară a intervalului de variație asociat țintei, atât pe orizontul de un an, cât și pe cel de doi ani.

Valoarea medie a ratei anuale a inflației a urmat de asemenea o traiectorie ascendentă. Astfel, determinată conform metodologiei naționale, inflația medie anuală a crescut până la 2,9 la sută în luna iunie 2021, în timp ce indicatorul calculat pe baza structurii armonizate a atins 2,4 la sută (+0,3 puncte procentuale

față de finele trimestrului I în ambele cazuri). Întrucât în plan comunitar majorarea a avut o amplitudine mai mare, România și-a redus marginal decalajul față de media europeană, rămânând însă printre statele membre cu cel mai înalt nivel al inflației medii IAPC, după Cehia, Ungaria și Polonia (Grafic 1.6).

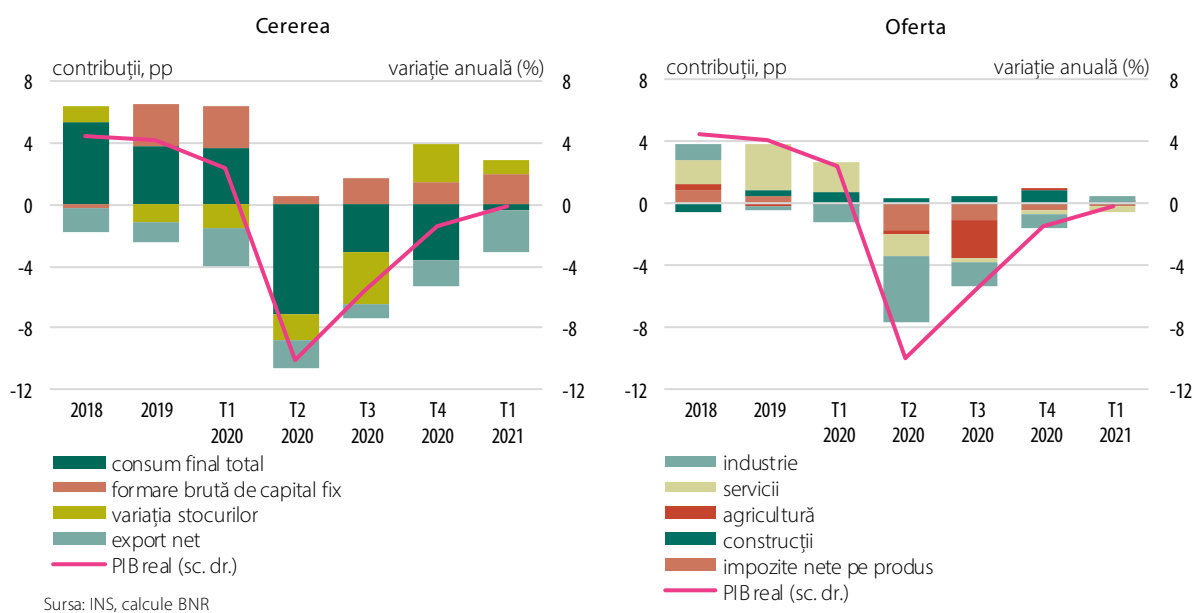
Rata anuală a inflației IPC înregistrată în luna iunie 2021 s-a situat cu 0,4 puncte procentuale peste prognoza din ediția din luna mai 2021 a *Raportului asupra inflației*: 3,9 la sută, comparativ cu o proiecție de 3,5 la sută. Cea mai mare parte a erorii de prognoză este atribuibilă segmentului prețurilor volatile, în special combustibililor,

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

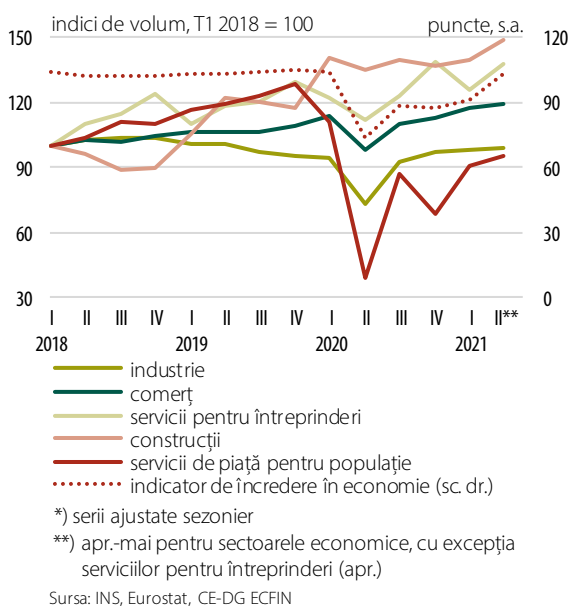
În trimestrul I 2021, PIB a continuat să recupereze pierderea provocată de gestionarea crizei pandemice, situându-se cu numai 0,2 la sută sub nivelul din perioada corespunzătoare a anului precedent (Grafic 2.1). Evoluțiile curente relevă însă o atenuare a ritmului de redresare a activității economice, valoarea adăugată brută reducându-și dinamica până la 0,5 la sută în termeni trimestriali, în special pe seama parcursului mai slab al industriei, în linie cu temperarea de ritm observată pe plan extern. Accelerarea absorbției interne a alimentat menținerea unei creșteri robuste a importurilor, cu efect de erodare asupra dinamicii PIB real (Grafic 2.2).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



În primul trimestru din 2021, cererea de consum și-a continuat parcursul ascendent, însă avântul din primele luni a fost frânat de apariția celui de-al treilea val pandemic, care a condus la reintroducerea de restricții, cu impact în special asupra activității serviciilor de piață prestate populației; cu toate acestea, la nivelul întregului trimestru, ritmul de creștere a segmentului se plasează pe un palier ridicat, respectiv 31 la sută față de perioada precedentă. Achizițiile de bunuri s-au extins în continuare (cu aproximativ 1,2 la sută, variație trimestrială), însă cu o amplitudine ușor inferioară perioadei precedente, în special ca urmare a unei evoluții modeste a comerțului cu bunuri alimentare (contractie trimestrială de circa 2 la sută). În schimb, achizițiile de bunuri durabile s-au intensificat (până la 9,6 la sută), contribuția decisivă revenind

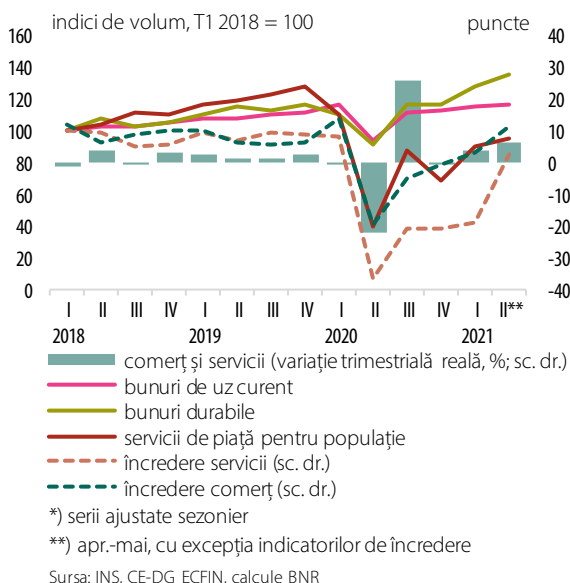
Grafic 2.2. Sectoare economice*



vânzărilor de autovehicule, unde, cel mai probabil, redresarea economiei și perspectivele favorabile au determinat companiile să reia procesul de reinnoire a flotelor, întrerupt la debutul pandemiei (Grafic 2.3).

Relaxarea restricțiilor în a doua parte a trimestrului II, pe fondul ameliorării situației sanitare, a favorizat îmbunătățirea așteptărilor la nivelul economiei (în trimestrul II, indicatorul de încredere calculat de DG ECFIN s-a majorat cu aproximativ 12 puncte față de perioada precedentă, până la 102,7 puncte), ceea ce, alături de evoluția favorabilă a veniturilor populației și de un interes în creștere pentru împrumuturi bancare, conduc la intensificarea cererii de consum. Astfel, cifra de afaceri aferentă activității comerciale și-a accelerat creșterea trimestrială în perioada aprilie-mai, până la circa 6,4 la sută, în principal pe seama achizițiilor de bunuri alimentare și a celor de autovehicule. În primul caz, volumul vânzărilor a depășit palierul înregistrat anterior izbucnirii pandemiei, cererea fiind potențată și de extinderea programelor de fidelizare și a campaniilor promoționale lansate de marile lanțuri de *retail*, acțiuni facilitate și de avansul substanțial în direcția digitalizării operațiunilor. În ceea ce privește piața auto, pe lângă achizițiile efectuate de companii, vânzări în creștere s-au înregistrat și în rândul persoanelor fizice – un rol important revine Programului de reinnoire a parcului auto, lansat la finele lunii aprilie și suplimentat în luna iunie în cazul componentei „Rabla plus”, pe fondul interesului crescut pentru achiziții de vehicule „verzi” (electrice sau *plug-in* hibrid). Totodată, atenuarea restricțiilor în planul distanțării fizice a stimulat cererea pentru servicii de piață, volumul încasărilor majorându-se cu 5,3 la sută în intervalul aprilie-mai față de media primului trimestru.

Grafic 2.3. Activitatea comercială și servicii pentru populație*



Execuția bugetului general consolidat din trimestrul I 2021 s-a finalizat cu un deficit de 14,6 miliarde lei (1,3 la sută din PIB), vizibil inferior celui din perioada similară a anului 2020 (18,1 miliarde lei, respectiv 1,7 la sută din PIB). Totodată, scăderea consemnată de acesta în raport cu soldul negativ din trimestrul IV al anului trecut¹ – în linie cu *pattern*-ul execuției bugetare – a fost mai pronunțată decât cele evidențiate în ultimii ani. Ameliorarea s-a datorat atât diminuării relativ mai accentuate a cheltuielilor bugetare totale – a căror creștere anuală a continuat să decelereze²,

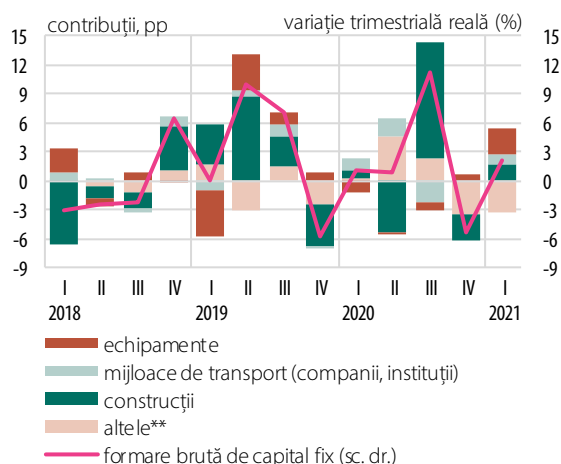
¹ Deficit de 34,6 miliarde lei, echivalentul a 3,3 la sută din PIB.

² La 7,9 la sută în termeni reali (de la 11,2 la sută în trimestrul precedent).

predominat pe seama evoluției cheltuielilor cu subvențiile³, cu proiectele cu finanțare din fonduri externe nerambursabile, precum și a celor de personal⁴ –, cât și temperării mai evidente a contracției veniturilor bugetare totale, regăsită și în mărirea considerabilă a dinamicii lor anuale⁵. Alături de un efect de bază favorabil⁶ și încasarea unor taxe și impozite amânate la plată în baza facilităților fiscale acordate în context pandemic⁷, cea din urmă evoluție a reflectat redresarea peste așteptări a activității economice începând cu trimestrul IV 2020; contribuție majoră au avut veniturile fiscale (în principal de cele din TVA⁸, impozite și taxe pe proprietate și impozit pe profit), aporturi mai mici venind însă și din partea celor nefiscale și din contribuții de asigurări.

În trimestrul II 2021, deficitul bugetului general consolidat s-a mărit la 19,2 miliarde lei (1,7 la sută din PIB), ca urmare a creșterii mai pronunțate a cheltuielilor bugetare în raport cu cea evidențiată la nivelul veniturilor. Majorarea a fost însă inferioară ca dimensiune creșterii înregistrate în același trimestru al anului 2020, iar soldul bugetar negativ s-a redus considerabil în raport cu același moment de referință⁹. Prin urmare, la finele primului semestru al anului curent deficitul bugetar a înregistrat o valoare de 33,8 miliarde lei (3,0 la sută din PIB), substanțial mai redusă decât cea din perioada similară a anului trecut (45,2 miliarde lei, respectiv 4,3 la sută din PIB).

Grafic 2.4. Investiții*



*) conform SEC 2010, serii ajustate sezonier

***) investiții în agricultură (plantații, animale), servicii aferente transferului de proprietate, R&D, software informatic, lucrări geologice, alte drepturi de proprietate intelectuală

Sursa: Eurostat, calcule BNR

După parcursul remarcabil din anul anterior, formarea brută de capital fix a consemnat o nouă creștere în trimestrul I 2021 (11,7 la sută în termeni anuali), Grafic 2.4. Panta ascendentă este posibil să se păstreze în următoarele luni, în condițiile în care achizițiile de echipamente cunosc o revenire amplă, pe fondul redresării încrederii investitorilor, iar expansiunea lucrărilor de construcții pare să se prelungească pe termen scurt. În această din urmă privință însă, evoluția investițiilor va cunoaște probabil o temperare pe un orizont mai îndelungat. Această perspectivă, care prinde contur la scară internațională, este determinată de expansiunea prețurilor materialelor de construcții, revenirea economiei globale generând creșteri puternice ale cotațiilor materiilor prime (inclusiv pe seama

³ Posibil și ca urmare a unui efect de bază, reflectând cel mai probabil efectele unui calendar diferit de acordare a unor ajutoare pentru sectorul agricol.

⁴ În sens contrar au acționat revenirea în teritoriul pozitiv a dinamicii anuale reale a cheltuielilor de capital și respectiv cu bunuri și servicii (însă în condițiile unor reduceri semnificative ale volumului acestora față de cele din trimestrul precedent), precum și accelerarea, totuși marginală, a creșterii cheltuielilor cu asistența socială (inclusiv pe fondul majorării alocațiilor de stat pentru copii efectuate la începutul anului).

⁵ La 15,2 la sută în termeni reali, de la 0,4 la sută în trimestrul anterior.

⁶ Generat de comprimarea drastică a încasărilor bugetare produsă în martie 2020 pe fondul declanșării pandemiei COVID-19 și al acordării în acest context a unor facilități fiscale de amânare a plății unor obligații fiscale.

⁷ Spre finele primului trimestru din 2021 s-a decis totuși prelungirea temporară a unor facilități fiscale (termenul de depunere a cererii pentru solicitarea acordării eşalonării la plată a obligațiilor bugetare în formă simplificată fiind astfel prorogată până la sfârșitul trimestrului III).

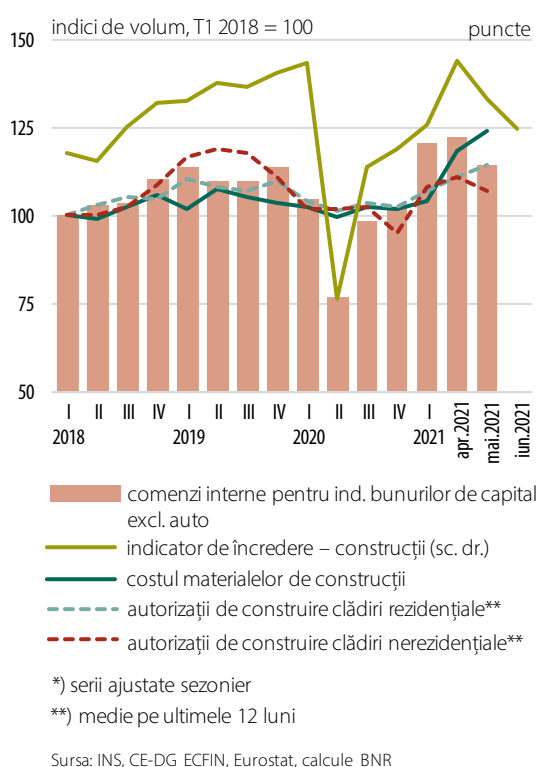
⁸ Însă și pe fondul unei reduceri a rambursărilor de taxă comparativ cu aceeași perioadă din anul precedent.

⁹ 27,1 miliarde lei (2,6 la sută din PIB).

insuficienței stocurilor), precum și ale cheltuielilor de transport. Dificultățile rezultate în planul recuperării costurilor se vor adăuga astfel deficiențelor deja existente în privința disponibilului de personal calificat la nivel local, îngreunând activitatea companiilor de profil (deteriorarea succesivă, în lunile mai și iunie, a indicatorului de încredere din acest sector este un indiciu în acest sens).

În trimestrul I, creșterea investițiilor în construcții (15 la sută în termeni anuali¹⁰) a fost în continuare atribuită lucrărilor rezidențiale și celor de infrastructură. În primul caz, cererea a rămas robustă, fiind alimentată și de coordonatele create de criza pandemică.

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

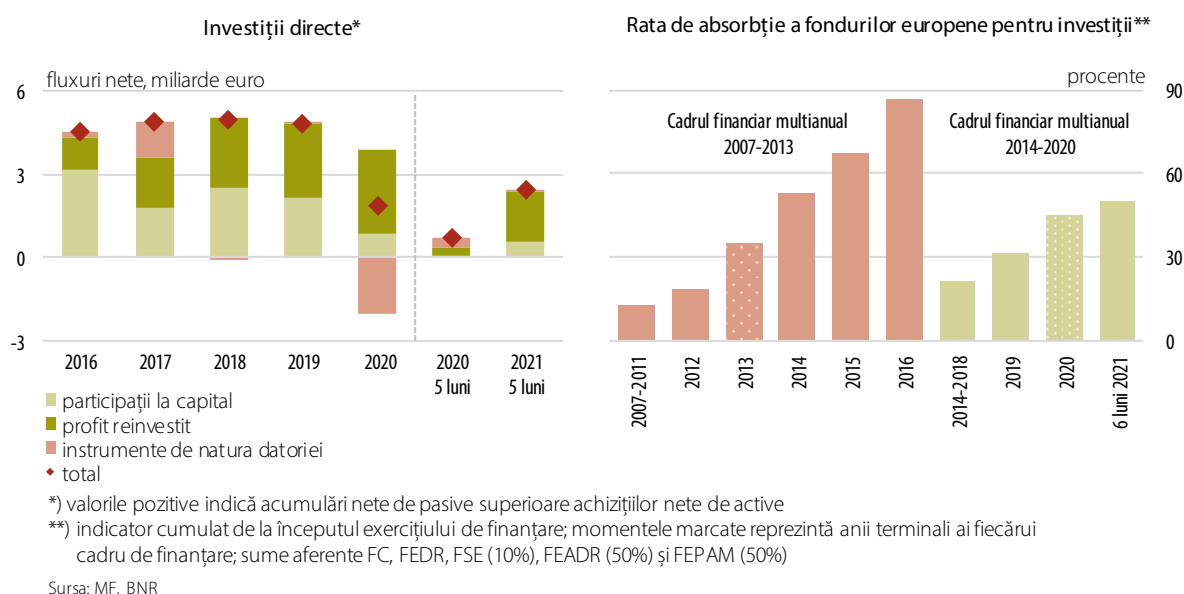


Astfel, suportul acordat de autorități de la începutul anului precedent și modificările survenite în comportamentul și modul de viață al populației (amânarea achiziției de bunuri de valoare ridicată, extinderea activității la distanță în plan profesional și educațional) s-au reflectat în protejarea puterii de cumpărare, menținerea nivelurilor scăzute ale ratei dobânzii, creșterea economisirii, precum și într-o reorientare a cererii (către locuințe cu grădină, situate în zona periurbană). În consecință, investițiile în construcții de locuințe s-au extins cu încă 11 la sută în termeni anuali în trimestrul I, numărul terenurilor intravilane vândute în aceeași perioadă s-a majorat cu circa 21 la sută față de perioada similară a anului anterior, iar intenția de demarare a unor proiecte noi s-a accentuat (în luna mai 2021, suprafața aferentă autorizațiilor de construire a crescut cu 13,4 la sută, variație pe ultimele 12 luni). Investițiile publice s-au majorat cu 30 la sută în primele cinci luni ale anului curent (variație nominală), contribuția fondurilor europene nerambursabile devenind majoritară (52 la sută în intervalul menționat). Construcțiile nerezidențiale și-au păstrat însă evoluția modestă – în primele cinci luni, volumul lucrărilor s-a plasat

în medie cu 3,7 la sută sub nivelul din trimestrul IV 2020, iar o revenire este puțin probabilă, în condițiile în care perspectiva în continuare optimistă pe segmentele industrial-logistic și *retail* este erodată de prelungirea stării de expectativă în rândul dezvoltatorilor cu privire la demararea unor proiecte noi de birouri (Grafic 2.5).

¹⁰ Conform datelor privind formarea brută de capital fix (SEC 2010).

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

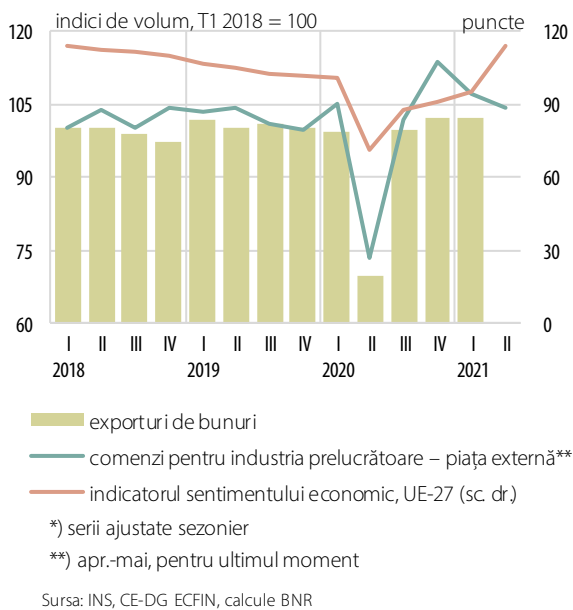


Traectoria ascendentă a sectorului construcțiilor a fost completată, în trimestrul I, de o intensificare a achizițiilor de echipamente, până la 11,5 la sută variație trimestrială¹¹, pe fondul ameliorării activității companiilor și al îmbunătățirii sentimentului investitorilor pe plan internațional. Interesul suscitat de economia autohtonă este reflectat și de rezultatele Sondajului *EY Romania Attractiveness Survey* (iunie 2021), potrivit căruia două treimi dintre participanți consideră economia românească o opțiune pentru demararea sau extinderea investițiilor în anul 2021 (procent superior cu circa 25 de puncte mediei europene), dar și de intensificarea tranzacțiilor de fuziuni și achiziții pe parcursul primei jumătăți a anului curent, principalele domenii vizate fiind tehnologia informației, energia regenerabilă, tranzacțiile imobiliare¹². Din perspectiva surselor de finanțare, acest context pozitiv se regăsește atât la nivelul fluxurilor de ISD (participațiile la capital, inclusiv reinvestirea profiturilor, cumulând în primele cinci luni ale acestui an o valoare netă vizibil superioară celei înregistrate în perioada similară a anilor dinaintea izbucnirii crizei pandemice), cât și în cazul împrumuturilor bancare contractate pe plan local (Grafic 2.6). Apelul în creștere pentru această din urmă formă de finanțare, începând de la jumătatea anului anterior, este în continuare susținut de nivelul scăzut al ratelor dobânzilor și de prelungirea până la finele anului curent a suportului guvernamental sub forma garanțiilor de stat la împrumuturi destinate investițiilor corporative (prin programul „IMM Invest România”, inclusiv „AGRO IMM Invest”, și programul „IMM Leasing de echipamente și utilaje”). Concomitent cu investițiile pentru extinderea sau înființarea unor capacități de producție, o preocupare tot mai intensă este acordată ridicării gradului de automatizare, reducerii consumului energetic al proceselor tehnologice, precum și creșterii capacității de producție a energiei regenerabile, potențialul de care dispune economia românească în această privință permițând, în opinia unor mari companii internaționale, constituirea unui pol eolian și fotovoltaic european.

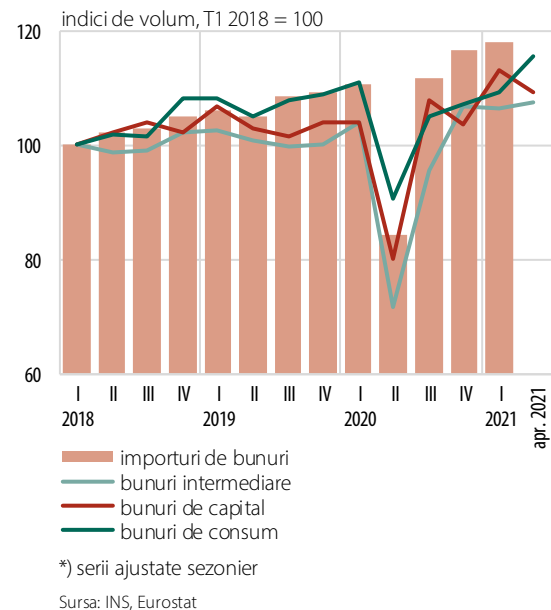
¹¹ Conform datelor privind formarea brută de capital fix (SEC 2010).

¹² Sursa: Deloitte.

Grafic 2.7. Exporturi*



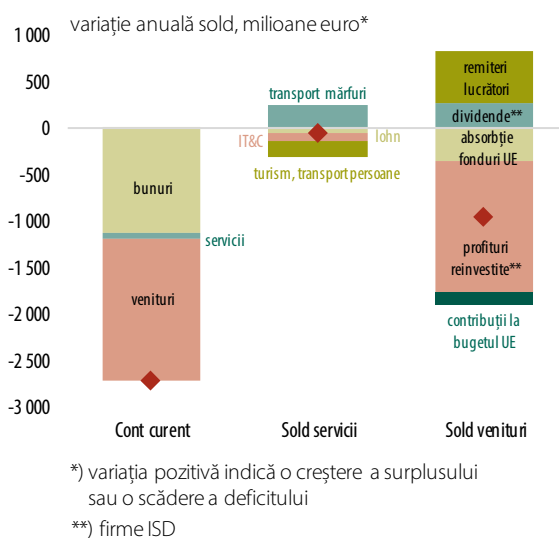
Grafic 2.8. Importuri*



Tendența de revenire a exporturilor s-a atenuat în primele luni ale anului (până la 0,4 la sută, variație trimestrială), ca urmare a intensificării întreruperilor pe lanțurile internaționale de aprovizionare și producție. Pe plan local, cel mai afectat a fost sectorul auto, criza mondială a semiconducătorilor izbucnită în luna februarie impunând oprirea temporară a producției. Deși schimburile comerciale internaționale vor resimți și în continuare asemenea influențe negative de natura ofertei, fiind posibilă chiar o accentuare a acestora, pe fondul agravării situației epidemiologice, așteptările privind redresarea cererii agregate la nivel global rămân optimiste. În acest context, exporturile românești își vor păstra probabil o dinamică pozitivă, perspectivă susținută și de estimările favorabile privind producția agricolă din acest an (Grafic 2.7). În schimb,

importurile au continuat să se extindă într-un ritm mai alert decât cel al exporturilor (cu 2,8 la sută în termeni trimestriali), tendință care se va menține, pe fondul creșterii absorbției interne și a necesarului de bunuri intermediare pentru producția destinată exportului (Grafic 2.8). Adâncirea dezechilibrului comercial a continuat să erodeze soldul contului curent, al cărui deficit a atins 5,9 miliarde euro în primele cinci luni ale anului 2021 (+2,7 miliarde euro comparativ cu anul anterior). O contribuție importantă a venit și creșterii plăților sub forma profitului reinvestit obținut de firmele străine în România, îndeosebi în sectorul nefinanciar (cu 1,4 miliarde euro); chiar dacă evoluția este nefavorabilă din perspectiva metodei de înregistrare în contul curent, semnificația sa economică este pozitivă. Aceasta reflectă revenirea rapidă a activității economice și a încrederii investitorilor, traiectorie posibilă datorită particularităților crizei pandemice, al cărei factor

Grafic 2.9. Contul curent și principalele modificări în structură (5 luni 2021)

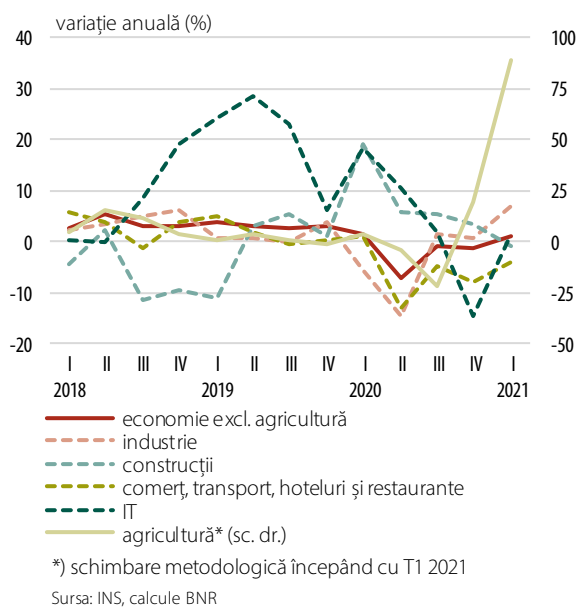


declanșator nu s-a plasat în zona dezechilibrelor economice sau financiare și, prin urmare, nu a antrenat inversări masive și de durată în sentimentul investitorilor și în fluxurile de capital (Grafic 2.9).

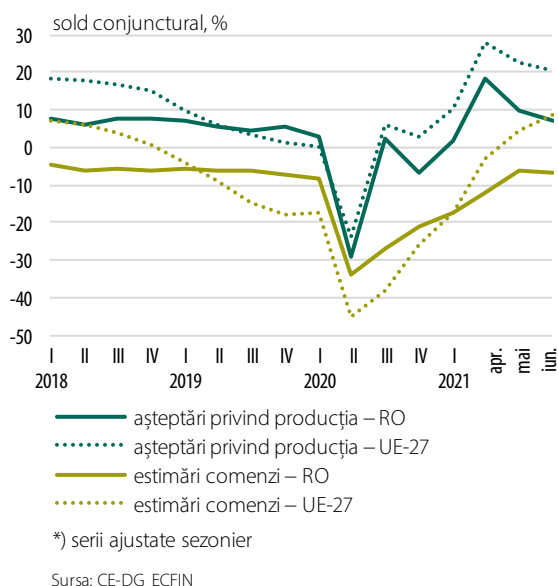
Productivitatea muncii

Productivitatea muncii pe ansamblul economiei și-a intensificat rata anuală de creștere în primul trimestru din 2021. Deși efectul se datorează în bună măsură

Grafic 2.10. Productivitatea muncii



Grafic 2.11. Indicii ale perspectivei în industria prelucrătoare*



sectorului agricol, unde schimbarea metodologiei de definire a populației ocupate s-a tradus într-un avans statistic notabil al productivității muncii, o dinamică pozitivă a indicatorului este decelabilă inclusiv după excluderea acestui segment (+1,0 la sută față de trimestrul I 2020)¹³, Grafic 2.10. Un rol în acest sens a revenit probabil intensificării procesului de digitalizare, declanșat de nevoia de adaptare a activității la rigorile securității sanitare, și care penetrează treptat, dar cu intensitate diferită, majoritatea ramurilor economice, implicațiile asupra indicatorilor privind productivitatea urmând să se resimtă gradual, pe termen mai îndelungat. Efecte sunt vizibile pe segmentul comercial, care a traversat un proces de fluidizare și flexibilizare a lanțurilor de aprovizionare și a fluxurilor logistice, odată cu creșterea importanței comerțului *online*. Totodată, în agricultură se observă o deschidere mai largă către soluții digitale de îmbunătățire a randamentelor la culturi, precum tehnologii de măsurare a calității aerului și solului sau de optimizare a proceselor de irigare și fertilizare. De asemenea, în sectorul financiar sau în cel medical, serviciile sunt accesate într-o proporție tot mai mare cu ajutorul platformelor virtuale.

Segmentul industrial autohton a fost marcat în perioada recentă de unele probleme pe partea ofertei, în bună măsură însă de natură tranzitorie. Evoluția este în linie cu cea observată la nivel european și poate fi pusă pe seama problemelor întâmpinate de producători în planul aprovizionării cu materii prime și al costurilor ridicate cu transportul internațional, lanțurile globale de furnizare întâmpinând dificultăți în a ține pasul cu elanul afișat de comenzile noi adresate sectorului manufacturier. Cele mai recente date disponibile pentru segmentul industrial relevă un ușor recul la nivelul indicatorilor privind productivitatea muncii și încrederea

¹³ Față de trimestrul IV 2020, avansul productivității se plasează în trimestrul I 2021 la 13,5 la sută pe ansamblul economiei, respectiv 0,7 la sută odată exclusă agricultura (calcule realizate pe baza seriilor ajustate sezonier).

operatorilor, după ce în aprilie aceștia atinseseră maximum istoric, respectiv maximum ultimilor 13 ani (date ajustate sezonier), Grafic 2.11. Privind dintr-o perspectivă mai largă însă, ameliorarea sensibilă a condițiilor de cerere antrenează în numeroase ramuri ale industriei prelucrătoare o efervescență investițională care va avea ecou și la nivelul productivității muncii, investițiile în noi capacități de producție beneficiind de regulă de o înzestrare tehnologică superioară. Dintre acestea, merită amintite industria echipamentelor electrice, cea a materialelor de construcții, industria chimică, cea a altor mijloace de transport sau industria metalurgică.

Industria energetică se remarcă printr-un val masiv de investiții în proiecte fotovoltaice și eoliene, stimulat de perspectiva schemelor de sprijin din partea statului pentru atingerea țintelor de producție a energiei regenerabile¹⁴, dar și de rentabilitatea în creștere a operațiunilor, odată cu majorarea prețurilor de vânzare din piață. Investițiile aflate în curs de autorizare în primul trimestru al anului 2021 ar sugera o dublare a capacității instalate de producție a energiei verzi pe termen mediu, amintind de boom-ul investițional din perioada 2009-2014, când România se număra printre cele mai atractive țări din lume pentru acest tip de proiecte.

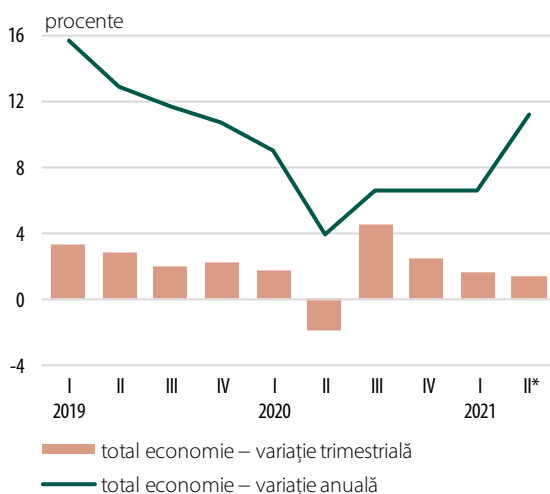
Evoluții pe piața muncii

Condițiile de pe piața muncii s-au ameliorat în perioada aprilie-mai 2021 față de debutul anului, pe un fond de optimism în rândul operatorilor economici privind activitatea economică viitoare, generat de perspectiva îmbunătățirii situației medicale și a relaxării restricțiilor. Chiar dacă pentru moment piața muncii rămâne relaxată, revenirea rapidă a activității economice creează premisele unei (re)tensionări

începând cu a doua jumătate a anului 2021, persistând totuși unele incertitudini legate de evoluția situației epidemiologice.

Rata anuală de creștere a câștigului salarial mediu brut pe economie a înregistrat un salt de circa 4,5 puncte procentuale în perioada aprilie-mai 2021, față de trimestrul I, urcând până la 10,7 la sută (Grafic 2.12). Evoluția reflectă, în bună măsură, manifestarea unui efect de bază asociat încadrării unui număr însemnat de angajați în șomaj tehnic în urmă cu un an, la izbucnirea pandemiei COVID-19, cu plata a maximum 75 la sută din salariul mediu brut pe economie. Analiza pe baza datelor ajustate sezonier arată pentru perioada curentă o rată trimestrială de creștere relativ similară celei din trimestrul I (circa 1,4 la sută), variația față de trimestrul IV 2019¹⁵ poziționându-se la 9,8 la sută. Intensificări de ritm au fost vizibile în sectorul

Grafic 2.12. Câștigul salarial nominal brut



*) apr.-mai

Notă: Datele sunt ajustate sezonier.

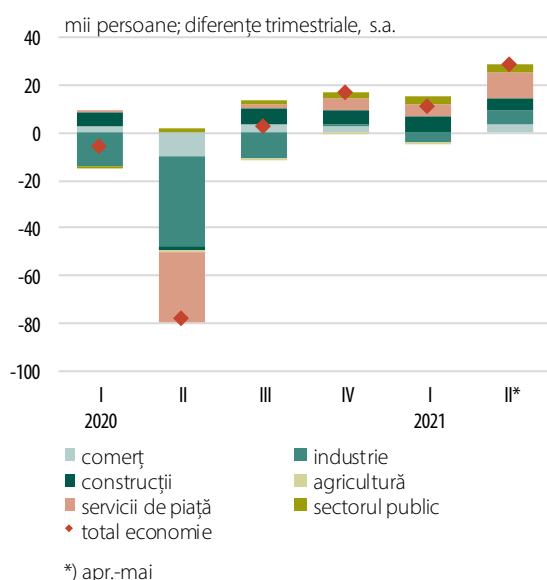
Sursa: INS, calcule și estimări BNR

¹⁴ Conform Planului Național Integrat în domeniul Energiei și Schimbărilor Climatice, România ar urma să își majoreze capacitatea de producție a energiei eoliene și solare până la 5 250 MW, respectiv 5 000 MW în 2030, de la 3 000 MW, respectiv 1 350 MW în prezent. În același timp, România se angajează, prin intermediul PNRR, să elimine cărbunele din mixul de producție până în 2032.

¹⁵ Trimestrul IV 2019 a fost luat ca bază de comparație pentru nivelul pre-pandemic.

construcțiilor, în comerț și în servicii, iar unele semnale din piață, potrivit cărora angajații/candidații ar câștiga din nou putere de negociere în fața angajatorilor, sugerează că în perioada următoare există premise pentru creșteri salariale în sectorul privat. Traversarea unui vârf de cerere, ulterior unei perioade de cerere amânată (date fiind contextul economic caracterizat de incertitudine ridicată și accesul limitat sau inexistent la anumite servicii recreative în lunile anterioare), este de natură să conducă la o reintensificare a competiției pentru forța de muncă în rândul firmelor. De altfel, tot mai multe informații publicate de agențiile de recrutare *online* arată că a doua parte a anului 2021 ar urma să readucă în prim-plan problemele privind deficitul de personal calificat/specializat cu care se confruntă țara noastră, factor care, alături de problemele legate de aprovizionarea cu materii prime, ar putea împiedica o redresare mai rapidă a activității.

Grafic 2.13. Efectivul salariaților din economie



Sursa: INS, calcule și estimări BNR

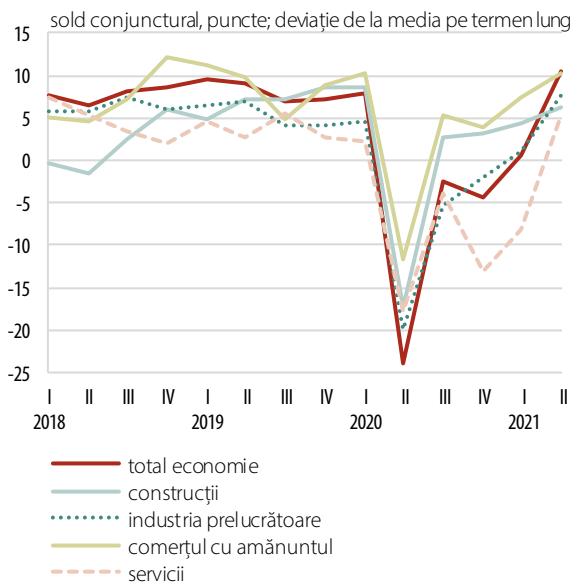
În ceea ce privește efectivul de salariați, dinamica anuală a revenit în teritoriul pozitiv în perioada aprilie-mai 2021, urcând până la 1,2 la sută (comparativ cu -1 la sută în intervalul ianuarie-martie). Dincolo de manifestarea unui efect de bază, evoluțiile curente sunt, de asemenea, pozitive. Astfel, între trimestrul III 2020 și mai 2021 s-au recuperat circa 60 000 de locuri de muncă pierdute la debutul pandemiei (peste două treimi), dintre care aproximativ jumătate în intervalul aprilie-mai 2021 (Grafic 2.13). Extinderi ale schemelor de personal s-au observat în toate marile sectoare economice, reflectând optimismul în creștere al operatorilor cu privire la activitatea economică, generat de semnalele privind îmbunătățirea situației medicale în perioada analizată; ritmuri mai alerte ale angajărilor au avut loc în domeniile stimulate de contextul pandemic (sănătate, IT, servicii de curierat) sau în construcții.

Rata șomajului înregistrat s-a menținut la 3,3 la sută

în primele cinci luni ale anului 2021, iar rata șomajului BIM s-a poziționat pe o traiectorie descendentă de la începutul anului 2021, coborând de la 6 la sută în trimestrul I la 5,6 la sută în intervalul aprilie-mai 2021, potrivit celor mai recente date cu frecvență lunară. În acest ultim caz, merită reamintit faptul că indicatorul rămâne afectat de modificările metodologice implementate la nivel european în scopul armonizării seriilor de date între statele membre, astfel că valorile aferente anului 2021 nu sunt comparabile cu cele disponibile pentru anii anteriori. În cazul României, schimbarea a presupus excluderea persoanelor care produc bunuri agricole destinate exclusiv sau majoritar autoconsumului din populația ocupată și, implicit, din cea activă, care s-a redus cu peste 700 000 de persoane.

În perioada ianuarie-mai 2021 apelul firmelor la sprijinul financiar din partea statului pentru reținerea forței de muncă a fost relativ scăzut, decontându-se doar jumătate din cele aproape 2 miliarde de lei bugetate până la finele lunii iunie 2021, când aceste programe au fost retrase. Impactul limitat al celui de-al treilea val de infectări din primăvara anului 2021 asupra evoluțiilor de pe piața muncii semnalează un grad tot

Grafic 2.14. Așteptările operatorilor economici privind numărul de salariați în următoarele 3 luni*



*) serii ajustate sezonier

Notă: media pe termen lung se referă la perioada iunie 2002 – iunie 2021

Sursa: INS, CE-DG ECFIN, calcule BNR

mai ridicat de adaptare a mediului de afaceri la condițiile de distanțare fizică impuse de pandemie, inclusiv în sectorul serviciilor ce implică interacțiune umană, companiile recurgând la soluții precum comerțul *online*, serviciile de *catering* sau serviciile de curierat.

Cu toate că rata locurilor de muncă vacante a înregistrat o cvasistagnare în trimestrul I 2021, cele mai recente sondaje indică o creștere a cererii de forță de muncă în marile sectoare economice, o revenire a încrederii observându-se inclusiv în cazul serviciilor. Media rezultatelor Sondajului CE-DG ECFIN aferente perioadei aprilie-iunie 2021 relevă o îmbunătățire considerabilă a soldului conjunctural, până la valori superioare atât nivelurilor pre-pandemice, cât și mediei pe termen lung¹⁶ în principalele sectoare economice (Grafic 2.14). O imagine similară oferă și studiul Manpower pentru trimestrul III 2021, cercetarea arătând, în plus, că toate categoriile de companii se așteaptă să angajeze, intenția fiind mai pronunțată în cazul firmelor mari.

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

Tendința generalizată de majorare a cotațiilor materiilor prime în prima parte a anului 2021 a imprimat revenirea la dinamici anuale pozitive în cazul prețurilor de import și accelerarea ritmului anual în cazul celor de producție de pe piața internă. Agenții economici resimt costuri în creștere pe mai multe canale (materiale, transport, energie), majorarea semnificativă a cererii permițând transmisia acestora în prețuri. O ușoară temperare a presiunilor s-a remarcat pe filiera materiilor prime agricole în ultima perioadă, în contextul estimărilor favorabile privind recolta.

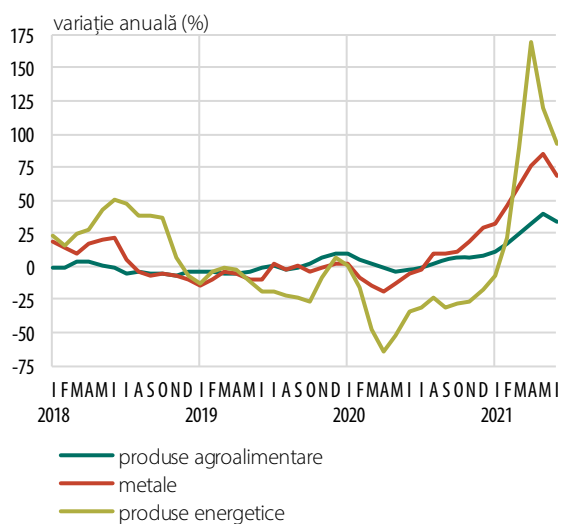
2.1. Prețurile de import

Prețurile materiilor prime și-au continuat ascensiunea în prima jumătate a anului, depășind semnificativ nivelurile pre-pandemice. Tendința este una generalizată, în asociere cu redresarea activității economice, al cărei dinamism surprinzător a condus la apariția pe scară largă a unor probleme de-a lungul lanțurilor de aprovizionare cu inputuri, vizând fie procurarea lor efectivă (un exemplu este reprezentat de deficitul semiconductoarelor, care afectează numeroase ramuri industriale), fie transportul

¹⁶ Iunie 2002 – iunie 2021.

către facilitățile de producție (rețelele de transport au fost marcate de o serie de perturbări, precum lipsa containerelor de profil, blocaje în porturi etc.); în plus, dinamica anuală sunt puternic influențate de efecte statistice.

Grafic 2.15. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, calcule BNR

Din perspectiva evoluțiilor curente, indicele Băncii Mondiale aferent materiilor prime energetice a avansat cu 12 la sută în trimestrul II, ulterior creșterii de peste 35 la sută în trimestrul anterior, majorările caracterizând toate categoriile de bunuri (petrol, cărbuni, gaze naturale). Continuarea traiectoriei ascendente a prețului petrolului, cu o medie a cotației Brent situată în jurul a 73 dolari SUA/baril în luna iunie 2021, a fost susținută de consolidarea cererii și de un control permanent al producției în rândul OPEC+, chiar dacă grupul își reduce treptat gradul de limitare a producției, odată cu revenirea pieței. Prețurile metalelor de bază au crescut semnificativ în acest an, susținute atât de redresarea activității industriale, cât și de accelerarea tranziției la economia verde, avansul fiind de aproape 13 la sută în trimestrul II față de primele trei luni ale anului.

În mod similar, prețurile materiilor prime agroalimentare și-au păstrat trendul crescător,

indicele FAO consemnând avansuri de 10,7 la sută, respectiv 7,3 la sută în primele două trimestre. Cererea mare din partea Chinei continuă să exercite presiuni asupra prețurilor, cu toate că majoritatea piețelor globale de mărfuri agricole rămân bine aprovizionate. În trimestrul II, creșteri mai ample au fost consemnate în cazul zahărului (condiții meteo nefavorabile în Brazilia) și al cărnii (cerere consistentă la nivel global odată cu reluarea activității industriei ospitalității). Începând cu luna iunie s-a remarcat o estompare a presiunilor pe segmentul cerealelor și al uleiurilor, pe fondul perspectivelor favorabile privind recolta din 2021, precum și în cazul lactatelor, în contextul unei reechilibrări la nivelul raportului dintre cerere și ofertă (Grafic 2.15). În perioada următoare, este posibil ca traiectoria crescătoare urmată de cotațiile materiilor prime să se mai atenueze, date fiind aprecierea dolarului SUA și semnalele venite din partea Chinei cu privire la descurajarea practicilor care conduc la amplificări ale cotațiilor care nu sunt în concordanță cu fundamentele economice.

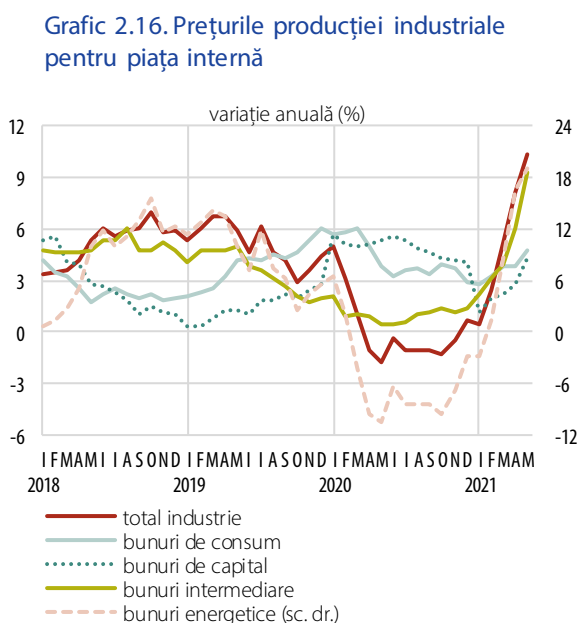
Mișcarea ascendentă înregistrată de cotațiile materiilor prime, accentuată în termeni anuali de manifestarea unor efecte de bază nefavorabile, s-a reflectat și la nivelul indicelui valorii unitare a importurilor, care și-a consolidat tendința, redevenind în trimestrul I supraunitar (+5,1 puncte procentuale față de trimestrul IV 2020, până la 101 la sută). Totuși, influența prețurilor externe asupra inflației importate a fost parțial contracarată de evoluția monedei naționale față de principalele valute, mai ales de accentuarea aprecierii leului în raport cu dolarul SUA.

Tendența de creștere a caracterizat majoritatea grupelor de bunuri, fiind mai pronunțată în cazul produselor minerale, chimice și al metalelor comune. În cadrul bunurilor relevante pentru coșul de consum, influențe în sensul creșterii inflației

importate au avut cu precădere bunurile nealimentare, induse de majorările consemnate pe segmentul combustibililor și produselor farmaceutice. Presiuni mai moderate s-au înregistrat pe segmentul alimentar, în asociere cu parcursul cotațiilor internaționale ale bunurilor agroalimentare, creșteri ale IVU fiind localizate la nivelul zahărului, grăsimilor animale și vegetale, precum și al fructelor.

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

Dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a accelerat în perioada aprilie-mai 2021, până la 9,3 la sută (+6,6 puncte procentuale față de media trimestrului I 2021), saltul fiind imprimat de bunurile energetice, a căror evoluție a fost



Sursa: INS, Eurostat

puternic marcată de efectul de bază asociat scăderilor ample din urmă cu un an (Grafic 2.16). Din perspectivă curentă, creșterea alertă și generalizată a cotațiilor materiilor prime, în asociere cu revenirea activității economice globale, odată cu îmbunătățirea situației epidemiologice, a fost rapid preluată de prețurile autohtone, transmisia fiind, de asemenea, facilitată de evoluția favorabilă a cererii interne. Acumularea de presiuni pe această filieră devine tot mai evidentă după cum sugerează și Sondajul INS/DG ECFIN pentru perioada iunie-august 2021, soldul conjunctural accentuându-și panta ascendentă, până la 17,8 puncte (cea mai ridicată valoare din ultimii 10 ani).

Bunurile energetice au consemnat o accelerare de ritm de peste 15 puncte procentuale, până la 17,8 la sută. Dincolo de efectul de bază asociat prăbușirii prețurilor resurselor energetice în perioada

similară a anului anterior, la debutul pandemiei COVID-19, presiuni continuă să exercite traiectoria ascendentă a cotației petrolului, urmată îndeaproape de cea a gazelor naturale. Pe lângă factorii comuni de influență ai celor două tipuri de materii prime, prețul gazelor naturale revine pe o traiectorie ascendentă și ca urmare a unor factori interni. Astfel, la diminuarea ofertei autohtone, asociată lipsei investițiilor, s-a adăugat, începând cu a doua parte a anului 2020, orientarea tot mai pregnantă către export a operatorilor economici de profil, date fiind limitele de preț impuse de ANRE în cadrul „Gas Release Programme”¹⁷. În același timp, în perioada recentă s-a resimțit și creșterea prețului energiei electrice pe piața liberă, tendință întâlnită și la nivelul altor state din regiune, date fiind problemele din sectorul de producție a energiei pe bază de cărbune¹⁸, concomitent cu un consum în creștere și o pondere încă mică a energiei electrice produse din surse regenerabile. Cu toate că în acest din urmă sector sunt anunțate numeroase proiecte de mari dimensiuni în noi capacități de producție

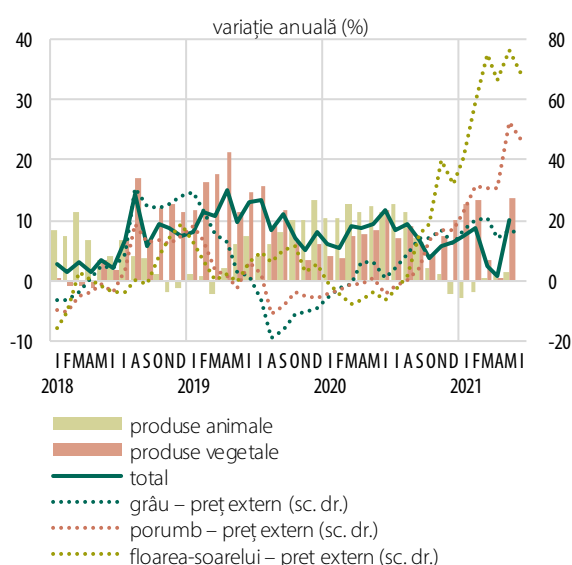
¹⁷ Prin „Gas Release Program” s-a stabilit, până la finalul anului 2022, obligația tranzacționării prin licitație a 40 la sută din producție la un preț maxim de pornire a licitațiilor impus.

¹⁸ Sector care se confruntă cu ascensiunea puternică a costurilor de achiziție a certificatelor de emisie CO₂, prețul apropiindu-se de 50 de euro în aprilie-mai (față de o medie de 37 de euro în trimestrul I și circa 20 de euro în aprilie-mai 2020); trendul va continua pe fondul înăsprirea legislației comunitare în domeniu.

(unele dintre acestea aflându-se deja în derulare), va dura probabil câțiva ani pentru o reechilibrare a situației, în sensul înlocuirii producției poluante cu cea obținută din surse regenerabile.

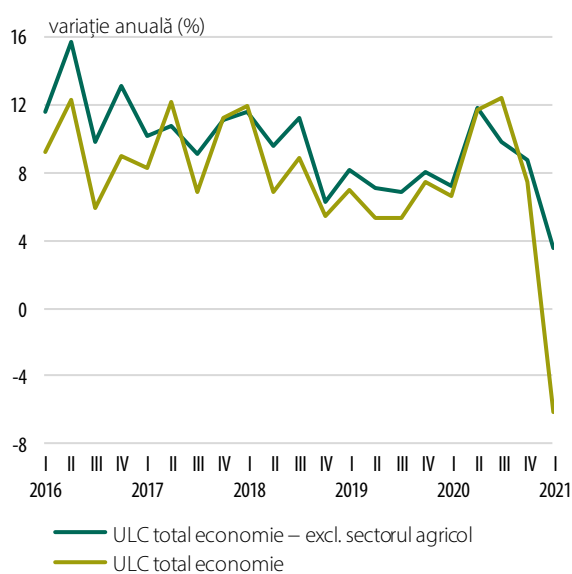
Alături de ascensiunea prețului produselor energetice, traiectoria ascendentă a cotațiilor altor materii prime pe piețele internaționale (metale, lemn), precum și cererea mare de investiții își pun amprenta asupra dinamicii prețurilor bunurilor intermediare și de capital (accelerări de ritm de 4,6 puncte procentuale, respectiv 1,8 puncte procentuale, până la 7,7 la sută, respectiv 3,6 la sută).

Grafic 2.17. Prețurile producției agricole



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

Grafic 2.18. Costurile unitare cu forța de muncă



Sursa: INS, calcule BNR

În cazul prețurilor de producție aferente bunurilor de consum, intensificarea de ritm a fost mai pronunțată pentru cele de folosință îndelungată (industria mobilei, în special), transmisia costurilor mai mari cu materiile prime fiind facilitată de cererea internă ridicată din acest sector, în asocieră cu efervescența investițiilor pe segmentul rezidențial. În industria alimentară, semnalele de detensionare conturate pe segmentul materiilor prime agricole, pe măsura apariției estimărilor favorabile privind noile recolte limitează efectul majorării costurilor din ramurile de procesare a cărnii; presiuni persistă pe segmentul cărnii de porc (pe fondul scumpirii furajelor, mai ales ca urmare a cererii mari din China, odată cu refacerea efectivelor distruse de epidemia de gripă porcină africană) și pe cel al cărnii de pui, multe țări europene confruntându-se cu focare de gripă aviară.

În perioada aprilie-mai 2021, variația anuală a prețurilor producției agricole s-a diminuat cu 1 punct procentual față de trimestrul I, până la 5,2 la sută (Grafic 2.17). Evoluția s-a datorat produselor vegetale, a căror dinamică anuală a coborât până la 6,9 la sută (-2,7 puncte procentuale), pe măsură ce au apărut estimări favorabile privind producția, atât pe plan intern, cât și pe plan european. În schimb, ritmul anual de creștere a prețurilor produselor animale a accelerat la 1,3 la sută, produsele din carne consemnând cele mai ample variații.

Costurile unitare cu forța de muncă

Costurile unitare cu forța de muncă pe total economie s-au contractat sensibil în termeni anuali în trimestrul I 2021, până la -6,1 la sută (față de 7,4 la sută în trimestrul IV 2020), însă factorii de influență țin mai puțin de economie (revenirea activității economice) și mai mult de modificarea metodologică

intervenită la nivelul populației ocupate¹⁹. Rata anuală de creștere a ULC, exclusiv sectorul agricol, a avut o evoluție mai puțin dinamică, coborând totuși până la 3,6 la sută, de la 8,7 la sută la finele anului precedent (Grafic 2.18).

O comprimare mult mai pronunțată a costurilor salariale unitare în termeni anuali s-a remarcat însă la nivelul industriei în intervalul aprilie-mai 2021 (aproape -20 la sută, față de 0 la sută în trimestrul I 2021 și 3 la sută în trimestrul IV 2020). Valoarea este puternic afectată de efectul de bază asociat evoluțiilor nefavorabile înregistrate în urmă cu un an, când numeroase firme și-au întrerupt activitatea în efortul de stopare a răspândirii virusului, magnitudinea prăbușirii și apoi revenirii producției fiind mult mai amplă decât ajustările factorului muncă (în contextul apelului pe scară largă la șomajul tehnic, a cărui indemnizație este stabilită la un cuantum inferior salariului efectiv).

Analiza pe baza datelor ajustate sezonier relevă, în schimb, o anumită înrăutățire a dinamicii trimestriale a ULC în industrie în perioada aprilie-mai 2021 comparativ cu primele trei luni ale anului (2,1 la sută), iar variația cumulată față de trimestrul IV 2019 s-a majorat până la 5 la sută. Ritmuri alerte cumulate față de nivelul pre-pandemic se remarcă pe segmentul bunurilor de consum, respectiv în industria ușoară, a mobilei, dar și în sectorul farmaceutic (în jurul nivelului de 20 la sută), reflectând acumularea unor presiuni inflaționiste, dar și pierderi de competitivitate. Deteriorări ale indicatorului s-au observat și în cazul sectorului auto și al unor ramuri conexe, unde producția a fost perturbată de sincopel pe lanțurile de aprovizionare generate de criza microcipurilor. Totuși, variații negative cumulate ale ULC comparativ cu nivelul înregistrat înainte de declanșarea pandemiei s-au regăsit în ramurile producătoare de bunuri energetice sau intermediare (metalurgie, chimie), în cele conexe activității de construcții și în industria calculatoarelor și a produselor electronice, unde majorarea bruscă și consistentă a cererii a antrenat revenirea activității economice într-un ritm mai alert comparativ cu cel al salariilor.

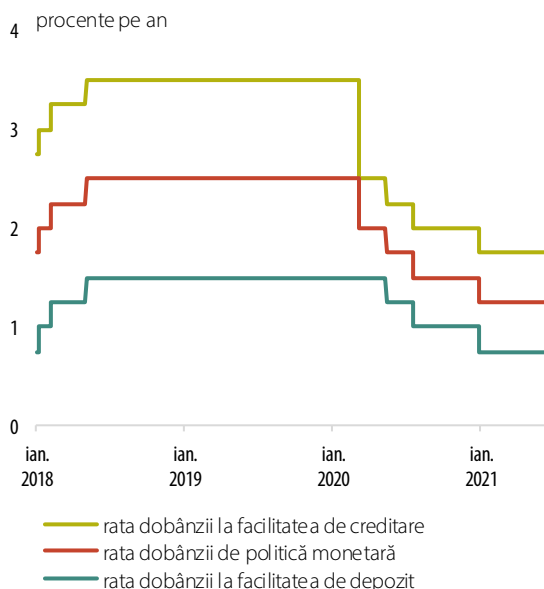
¹⁹ Excluderea unui număr considerabil de persoane care produc bunuri agricole destinate exclusiv sau majoritar autoconsumului.

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În perioada mai-iulie 2021, BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,25 la sută și ratele dobânzilor aferente facilității de depozit și celei de creditare la 0,75 la sută, respectiv 1,75 la sută (Grafic 3.1). Totodată, au fost păstrate nivelurile în vigoare ale ratelor rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit (la 8 la sută, respectiv 5 la sută). O asemenea calibrare a conduitei politicii monetare a vizat menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei staționare de inflație de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile în contextul procesului de consolidare fiscală, și în condiții de protejare a stabilității financiare.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



În ședința din luna mai, deciziile Consiliului de administrație al BNR au fost adoptate în condițiile în care noile date și evaluări au arătat că rata anuală a inflației a crescut considerabil pe ansamblul trimestrului I 2021²⁰ – sub impactul tranzitoriu al liberalizării pieței energiei electrice pentru consumatorii casnici, precum și ca efect al scumpirii combustibililor²¹ – și au reconfirmat²² redresarea mult peste așteptări a activității economice în trimestrul IV 2020²³, implicit resorbirea într-o proporție foarte ridicată a deficitului de cerere agregată la finele anului trecut. În același timp, traiectoria anticipată a ratei anuale a inflației a fost din nou revizuită sensibil în sens ascendent pe termen scurt și într-o mai mică măsură pe cel de-al doilea segment al orizontului proiecției. Astfel, potrivit prognozei actualizate, rata anuală a inflației era așteptată să urce vizibil peste limita de sus a intervalului țintei în a doua parte a

²⁰ Rata anuală a inflației a crescut la 3,05 la sută în martie 2021, de la 2,06 la sută în decembrie 2020. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat însă să descrească, coborând la 2,8 la sută în martie, de la 3,3 la sută în decembrie 2020, în principal pe seama efectelor de bază dezinflaționiste asociate evoluției prețurilor unor produse alimentare procesate.

²¹ Pe fondul creșterii cotației petrolului.

²² Cea de-a doua variantă provizorie a datelor privind PIB.

²³ Activitatea economică a crescut în trimestrul IV 2020 cu 4,8 la sută față de trimestrul anterior, recuperând astfel încă o parte consistentă din contracția suferită în trimestrul II; declinul său în termeni anuali s-a redus astfel la -1,4 la sută, de la -5,6 la sută în trimestrul III.

anului curent, până la 4,1 la sută în decembrie 2021, pentru ca în debutul anului următor să revină, dar să și rămână ulterior în jumătatea superioară a intervalului, în apropierea nivelului de 3,0 la sută, față de valorile de 3,4 la sută și respectiv 2,8 la sută anticipate în precedenta prognoză pentru sfârșitul anilor 2021 și 2022²⁴.

Înrăutățirea perspectivei pe termen scurt a inflației era atribuibilă însă, și de această dată, aproape integral acțiunii factorilor pe partea ofertei, în principal creșterilor anticipate ale prețurilor combustibililor, energiei electrice și gazelor naturale, precum și ascensiunii cotațiilor unor materii prime agroalimentare²⁵, de natură să genereze efecte de bază dezinflaționiste în 2022, suplimentare celor decurgând din majorările consemnate deja de unele prețuri în primul trimestru al anului. Astfel, urcarea în perspectivă a ratei anuale a inflației deasupra intervalului țintei se prefigura a avea un caracter temporar.

Presiunile factorilor fundamentali erau însă așteptate să-și epuizeze în scurt timp caracterul ușor dezinflaționist, iar apoi să devină mai evident inflaționiste decât în prognoza anterioară, dată fiind perspectiva creșterii mai alerte a deviației pozitive a PIB după redeschiderea ei în trimestrul III 2021, în contextul unei creșteri economice relativ mai dinamice în intervalul 2021-2022, impulsionată de atragerea fondurilor europene alocate României prin Mecanismul de redresare și reziliență, de natură să atenueze ori să contrabalanseze impactul contracționist al procesului de consolidare bugetară. Intensificarea presiunilor inflaționiste se anticipa a fi totuși frânată, într-o oarecare măsură, de decalajul temporal al manifestării efectelor *gap*-ului pozitiv al PIB și de probabila ameliorare a structurii cererii agregate din perspectiva potențialului ei inflaționist²⁶, dar și de posibila decelerare sensibilă a creșterii costurilor salariale unitare, în principal pe fondul persistenței caracterului relaxat al pieței muncii.

Ușoare efecte inflaționiste erau anticipate și din partea dinamicii prețurilor importurilor non-energie, iar pe termen scurt, din creșterea abruptă a cererii de servicii odată cu ridicarea restricțiilor de mobilitate, eventual confruntată cu constrângeri pe partea ofertei. Pe acest fond, rata anuală a inflației CORE2 ajustat era așteptată să își încetinească scăderea în următoarele luni, iar apoi să reintre și să se mențină pe un trend ușor ascendent, urcând la 2,8 la sută în decembrie 2021 și la 3,1 la sută la finele orizontului prognozei²⁷.

Incertitudini și riscuri considerabile la adresa noii perspective continuau însă să decurgă din evoluția pandemiei și a măsurilor restrictive asociate, dependentă mai ales de aria de cuprindere și eficacitatea procesului de vaccinare, atât pe plan intern, cât și la nivel european și mondial. Totodată, surse majore de incertitudini și riscuri le constituiau conduita politicii fiscale, în contextul consolidării bugetare prezumate a se realiza gradual pe termen mediu, precum și absorbția fondurilor europene, în special a celor aferente programului „Next Generation EU”, având în vedere inclusiv procedurile

²⁴ Raportul asupra inflației din luna martie 2021.

²⁵ Resimțită prioritar la nivelul inflației de bază.

²⁶ Prin creșterea contribuției investițiilor la creșterea economică previzionată, în detrimentul aportului consumului privat, cu implicații inclusiv asupra evoluției viitoare a PIB potențial.

²⁷ În loc să se stabilizeze în jurul valorii de 2,7 la sută, așa cum se anticipa anterior.

nefinalizate vizând Programul de convergență 2021-2024 și Planul Național de Redresare și Reziliență. Incertitudini erau asociate și condițiilor de pe piața muncii, date fiind recente evoluții pozitive în sfera locurilor noi de muncă și a intențiilor de angajare, dar și perspectiva apropiată a măsurilor de sprijin guvernamental.

Datele statistice publicate ulterior au arătat că rata anuală a inflației a crescut la 3,24 la sută în aprilie și la 3,75 la sută în mai, urcând astfel deasupra intervalului țintei ceva mai devreme decât s-a anticipat, în principal sub impulsul dat de componente exogene ale IPC, mai cu seamă de scumpirea combustibililor, pe fondul majorării cotației petrolului²⁸. Și rata anuală a inflației CORE2 ajustat s-a mărit în aprilie la 2,9 la sută, iar în luna mai a rămas constantă – infirmând previziunile de prelungire a scăderii ei lente –, evoluția fiind atribuibilă ușoarei accentuări a deprecierei anuale a leului față de euro, precum și efectelor temporare ale creșterii cererii de consum odată cu relaxarea unor restricții, suprapuse celor decurgând din perturbări pe partea ofertei și din costuri asociate scumpirii materiilor prime și măsurilor anticoronavirus.

În același timp, activitatea economică a continuat să se redreseze în trimestrul I 2021 într-un ritm considerabil mai alert decât cel anticipat, deși încetinit în raport cu intervalul precedent²⁹, implicând recuperarea aproape integrală în acest interval a contracției economice din trimestrul II 2020, precum și redeschiderea *gap*-ului pozitiv al PIB, în devans cu două trimestre față de cea mai recentă prognoză pe termen mediu. Totodată, din perspectiva variațiilor anuale, redresarea a continuat să fie antrenată de cererea internă, iar consumul gospodăriilor populației a redevenit determinantul ei major, secondat de contribuția solidă a formării brute de capital fix³⁰. Exportul net și-a mărit însă substanțial aportul negativ, în condițiile creșterii ceva mai pronunțate a dinamicii importurilor în raport cu cea a exporturilor de bunuri și servicii, având drept consecință și accentuarea adâncirii deficitului balanței comerciale față de perioada similară a anului trecut. În condițiile înrăutățirii considerabile a balanței veniturilor primare, precum și a celei a veniturilor secundare – pe seama fluxurilor de profituri reinvestite și, în mai mică măsură, a intrărilor nete de fonduri UE –, deficitul de cont curent a cunoscut cea mai pronunțată creștere anuală din ultimele 14 trimestre.

La rândul lor, parametrii pieței muncii au continuat să se amelioreze începând cu luna martie 2021, inclusiv în raport cu așteptările, în contextul prelungirii redresării activității în numeroase sectoare ale economiei și al progresului vaccinării, precum și cu sprijinul măsurilor guvernamentale vizând păstrarea locurilor de muncă.

Pe piața financiară, principalele cotații ale segmentului monetar interbancar au continuat să scadă ușor în perioada mai-iunie, iar randamentele titlurilor de stat și-au prelungit parcursul lent descrescător pe scadențe scurte, în timp ce în cazul maturităților mai lungi au cunoscut ajustări ascendente moderate. Totodată, ratele dobânzilor la principalele categorii de credite noi ale clienților nebancați și-au continuat ori accentuat trendul descendent în intervalul aprilie-mai 2021. În același

²⁸ Influențe adiționale modeste au provenit din majorarea prețului produselor din tutun și din creșterea relativ mai pronunțată a prețurilor LFO.

²⁹ Astfel, aceasta și-a redus declinul în termeni anuali la doar -0,2 la sută, de la -1,4 la sută în trimestrul IV 2020, în condițiile unui avans trimestrial de 2,8 la sută.

³⁰ Contribuția la dinamica anuală a PIB a acestei componente a ajuns majoritară.

timp, după creșterea ușoară din prima parte a lunii aprilie, cursul de schimb leu/euro a tins să se stabilizeze pe noul palier, inclusiv pe fondul diferențialul ratelor dobânzilor, care s-a restrâns totuși ușor față de unele piețe din regiune, dată fiind inițierea recentă de către două bănci centrale a ciclului de creștere a ratelor dobânzilor reprezentative.

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a accelerat considerabil creșterea în primele două luni ale trimestrului II 2021, mărindu-și media pe ansamblul intervalului la 9,2 la sută³¹. Evoluția a reflectat atât un efect de bază, cât și activitatea intensă de creditare de pe ambele segmente majore – societăți financiare și populație³² –, susținută doar în mică măsură de programe guvernamentale, dar ceva mai evident decât în precedentele două luni.

Prognoza pe termen scurt actualizată în acest context a evidențiat perspectiva creșterii mai pronunțate a ratei anuale a inflației pe orizontul apropiat de timp comparativ cu previziunile anterioare. Creșterea se prefigura a avea un caracter totuși preponderent temporar, similar celei din semestrul I, fiind atribuibilă aproape integral acțiunii factorilor pe partea ofertei, de natură să genereze efecte de bază dezinflaționiste considerabile pe parcursul anului următor; determinante erau majorările mai ample așteptate a fi consemnate de prețurile gazelor naturale și ale energiei electrice în luna iulie 2021, cărora li se alăturau scumpirea mai consistentă a combustibililor, în corelație cu ascensiunea cotației petrolului³³.

Presiunile inflaționiste ale factorilor fundamentali erau însă așteptate să devină evidente ceva mai devreme decât s-a anticipat în prognoza din luna mai, dată fiind probabila reinversare în devans cu două trimestre a poziției ciclice a economiei. Totodată, activitatea economică era așteptată să-și continue creșterea în trimestrele II și III, în ritmuri trimestriale ceva mai alerte decât în previziunile anterioare, deși în decelerare graduală față de primul trimestru³⁴, făcând probabilă mărirea *gap*-ului pozitiv al PIB la mijlocul semestrului II 2021 la o valoare vizibil superioară celei indicate de prognoza pe termen mediu din luna mai.

Evoluția pandemiei și a măsurilor restrictive asociate continuau însă să genereze, cel puțin în perspectivă apropiată, mari incertitudini și riscuri la adresa previziunilor macroeconomice pe termen mediu, date fiind încetinirea puternică a ritmului vaccinării pe plan intern și tendința de răspândire în unele țări europene a variantei mai contagioase, Delta, a coronavirusului. O sursă de incertitudini și riscuri rămânea și conduita politicii fiscale, în contextul consolidării bugetare prezumate a se realiza gradual pe termen mediu, având în vedere, pe de o parte, constrângerile venite din volumul ridicat al cheltuielilor permanente și din scumpirea recentă a unor materii prime, precum și impactul pozitiv exercitat asupra veniturilor bugetare de creșterea

³¹ De la 5,7 la sută în trimestrul I.

³² Fluxurile de credite în lei pentru locuințe și cele pentru consum s-au situat în acest interval în apropierea maximelor istorice.

³³ Efecte inflaționiste ceva mai intense decât cele previzionate anterior erau probabile și în cazul segmentului LFO, inclusiv în contextul tendinței de refacere a cererii venite din partea unor sectoare, pe fondul relaxării măsurilor restrictive.

³⁴ O asemenea creștere trimestrială implica, în contextul amplului efect de bază asociat contracției economice din perioada similară a anului trecut, o majorare considerabilă, la un nivel de două cifre, a dinamicii anuale a PIB în trimestrul II, urmată de o scădere moderată în intervalul următor.

PIB nominal mult peste ipoteza din construcția bugetară³⁵, și, pe de altă parte, recomandările emise recent de instituțiile europene în contextul procedurii de deficit excesiv³⁶. În aceste condiții, deosebit de importante din perspectiva caracteristicilor pe termen scurt și mediu ale politicii fiscale erau coordonatele apropiatei rectificări bugetare și, mai ales, strategia de consolidare bugetară prezumată a fi elaborată până în toamnă și prezentată Comisiei Europene. Incertitudini mari continuau să fie asociate gradului de absorbție a fondurilor europene alocate României prin Mecanismul de redresare și reziliență, precum și a celor aferente noului Cadru financiar multianual 2021-2027, în condițiile amânării finalizării și, implicit, a aprobării de către CE a Planului Național de Redresare și Reziliență.

În contextul analizat, adecvarea condițiilor monetare din perspectiva menținerii stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei staționare de inflație de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile în contextul procesului de consolidare fiscală și în condiții de protejare a stabilității financiare, a justificat statu-quo-ul ratei dobânzii de politică monetară. În consecință, în ședința din 7 iulie 2021, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea neschimbată a ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,25 la sută, precum și a ratei dobânzii aferente facilității de depozit, la 0,75 la sută, și a celei aferente facilității de creditare, la 1,75 la sută. Totodată, au fost păstrate nivelurile în vigoare ale ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit (la 5 la sută, respectiv 8 la sută).

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu zilnic al tranzacțiilor interbancare³⁷ și cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare au continuat să coboare pe ansamblul trimestrului II, dar mai lent comparativ cu precedentele trei luni. Cursul de schimb leu/euro a crescut ușor în prima parte a lunii aprilie 2021, pentru ca în următoarele două luni să tindă să se mențină pe noul palier. Creșterea anuală a creditului acordat sectorului privat a accelerat considerabil pe ansamblul perioadei aprilie-mai, iar cea a lichidității din economie s-a temperat vizibil, rămânând totuși deosebit de ridicată.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare a coborât alert în debutul trimestrului II și a rămas ulterior preponderent în jumătatea inferioară a coridorului ratelor dobânzilor, urcând doar episodic în preajma ratei dobânzii de politică monetară. Astfel, media lui trimestrială și-a continuat parcursul descendent (-0,19 puncte

³⁵ Explicând în bună măsură și ameliorarea execuției bugetare din primele cinci luni ale anului.

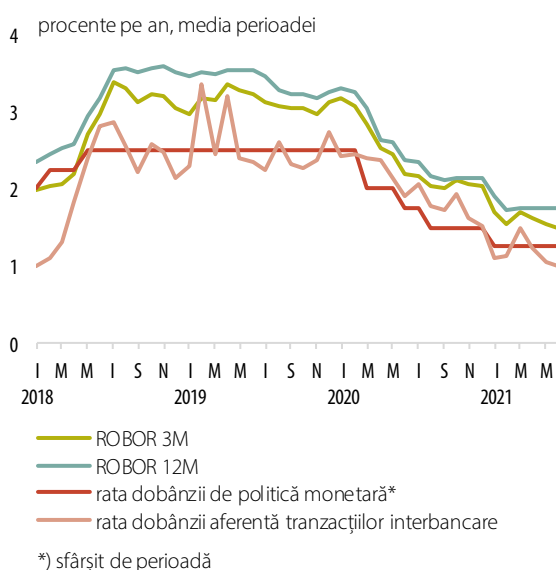
³⁶ Acestea prevăzând o anumită dinamică a consolidării bugetare în intervalul 2021-2024, precum și un anumit tratament al veniturilor neanticipate și solicitând, de asemenea, implementarea de măsuri corective suplimentare.

³⁷ Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară (exclusiv BNR), ponderată cu volumul tranzacțiilor.

procentuale față de precedentele trei luni), ajungând la 1,08 la sută – minim al ultimilor aproximativ patru ani.

Evoluția a avut loc pe fondul reinstalării unui excedent net de lichiditate pe piața monetară sub influența expansionistă a operațiunilor Trezoreriei și al drenării acestuia de către BNR prioritar prin intermediul facilității de depozit și, complementar, prin atragerea de depozite 1W, al cărei rol a crescut gradual în a doua parte a trimestrului II³⁸. În contextul relaxării condițiilor lichidității în raport cu a doua parte a trimestrului anterior³⁹, randamentele ON ale pieței monetare interbancare au scăzut rapid în prima

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



decadă a lunii aprilie și au tins apoi să rămână în jumătatea inferioară a coridorului ratelor dobânzilor, crescând doar episodic deasupra ori la nivelul ratei dobânzii de politică monetară în debutul perioadelor de constituire a RMO din aprilie, respectiv mai.

La rândul lor, cotațiile ROBOR 3M-6M și-au prelungit în prima jumătate din aprilie ajustarea descendentă amorsată spre finele trimestrului I, iar ulterior au rămas cvasiconstante, pentru ca la jumătatea lunii mai și în debutul lunii iunie să consemneze noi scăderi ușoare, corectându-și integral creșterea înregistrată în prima parte a lunii martie; în schimb, cotațiile pe scadența de 12 luni au cvasistagnat practic de-a lungul perioadei. Mediile trimestriale ale cotațiilor au continuat astfel să scadă pe toate scadențele, deși mai lent decât în trimestrul I, ajungând la 1,55 la sută în cazul ROBOR 3M

(-0,09 puncte procentuale), respectiv la 1,66 la sută și 1,75 la sută pe termenul de 6 luni și 12 luni (-0,07 puncte procentuale, respectiv -0,04 puncte procentuale) – valori minime ale ultimilor aproape patru ani (Grafic 3.2).

Pentru piața titlurilor de stat relevante au fost în trimestrul II și sentimentul ameliorat al pieței financiare internaționale și evoluțiile mixte ale randamentelor titlurilor de stat pe termen lung din economiile dezvoltate și din regiune⁴⁰, alături de deciziile de menținere a ratingului suveran adoptate de agențiile S&P și Fitch în aprilie⁴¹, dar, mai cu seamă, anunțurile din luna mai privind continuarea ascensiunii ratei inflației pe plan intern și creșterea mult peste așteptări a economiei în trimestrul I 2021.

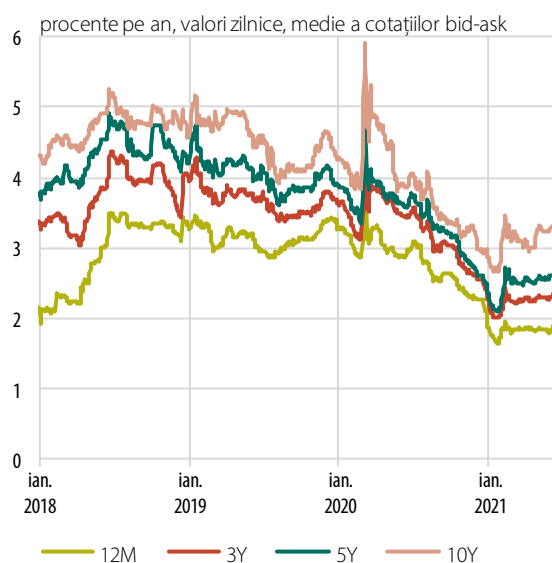
³⁸ Banca centrală a organizat câte o licitație pentru atragerea de depozite 1W, cu alocare integrală, în aprilie și mai (pe 15 aprilie și 17 mai, volumul depozitelor atrase fiind de 4,9 miliarde lei, respectiv 7,3 miliarde lei) și două licitații în iunie (pe 8 și 15 iunie, volumul depozitelor atrase fiind de 8,5 miliarde lei, respectiv 9,1 miliarde lei). Stocul mediu lunar al acestor operațiuni a crescut de la 1,2 miliarde lei în aprilie la 1,7 miliarde lei în mai și la 4,1 miliarde lei în iunie (lună în care BNR a efectuat și operațiuni *repo*, pe fondul formării episodice a unor deficite zilnice de rezerve).

³⁹ În debutul lunii aprilie, condițiile lichidității și-au păstrat caracterul mai restrictiv, context în care BNR a efectuat cumpărări de titluri de stat în lei de pe piața secundară în valoare de 0,135 miliarde lei.

⁴⁰ Randamentele titlurilor de stat pe termen lung din zona euro și, în plan regional, cele din Polonia și Ungaria și-au accentuat ascensiunea în prima jumătate a trimestrului, consemnând apoi o parțială corecție, iar cele din SUA și Cehia au tins să scadă ușor față de vârfurile atinse la finele trimestrului I.

⁴¹ S&P revizuid concomitent perspectiva acestuia la „stabilă” de la „negativă”.

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



În aceste condiții, cotațiile de referință pe termen lung de pe segmentul secundar al pieței⁴² și-au prelungit până spre finele lunii aprilie parcursul general descrescător reamorsat în luna precedentă, pentru ca apoi să înregistreze ajustări ascendente moderate – în a doua decadă din mai și spre finele trimestrului –, revenind în preajma valorilor prevalente în prima parte a lunii martie (Grafic 3.3). Cele aferente segmentelor scurt și mediu ale curbei randamentelor au coborât lent ori au rămas relativ stabile de-a lungul celei mai mari părți a trimestrului II, crescând la rândul lor ușor spre finele intervalului. Drept consecință, valorile medii din luna iunie ale cotațiilor au scăzut în cazul maturității de 6 luni cu 0,08 puncte procentuale față de cele din ultima lună a trimestrului I (la 1,70 la sută), au rămas neschimbate în cazul celei de 1 an (1,84 la sută) și s-au mărit ușor, cu până la 0,08 puncte procentuale pe maturitățile de 3, 5 și 10 ani, la 2,30 la sută, 2,58 la sută, respectiv

3,27 la sută. Pe acest fond, curba randamentelor a continuat să își accentueze, deși mai temperat, înclinația pozitivă.

Și pe segmentul primar al pieței, randamentele medii și-au stopat în aprilie tendința ascendentă manifestată în a doua parte a trimestrului I, pentru ca apoi, după o perioadă de stabilitate, să înregistreze creșteri mai semnificative în a doua parte a lunii mai și mai moderate în iunie⁴³. Randamentele medii acceptate au crescut astfel în iunie față de cele din ultima lună a trimestrului I cu circa 0,1 puncte procentuale în cazul titlurilor pe 1 an (1,97 la sută), cu 0,03 puncte procentuale pe scadența de 4 ani (2,43 la sută) și cu până la aproximativ 0,20 puncte procentuale în cazul maturităților reziduale de 8 ani, respectiv 13 ani (3,00 la sută, respectiv 4,11 la sută). Diminuarea pe ansamblul trimestrului II a interesului investitorilor pentru aceste plasamente a fost reflectată și de scăderea raportului dintre volumul solicitat și cel anunțat (la 1,3 de la 2,2 în precedentele trei luni), dar și de reducerea proporției dintre volumul emis și cel anunțat (la 0,8 de la 1,2)⁴⁴. Astfel, atât volumul total al titlurilor puse în circulație, cât și cel al emisiunilor nete și-au accentuat scăderea față de precedentele trei luni^{45, 46}.

⁴² Medii *bid-ask*.

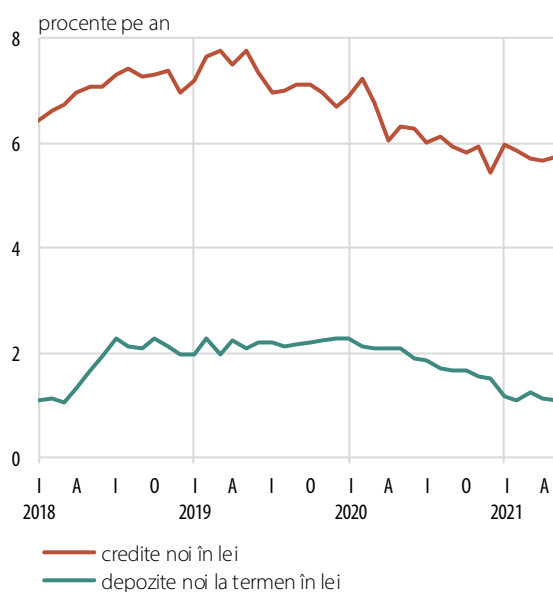
⁴³ Cu excepția licitației pe 10 ani, în cazul căreia randamentul s-a diminuat marginal față de luna precedentă.

⁴⁴ În luna mai, raportul dintre volumul acceptat și cel anunțat a coborât la 0,6 – cea mai mică valoare din ultimii aproape doi ani și jumătate.

⁴⁵ În trimestrul II, MF a respins integral ofertele de cumpărare în cadrul a 5 licitații de titluri de stat (din care 3 în mai) față de 3 în trimestrul precedent; volumul titlurilor de stat scadente a crescut în trimestrul II la 12,4 miliarde lei, de la 10,3 miliarde lei în precedentele trei luni.

⁴⁶ De menționat că în prima lună a trimestrului II, MF a emis pe piața externă titluri denumite în euro în valoare totală de 3,5 miliarde euro (2,0 miliarde euro pe maturitatea de 12 ani, la randamentul de 2,10 la sută, și 1,5 miliarde euro pe maturitatea de 20 de ani, la randamentul de 2,77 la sută). Totodată, MF a derulat pe ansamblul perioadei aprilie-iunie două programe de emisiuni de titluri de stat destinate populației: (i) programul „Tezaur”, pentru care subscrierile s-au desfășurat în fiecare lună a trimestrului și prin care au fost emise titluri cu maturitățile de 1, 3 și 5 ani, la randamente de 2,95 la sută, 3,35 la sută și 3,75 la sută (3,65 la sută în iunie), în valoare totală de 643 milioane lei și (ii) programul „Fidelis”, pentru care subscrierile s-au desfășurat în intervalul 26 iunie – 12 iulie, fiind emise, prin intermediul BVB, atât titluri denumite în lei, cu maturitățile de 1 an și 2 ani, la randamente de 2,95 la sută și 3,25 la sută (în total, 614,6 milioane lei), cât și în euro, cu scadența de 2 ani și randamentul de 1,00 la sută (58,9 milioane euro).

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Pe fondul scăderii ușoare a cotațiilor relevante ROBOR, al diminuării IRCC în trimestrul II, dar și al unor modificări în structura fluxului de împrumuturi, rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebankari s-a redus pe ansamblul perioadei aprilie-mai 2021 cu 0,13 puncte procentuale față de media trimestrului I (până la 5,71 la sută), corectându-și astfel avansul din precedentele trei luni. Mișcarea descendentă a fost generalizată din perspectiva principalelor sectoare și categorii de credite. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației a coborât cu 0,29 puncte procentuale față de trimestrul I (la o medie de 6,79 la sută), în condițiile prelungirii declinului costului mediu cu dobânda atât pe segmentul împrumuturilor pentru locuințe (-0,27 puncte procentuale, până la 4,36 la sută), cât și pe cel al creditelor pentru consum (-0,32 puncte procentuale față de trimestrul I, până 8,54 la sută).

În cazul ambelor categorii, acesta a atins în luna mai

noi valori minime – pentru ultimii trei ani și jumătate (inclusiv sub influența creșterii volumului creditelor acordate în cadrul programului „Noua casă”), respectiv circa șase ani⁴⁷ –, iar volumul lunar al creditelor noi s-a menținut în perioada analizată în apropierea maximelor istorice (Grafic 3.4).

La rândul său, rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi ale societăților nefinanciare și-a continuat mersul descendent (-0,21 puncte procentuale comparativ cu trimestrul I, până la o medie de 4,16 la sută⁴⁸), evoluția regăsindu-se la nivelul ambelor categorii de împrumuturi – în valoare de sub, respectiv peste echivalentul a 1 milion de euro (-0,26 puncte procentuale, până la 4,39 la sută, respectiv -0,33 puncte procentuale, până la 3,79 la sută). După ce a crescut accentuat în martie, apropiindu-se de nivelul maxim istoric din luna decembrie 2020, fluxul total al creditelor acordate societăților nefinanciare a înregistrat corecții descendente semnificative în intervalul aprilie-mai – în ultima lună chiar și în condițiile unui aport mai însemnat din partea programului „IMM Invest România”.

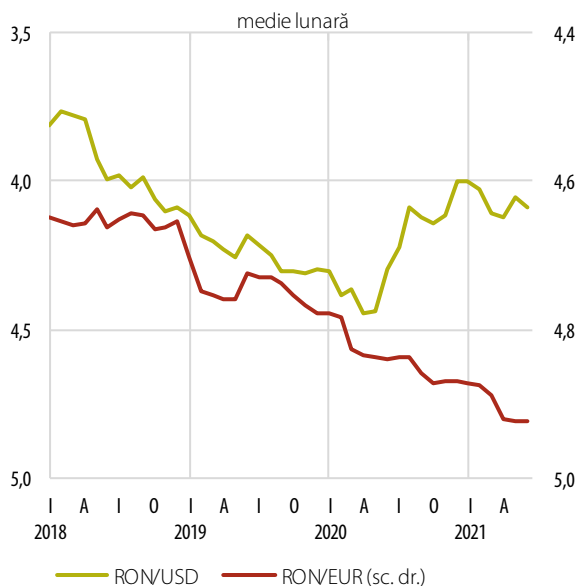
Rata medie a dobânzii la depozitele noi la termen ale clienților nebankari și-a continuat scăderea, dar în ritm mai temperat (-0,08 puncte procentuale față de precedentele trei luni, la o medie de 1,09 la sută pe ansamblul perioadei aprilie-mai). Diminuarea a fost ceva mai vizibilă pe segmentul populației (-0,19 puncte procentuale comparativ cu trimestrul anterior, la 1,10 la sută), însă marginală pe cel al societăților nefinanciare (-0,04 puncte procentuale, la 1,09 la sută).

⁴⁷ 4,28 la sută, respectiv 8,50 la sută.

⁴⁸ În luna mai, aceasta a ajuns la 4,09 la sută, valoare apropiată minimumului ultimilor peste trei ani și jumătate.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



Cursul de schimb leu/euro a crescut ușor în prima parte a lunii aprilie 2021, pentru ca în următoarele două luni ale trimestrului II să tindă să se mențină pe noul palier (Grafic 3.5).

După ajustarea ascendentă din martie, cursul de schimb leu/euro a continuat să crească lent în prima parte a lunii aprilie, iar apoi s-a vvasistabilizat pe palierul astfel atins, în contextul trendului de deteriorare a poziției externe a economiei și al creșterii semnificative a ratei inflației – cu impact inclusiv asupra așteptărilor privind evoluția raportului leu/euro –, dar și în condițiile relativei ameliorări a apetitului global pentru risc și ale îmbunătățirii situației sanitare la nivelul Europei Centrale și de Est, de natură să calmeze îngrijorările investitorilor legate de impactul economic al celui de-al treilea val pandemic. Pe acest fond, beneficiind și de influența inversării tendinței descendente a cursului de schimb euro/dolar, principalele monede din regiune și-au corectat deprecierea față de euro suferită în luna anterioară⁴⁹, în condițiile unui parcurs totuși fluctuant, reflectând inclusiv influențele unor factori locali.

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	5 luni 2020			5 luni 2021		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	4 522	6 691	-2 169	1 067	5 136	-4 069
Investiții directe	-779	-37	-742	1 076	3 487	-2 412
Investiții de portofoliu	-1	6 586	-6 587	354	1 993	-1 640
Derivate financiare	-32	x	-32	51	x	51
Alte investiții	2 456	142	2 314	-625	-345	-280
– numerar și depozite	2 340	-145	2 485	-1 089	-260	-830
– împrumuturi	248	952	-705	-25	-490	465
– altele	-132	-665	533	489	405	85
Active de rezervă ale BNR (net)	2 878	0	2 878	211	0	211

*) „+” creștere/„-”scădere

extern al economiei, dar și pe fondul continuării creșterii ratei inflației la începutul

⁴⁹ În luna aprilie, zlotul s-a apreciat în raport cu moneda unică europeană cu 0,8 la sută, coroana cehă cu 1,0 la sută, iar forintul cu 1,4 la sută.

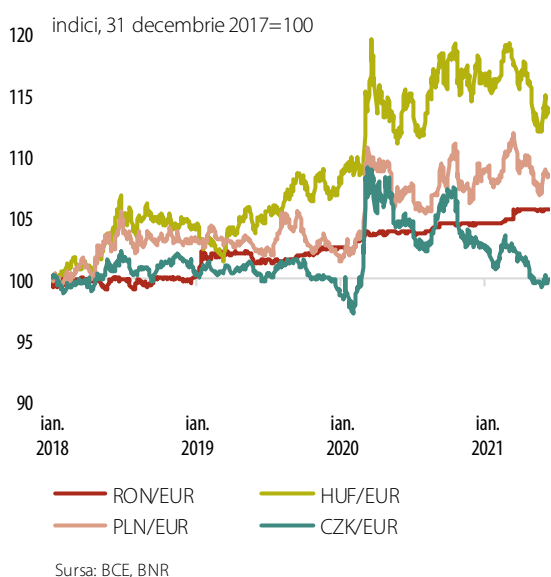
⁵⁰ Ca valori zilnice, acestea au atins minime ale ultimelor trei luni (zlot, nouă luni (forint), respectiv 15 luni (coroana cehă). Din perspectiva valorilor medii lunare ale cursurilor de schimb, zlotul s-a apreciat cu 0,7 la sută față de euro, coroana cehă cu 1,4 la sută, iar forintul cu 2,0 la sută.

⁵¹ Banca centrală a Ungariei a semnalat, la jumătatea lunii, intenția de majorare a ratei dobânzii de politică monetară în luna iunie.

trimestrului II și al redresării mult peste așteptări a economiei în trimestrul I 2021, relevate de noile date statistice. El a consemnat totuși o scădere ușoară spre finele lunii, dată fiind ameliorarea perspectivei accesării fondurilor europene alocate României prin programul „Next Generation EU”, odată cu prezentarea în Parlament a Planului Național de Redresare și Reziliență (Tabel 3.1).

Scăderea a fost însă complet inversată pe parcursul lunii următoare, într-o conjunctură caracterizată prin accentuarea trendului ascendent al dinamicii prețurilor de consum în economia internă, dar și prin inițierea ciclului de întărire a politicii monetare de

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



către unele bănci centrale din regiune. Importante au fost, totodată, semnalele date de Fed privind devansarea startului normalizării politicii monetare⁵², context în care cursul euro/dolar SUA și-a corectat în bună măsură avansul din precedentele două luni, iar ratele de schimb ale principalelor monede din regiune au consemnat ajustări ascendente.

Pe piața valutară interbancară, cererea netă de valută a scăzut în perioada aprilie-iunie – la un minim al ultimelor trei trimestre –, dar în condițiile creșterii progresive a valorilor ei lunare, pe seama tranzacțiilor nerezidenților.

Pe ansamblul trimestrului II⁵³, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 0,7 la sută în termeni nominali⁵⁴ și s-a apreciat cu 0,5 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a apreciat cu 0,5 la sută în termeni nominali și cu 1,8 la sută în termeni reali,

în condițiile în care valoarea monedei americane a scăzut în raport cu euro. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul II, leul și-a crescut ușor deprecierea în raport cu euro și și-a menținut constantă aprecierea față de dolar (Grafic 3.6).

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Dinamica anuală⁵⁵ a masei monetare (M3) s-a temperat vizibil în intervalul aprilie-mai 2021, în principal pe fondul efectului de bază asociat relaxării puternice a execuției bugetare în perioada similară din anul trecut, sub impactul șocului pandemic și al

⁵² Prognostic macroeconomic actualizat de Fed în contextul ședinței FOMC din 15-16 iunie având ca ipoteză inițierea majorării ratei dobânzii în 2023 – mai devreme decât se anticipa anterior.

⁵³ Pe baza valorilor medii din iunie, respectiv martie, ale cursului de schimb.

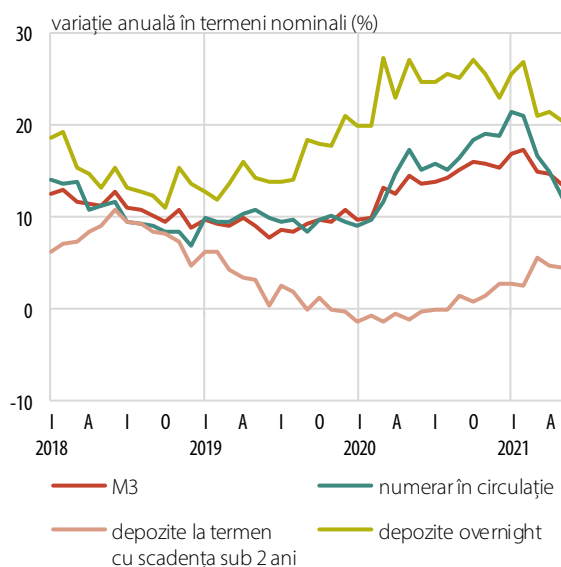
⁵⁴ În schimb, principalele monede din regiune s-au apreciat în acest interval în raport cu euro (zlotul cu 2,2 la sută, coroana cehă cu 2,8 la sută și forintul cu 4,5 la sută).

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

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

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

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



măsurilor de sprijin implementate; ea a rămas totuși deosebit de ridicată, la 14,1 la sută ca medie, față de 16,4 la sută în trimestrul I⁵⁶ (Tabel 3.2).

Scăderea variației anuale a M3 s-a datorat exclusiv decelerării evidente a ritmului creșterii componentei sale celei mai lichide (M1) – cu precădere pe seama evoluției numerarului în circulație și a depozitelor ON ale populației –, care s-a menținut însă foarte alert. Evoluția a reflectat în bună măsură efectul de bază asociat sporirii pronunțate a lichidității în economie și a cererii de active monetare lichide, inclusiv din motive precauționare, în intervalul similar al anului 2020, în contextul declanșării crizei pandemice și al incertitudinilor foarte ridicate astfel generate. În schimb, variația depozitelor la termen sub doi ani a continuat să se mărească în intervalul aprilie-mai (până la cea mai înaltă valoare din ultimele nouă trimestre), pe fondul prelungirii ascensiunii dinamicii deosebit de înalte a plasamentelor în lei ale societăților nefinanciare⁵⁷. Depozitele la termen sub doi ani ale populației și-au accentuat însă pierderea de ritm – ajungând practic să cvasistagneze față de aceeași perioadă a anului trecut, în premieră pentru ultimii trei ani –, deopotrivă pe seama plasamentelor în lei și a celor în valută. Ponderea M1 în M3 și-a reluat totuși traseul ascendent, ajungând în luna mai la 69,4 la sută – un nou nivel record al perioadei post-aprilie 1994 (Grafic 3.7).

Din perspectiva sectoarelor instituționale, temperarea avansului anual al M3 a fost determinată de

accentuarea scăderii dinamicii plasamentelor populației. În condițiile accelerării creșterii venitului disponibil și a împrumuturilor populației în acest interval, evoluția poate fi atribuită dinamizării consumului privat, dar și prelungirii ascensiunii variației deținerilor de titluri de stat ale persoanelor fizice⁵⁸, alături de revenirea la o valoare consistent pozitivă a celei aferente plasamentelor în fonduri de investiții. În schimb, variația depozitelor societăților nefinanciare a continuat să se mărească (până la un record al ultimilor peste 12 ani⁵⁹), pe fondul intensificării activității economice, inclusiv

⁵⁶ În termeni reali, variația anuală medie a M3 a scăzut ceva mai accentuat, în condițiile creșterii ratei inflației, menținându-se totuși pe palierul de două cifre (10,2 la sută în primele două luni ale trimestrului II – minimul ultimilor cinci trimestre –, față de la 13,0 la sută în precedentele trei luni).

⁵⁷ Maximul ultimelor 11 trimestre.

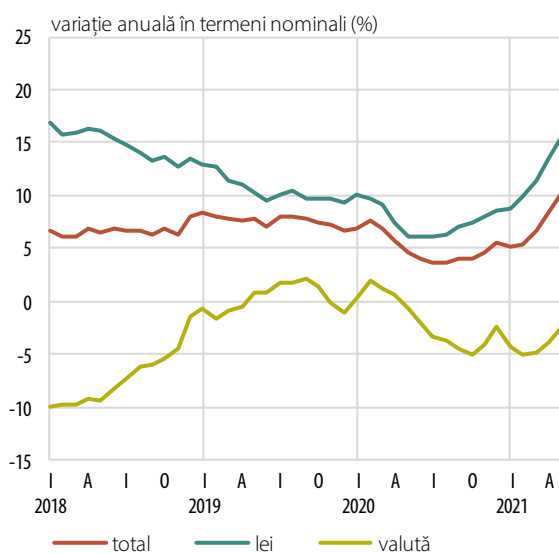
⁵⁸ În perioada aprilie-mai 2021, au fost efectuate două emisiuni de titluri de stat în lei pentru populație, derulate în cadrul programului „Tezaur” (volum total subscris de 388,2 milioane lei).

⁵⁹ Evaluare pe baza datelor trimestriale.

din comerț și servicii, precum și al creșterii dinamicii sumelor primite în contul fondurilor UE⁶⁰ și al accentuării ascensiunii creditului acordat acestui sector.

Din perspectiva contrapartidelor M3, temperarea ritmului expansiunii monetare a decurs în principal din evoluția creditului net acordat administrației publice centrale, în condițiile majorării dinamicii depozitelor administrației publice centrale – atât la nivelul componente în lei, cât mai ales al celei în valută⁶¹ –, concomitent cu scăderea ușoară a variației deținerilor de titluri de stat ale instituțiilor financiare monetare⁶²; influențele astfel generate au fost parțial contrabalansate de cele venind din accelerarea semnificativă a creșterii creditului acordat sectorului privat.

Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede



Creditul acordat sectorului privat

Creditul acordat sectorului privat și-a accelerat sensibil creșterea în primele două luni ale trimestrului II 2021, aceasta urcând ușor peste nivelul de 10 la sută în luna mai și la o medie de 9,2 la sută pe ansamblul intervalului⁶³, de la 5,7 la sută în trimestrul I⁶⁴. Evoluția a fost antrenată și de această dată de componenta în lei, a cărei dinamică anuală a avansat mai ferm pe palierul de două cifre, până la cea mai înaltă valoare din ultimii trei ani⁶⁵. Mișcarea a reflectat atât un efect de bază⁶⁶, cât și activitatea intensă de creditare, în contextul continuării creșterii alerte a activității economice și al prelungirii trendului general descendent al ratelor dobânzilor, dar și pe fondul măririi ușoare în luna mai a contribuției programelor guvernamentale („IMM Invest România”⁶⁷, „Noua casă”), care a rămas totuși modestă. O mică influență pozitivă a venit și din partea componente în valută (exprimată în euro), care și-a moderat ceva mai vizibil

ritmul contracției, rămas totuși semnificativ din perspectiva ultimilor doi ani și

⁶⁰ Conform datelor privind execuția bugetului general consolidat.

⁶¹ Mișcarea a reflectat influența emisiunii de euroobligațiuni în valoare de 3,5 miliarde euro, efectuată în luna aprilie 2021 de către Ministerul Finanțelor, dar și efectul de bază al emisiunii de euroobligațiuni în valoare de 3,3 miliarde euro din luna mai 2020, ea având totodată contrapondere în evoluția activelor externe nete ale sistemului bancar, a căror dinamică anuală medie și-a temperat semnificativ decelerarea.

⁶² Inclusiv ca urmare a unui efect de bază, în condițiile în care banca centrală a inițiat în aprilie 2020 cumpărarea de titluri de stat în lei de pe piața secundară.

⁶³ Cel mai înalt nivel din ultimii 12 ani, din perspectiva valorilor medii trimestriale.

⁶⁴ Și în termeni reali, ritmul mediu de creștere anuală a creditului acordat sectorului privat s-a accelerat sensibil (la 5,5 la sută în intervalul aprilie-mai – recordul ultimilor nouă ani –, de la 2,6 la sută în precedentele trei luni).

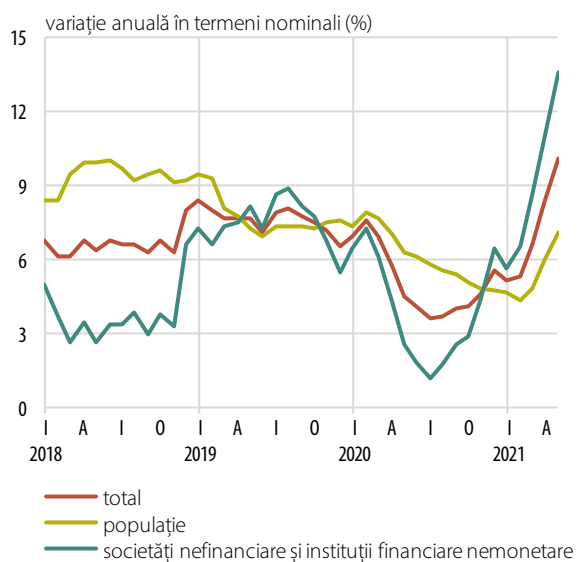
⁶⁵ Evaluare pe baza datelor trimestriale.

⁶⁶ Asociat contracțiilor lunare suferite de stocul creditului acordat sectorului privat în intervalul similar al anului precedent, sub impactul declanșării crizei pandemice.

⁶⁷ „IMM Invest România” este un program de ajutor de stat aprobat în contextul crizei pandemice prin OUG nr. 42/2020 și completată prin OUG nr. 89/2020, prin care statul garantează până la 90 la sută din valoarea unor credite în lei acordate IMM și microîntreprinderilor și subvenționează dobânda pe o perioadă de opt luni de la data acordării creditului și alte costuri ale finanțării (comisioane de administrare și risc) pe toată durata de derulare a creditului garantat în cadrul programului. Perioada de valabilitate a acestei scheme de ajutor de stat a fost prelungită până la data de 31 decembrie 2021; pentru anul 2021, plafonul total al garanțiilor ce pot fi acordate este în valoare de 15 miliarde lei, din care 1 miliard de lei este alocat subprogramului „AGRO IMM INVEST”.

jumătate (-3,2 la sută în primele două luni ale trimestrului II, față de -4,8 la sută în trimestrul I, pe baza valorilor exprimate în euro). Pe acest fond, ponderea în total a împrumuturilor în lei și-a prelungit mersul ușor ascendent, ajungând în luna mai la 70,6 la sută – maximum perioadei post-ianuarie 1996 (Grafic 3.8).

Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Dinamizarea creditului acordat sectorului privat a fost impulsionată de împrumuturile ambelor sectoare instituționale. Astfel, creditul acordat societăților nefinanciare și-a accelerat creșterea (la maximum ultimilor 12 ani⁶⁸), îndeosebi pe seama evoluției componentei în lei, a cărei dinamică a urcat la cea mai înaltă valoare trimestrială din ultimii 12 ani și jumătate. În același timp, variația creditului în valută (exprimat în euro) al acestui sector a reintrat ușor în teritoriul pozitiv după patru trimestre de valori negative. Evoluțiile s-au localizat în continuare cu precădere la nivelul împrumuturilor pe termen mediu și lung, al căror avans în termeni anuali a consemnat un nou salt⁶⁹, și au reflectat inclusiv dinamizarea puternică a finanțării atrase sub forma liniilor de credit⁷⁰ (Grafic 3.9).

Creditul acordat populației a cunoscut o inflexiune la nivelul traiectoriei dinamicii anuale, aceasta majorându-se în lunile aprilie-mai, după patru trimestre de scădere. Evoluția s-a datorat reamplificării variației componentei în lei, care a reurcat astfel pe palierul de două cifre, sub influența accelerării creșterii alerte a împrumuturilor pentru locuințe, dar și ca urmare a revenirii la o valoare pozitivă semnificativă a dinamicii celor pentru consum și alte scopuri – în condițiile în care fluxurile ambelor categorii de împrumuturi s-au menținut în apropierea maximelor istorice. Soldul creditului în valută (exprimat în euro) al acestui sector a continuat în schimb să își mărească contracția în termeni anuali pe ansamblul perioadei aprilie-mai.

⁶⁸ Evaluare pe baza datelor trimestriale.

⁶⁹ Recordul ultimilor 12 ani, din perspectiva valorilor medii trimestriale.

⁷⁰ Împrumuturi de tip reînnoibil automat și acordate pe descoperit de cont.

4. Perspectivele inflației

Scenariul de bază al proiecției macroeconomice are în vedere ipoteza menținerii sub control a situației epidemiologice. Rata anuală a inflației IPC este anticipată a-și continua traiectoria ascendentă observată în prima jumătate a anului curent și în a doua parte, fiind prognozată la 5,6 la sută în decembrie 2021, nivel situat peste limita superioară a intervalului țintei. La această evoluție este de așteptat să contribuie în principal unele componente ale coșului de consum aflate în afara sferei de control a politicii monetare, în speță dinamica prețurilor gazelor naturale, a celor ale energiei electrice și a celor volatile ale alimentelor (LFO). Disiparea treptată a influențelor temporare nefavorabile acumulate la nivelul componentei bunurilor energetice va conduce la poziționarea ratei anuale a inflației IPC pe o traiectorie descendentă în cursul anului viitor. Aceasta este proiectată să reentre în interiorul intervalului țintei în trimestrul III 2022 și să se mențină în apropierea nivelului de 3,4 la sută până la finele intervalului de proiecție, respectiv trimestrul II 2023. Rata anuală a inflației de bază este proiectată în creștere până la sfârșitul anului curent, când va atinge 3,4 la sută, ulterior plafonându-se pe o traiectorie cvasistabilă până la orizontul prognozei. Influențe persistente din partea factorilor fundamentali sunt asociate acumulării treptate a presiunilor inflaționiste aferente deviației PIB. În schimb, unele care se prefigurează la acest moment a fi de natură temporară, urmând a se tempera pe parcursul anului viitor, provin din partea prețurilor bunurilor din import, precum și a anticipațiilor inflaționiste, mai ales pe orizontul de timp scurt, acestea având o dinamică pronunțat ascendentă pe parcursul ultimelor luni. Balanța riscurilor la adresa ratei anuale a inflației este evaluată a fi orientată în sus față de traiectoria descrisă în scenariul de bază, cu precădere pe termen scurt. În paralel evoluțiilor din plan sanitar ce au recăpătat o pregnanță sporită, surse importante de incertitudini sunt asociate dinamicii viitoare a cotațiilor materiilor prime de pe piețele internaționale și a prețurilor componentelor energetice de pe plan intern.

Scenariul de bază

4.1. Ipoteze externe

Situația epidemiologică a principalilor parteneri comerciali ai României a cunoscut o îmbunătățire semnificativă pe parcursul trimestrului II al anului curent, în tandem cu dinamizarea ritmului de vaccinare⁷¹ și, implicit, cu eliminarea unor importante restricții administrative impuse anterior, evoluție ce a permis o creștere a mobilității populației. Ulterior, răspândirea variantei Delta a virusului a determinat o suspendare

⁷¹ La nivelul UE, procentul populației adulte vaccinate cu cel puțin o doză a crescut de la circa 15 la sută la finele lunii martie la aproximativ 62 la sută la sfârșitul lunii iunie.

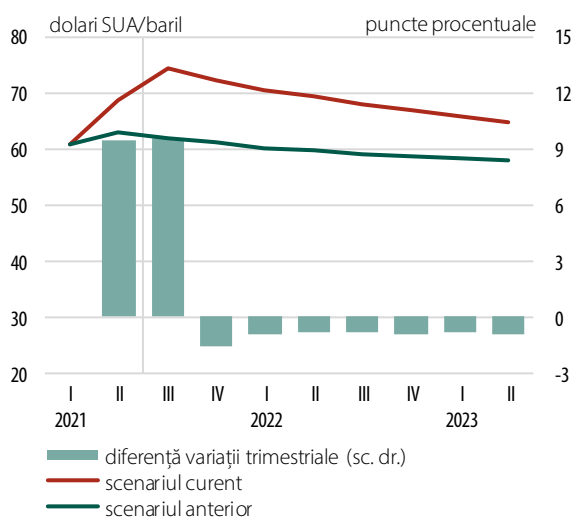
sau chiar o ușoară inversare a tendinței de relaxare a restricțiilor, a căror severitate rămâne însă mult mai redusă comparativ cu prima parte a anului, în contextul progresului campaniei de vaccinare⁷². În aceste condiții, PIB real UE efectiv, variabilă care aproximează evoluția cererii externe, și-a reluat creșterea din trimestrul II al anului curent, evoluția favorabilă fiind anticipată să continue în trimestrele următoare. Avansul este însă de așteptat a fi atenuat de dinamica activității industriale, afectată de perturbarea lanțurilor globale de producție (în special criza microcipurilor).

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2021	2022
Creșterea economică în UE efectiv (%)	4,8	4,5
Inflația anuală din zona euro (%)	1,9	1,5
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	1,2	1,4
Inflația anuală IPC SUA (%)	3,7	3,1
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,5	-0,5
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,20	1,21
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	69,0	68,6

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

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



Sursa: U.S. Energy Information Administration, ipoteze BNR pe baza datelor Bloomberg

Ca urmare, este preconizată atingerea nivelului pre-pandemie al PIB real la finele anului curent, dinamica medie anuală a cererii externe urmând a înregistra valori relativ înalte, superioare ritmului de creștere potențial (Tabel 4.1). În acest context, deviația PIB UE efectiv se va plasa pe o traiectorie în creștere pe tot intervalul proiecției. Comparativ cu *Raportul* anterior, dinamica medie anuală a cererii externe a fost revizuită în sus, mai substanțial pentru 2021, dat fiind avansul campaniei de vaccinare, precum și perspectivele îmbunătățite de la nivel global.

Rata anuală a inflației IAPC din zona euro este proiectată în creștere pe parcursul anului curent, până la un nivel de 2,6 la sută în trimestrul IV. Evoluția este evaluată însă a avea un caracter temporar (a se vedea Caseta „Inflația externă – evoluții recente și perspective”). Astfel, ulterior, rata anuală a inflației este anticipată a redeveni relativ temperată, cu valori de 1,4 la sută la orizontul de prognoză, respectiv trimestrul II 2023. Rata anuală a inflației IAPC excluzând energia este anticipată a se menține la niveluri relativ reduse, urmând să atingă 1,6 la sută la orizontul proiecției. Traiectoria a fost revizuită ușor ascendent comparativ cu *Raportul* precedent, în principal pe fondul anticipării unui avans mai alert al activității economice.

În absența perspectivelor de convergență robustă a ratei inflației către nivelul de referință, pe parcursul intervalului de proiecție se anticipează menținerea caracterului stimulativ al politicii monetare a BCE, impulsionată probabil inclusiv de schimbările de

strategie anunțate recent de această instituție. Pe acest fond, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni va înregistra valori negative. Traiectoria cursului de schimb EUR/USD indică o apreciere graduală a monedei euro, evoluție posibil a fi marcată de o volatilitate sporită pe parcursul următoarelor trimestre.

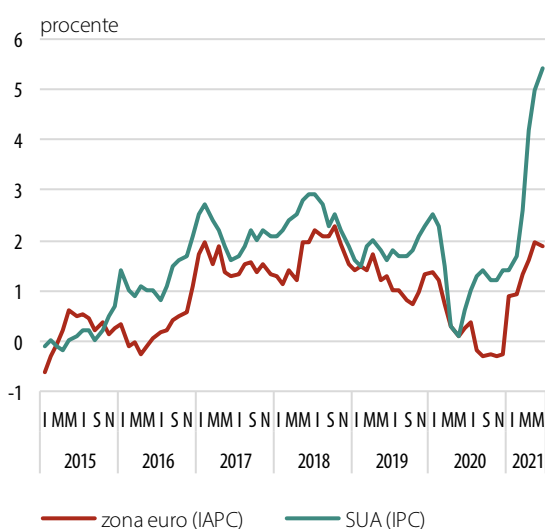
⁷² La sfârșitul lunii iulie a fost atins obiectivul Comisiei Europene, înaintat în cadrul strategiei de vaccinare, de imunizare cu cel puțin o doză a 70 la sută din populația adultă.

Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent a fost fundamentat pornind de la cotațiile *futures* și consemnează o tendință de scădere treptată a nivelurilor de preț pe parcursul intervalului de proiecție, până la 65 USD/baril la orizontul acestuia (Grafic 4.1). Principalii determinanți ai dinamicii anticipate rămân cererea globală, strict dependentă de evoluția situației epidemiologice de la nivel mondial, și, respectiv, pe partea ofertei, acordurile OPEC+ privind ritmul revenirii la un nivel al producției similar celui pre-pandemic⁷³. Proiecția evoluției viitoare a prețului petrolului continuă să rămână marcată de ample incertitudini.

Inflația externă – evoluții recente și perspective

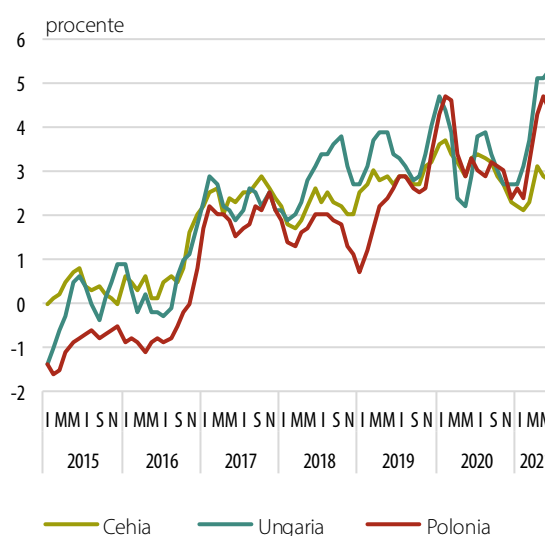
În prima jumătate a anului curent, inflația a consemnat o tendință de creștere generalizată la nivel global, însoțită însă de o eterogenitate însemnată între țări în privința magnitudinii. În zona euro, rata anuală a inflației IAPC a trecut din teritoriul negativ până la valori situate ușor peste nivelul de referință de 2 la sută, în timp ce în SUA avansul inflației IPC a fost mai accentuat (5,4 la sută în iunie – Grafic A), diferențele dintre cele două blocuri geografice fiind, probabil, explicate și de progresul mai alert al SUA în procesul de recuperare economică post-pandemie. Și în cazul țărilor din Europa Centrală și de Est s-au înregistrat accelerări ale dinamicii IPC (Grafic B). Aceste evoluții au intensificat o dezbatere cu privire la nivelul prevalent al presiunilor inflaționiste pe termen mediu și lung, legată în special de caracterul temporar sau persistent al puseului recent al majorărilor de prețuri și, pe cale de consecință, al dezechilibrului dintre ofertă și cerere⁷⁴. În acest context, caseta de față își propune o trecere în revistă a principalilor factori care au condus la avansul recent al inflației, precum și a perspectivelor privind dinamica viitoare a prețurilor.

Grafic A. Rata anuală a inflației IAPC/IPC în zona euro/SUA



Sursa: Eurostat, OCDE

Grafic B. Rata anuală a inflației IPC în economii emergente din regiune



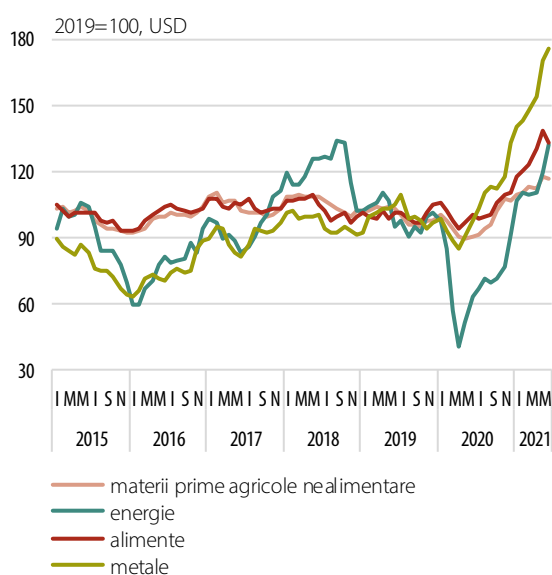
Sursa: OCDE

⁷³ OPEC+ a agreat în data de 19 iulie o mărire cu 400 000 de barili pe zi suplimentari în fiecare lună a anului curent începând cu august, pentru următoarele cinci luni. Astfel, 2 milioane de barili pe zi suplimentari vor fi adăugați nivelului de producție doar până la sfârșitul anului. De altfel, OPEC+ a setat septembrie 2022 ca țintă pentru atingerea nivelurilor de producție pre-pandemie.

⁷⁴ Dezbatere relevantă inclusiv pentru actorii de pe piețele financiare internaționale (*inflation trade*).

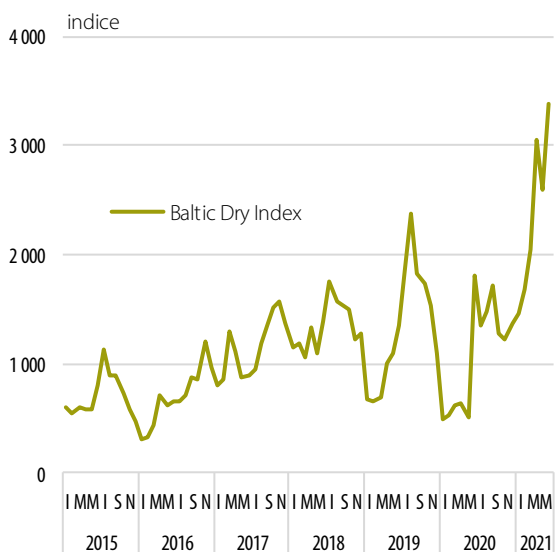
O contribuție importantă la accelerarea recentă a inflației a provenit din partea componentei energetice, pe fondul majorării cotațiilor petrolului, dar și al unor efecte de bază semnificative, asociate nivelurilor deosebit de reduse înregistrate în primăvara anului 2020, ulterior debutului pandemiei. De asemenea, prețurile materiilor prime au consemnat creșteri generalizate în perioadele recente, în condițiile cererii solide din partea industriei prelucrătoare și a sectorului construcțiilor, dar și pentru refacerea stocurilor, în special în cazul Chinei (Grafic C).

Grafic C. Evoluția prețurilor materiilor prime



Sursa: IMF Primary Commodity Price System

Grafic D. Evoluția tarifelor transportului naval



Sursa: Bloomberg

Avansul inflației a fost determinat și de creșterea alertă a cererii pentru anumite bunuri intermediare, la care oferta nu a putut răspunde în suficientă măsură pe termen scurt. Un exemplu sunt microcipurile, folosite în mod alternativ la producerea mai multor categorii de bunuri industriale, cum ar fi autovehiculele, tehnica de calcul sau alte echipamente electronice. Pentru acestea din urmă, ulterior declanșării pandemiei, cererea a fost puternic stimulată de avansul digitalizării, respectiv recurgerea în tot mai mare măsură la telemuncă⁷⁵, implicând un proces de ajustare din partea companiilor. Astfel, oferta insuficientă de microcipuri s-a reflectat, de exemplu, într-o scumpire accentuată a autovehiculelor în SUA⁷⁶, fiind afectate în același sens, prin raportul între cerere și ofertă, inclusiv prețurile autovehiculelor second-hand. Evoluțiile au fost amplificate și de factori specifici de natura ofertei, precum perturbări ale lanțurilor globale de aprovizionare, date fiind sincopile survenite în activitatea de transport naval, cu consecințe directe în sensul majorării tarifelor aferente⁷⁷ (Grafic D).

⁷⁵ A se vedea Caseta „The Semiconductor Shortage and its Implication for Euro Area Trade, Production and Prices” din *Buletinul Economic* nr. 4/2021 al BCE.

⁷⁶ SUA își acoperă cea mai mare parte a necesarului de microcipuri din importuri, în condițiile în care ponderea producției proprii s-a diminuat la 12 la sută din totalul producției globale, de la un nivel de 37 la sută în 1990.

⁷⁷ A se vedea Caseta „What is Driving the Recent Surge in Shipping Costs?” din *Buletinul Economic* nr. 3/2021 al BCE.

Suplimentar, odată cu relaxarea restricțiilor, în cazul unor categorii de servicii puternic afectate de pandemie se manifestă efecte de bază semnificative, asociate scăderii prețurilor din anul precedent.

Trebuie menționat că aceste evoluții survin pe fondul unui climat fragil al cererii de la nivel agregat, conform evaluărilor deviației PIB. Acestea, chiar dacă marcate de incertitudini sporite, continuă să indice pentru zona euro menținerea la valori negative în 2021, respectiv aproximativ neutre în cazul SUA⁷⁸. În pofida acestor evaluări realizate la nivel agregat, în structură, s-au remarcat o serie de sectoare ale economiei care s-au confruntat cu un dezechilibru pregnant între cerere și ofertă, aceste evoluții individualizate conducând, de altfel, și la variațiile ample ale prețurilor anumitor materii prime.

Conform prognozelor principalelor instituții financiare internaționale⁷⁹, inflația la nivel global se va reduce în 2022, inclusiv pe fondul unor efecte de bază, odată cu eliminarea din baza de calcul a ratei anuale a inflației, după 12 luni, a creșterilor importante de prețuri de pe parcursul acestui an. Decelerarea apreciabilă a inflației anuale va avea loc pe măsură ce raportul între ofertă și cerere se va reechilibra, sub impulsul atenuării factorilor menționați, evaluați a exercita doar un impact tranzitoriu. În cazul prețurilor materiilor prime, cotațiile *futures* indică stabilizarea sau temperarea acestora. Pentru economiile dezvoltate, anticipațiile inflaționiste, deși într-o ușoară accelerare în perioadele recente, continuă să rămână ancorate pe termen mediu și lung în jurul țintelor de inflație. De asemenea, îmbunătățirea indicatorilor pieței muncii este anticipată să rămână lentă. Cu toate acestea, balanța riscurilor la adresa evoluției ratei inflației este evaluată a fi înclinată în sus, însă cu precădere pe orizontul temporal scurt.

Riscurile la adresa inflației pe termen mediu sunt multiple și pot acționa în ambele sensuri. Persistența cererii crescute, în tandem cu un deficit de ofertă în cazul anumitor bunuri intermediare și materii prime, poate crea presiuni suplimentare asupra costurilor companiilor. În plus, transmisia acestora în prețurile finale poate fi facilitată de avansul cererii agregate, influențat la rândul său de pachetele – în unele cazuri extrem de simulative – adoptate de autorități pentru contracararea efectelor pandemiei. Mai mult, acestea ar putea alimenta o perioadă prelungită de creștere a cotațiilor materiilor prime (un așa numit „super-ciclu”⁸⁰). Nu pot fi excluse nici efecte de runda a doua ale majorării costurilor companiilor. Există însă și riscuri de sens opus, legate de exemplu de evoluțiile de pe piața muncii. În perioada premergătoare pandemiei, în ciuda avansului activității economice și a scăderii șomajului, dinamica salarială a fost relativ atenuată în economiile dezvoltate, contribuind la o temperare a ratei inflației la niveluri reduse. În situația în care creșterea economică nu se va reflecta și în majorarea veniturilor salariale, nu vor fi întrunite premisele unor dinamici accelerate și persistente în timp ale ratei inflației.

⁷⁸ De exemplu, din Prognoza de primăvară a Comisiei Europene sau *World Economic Outlook*, FMI, aprilie 2021.

⁷⁹ Comisia Europeană (Prognoza de vară – iulie 2021), FMI (*World Economic Outlook* – iulie 2021), BCE (Staff Macroeconomic Projections – iunie 2021), Banca Mondială (*Global Economic Prospects* – iunie 2021), OECD (*Economic Outlook* – mai 2021).

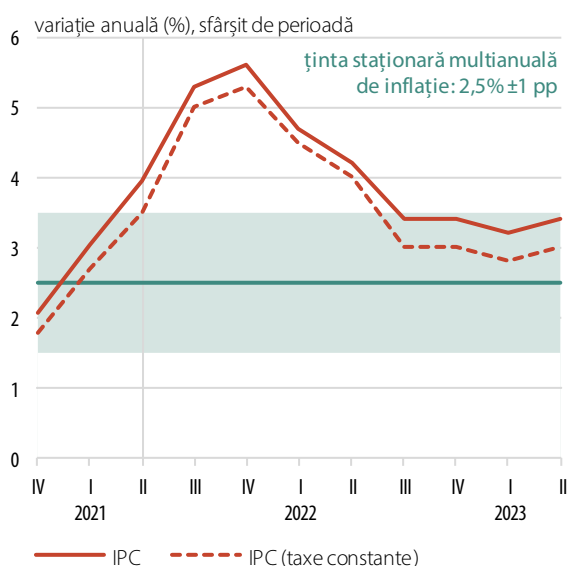
⁸⁰ Totuși, analizând episoade anterioare relevante, s-a constatat faptul că prețurile materiilor prime tind să prezinte volatilitate, depășind adesea trendurile istorice în fazele incipiente ale revenirii ciclului economic și stabilizându-se ulterior la valori apropiate de cele de trend.

Pe termen mai lung sunt anticipate atât presiuni inflaționiste, cât și dezinflaționiste din partea evoluțiilor unor factori precum lanțurile globale de valoare, demografia, automatizarea, digitalizarea sau schimbările climatice. În cazul lanțurilor de producție și distribuție, există posibilitatea relocării activității din unele industrii strategice ca urmare a perturbărilor observate în timpul pandemiei, cu impact în sensul creșterii costurilor de producție. Tot în sensul creșterii inflației va acționa și dinamica factorilor demografici de la nivel global, pe măsură ce ponderea populației în vârstă de muncă va continua să se diminueze. La rândul lor, schimbările climatice pot avea un impact direct asupra nivelului și volatilității prețurilor bunurilor alimentare. Indirect, prin intermediul politicilor de promovare a diminuării emisiilor de gaze de seră, ar putea fi afectate prețurile produselor energetice și, pe această cale, cele ale unor categorii considerabil mai largi de bunuri intermediare și finale. În schimb, automatizarea va continua să genereze câștiguri de productivitate. De asemenea, avansul comerțului *online* (care a resimțit un impuls suplimentar în perioada pandemiei) va conduce la o transparență mai mare a prețurilor, cu efect de creștere a concurenței și, posibil, de reducere a inflației. Această influență pozitivă ar putea fi însă atenuată/anulată de concentrarea pieței la nivelul unui număr limitat de jucători și de posibilitatea practicării de către aceștia a unor marje ale profitului considerabil ridicate.

4.2. Perspectivele inflației

După creșterea amplă înregistrată în prima jumătate a anului curent, pe fondul scumpirii combustibililor și energiei electrice, rata anuală a inflației IPC este anticipată a-și continua traiectoria ascendentă până la finalul anului, când va atinge 5,6 la sută,

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației



Sursa: INS, proiecție BNR

nivel situat cu 2,1 puncte procentuale peste limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei (Grafic 4.2). La această tendință este de așteptat să contribuie în principal unele componente exogene ale coșului de consum, în speță scumpirile preconizate ale gazelor naturale și energiei electrice, precum și dinamizarea prețurilor volatile ale alimentelor (LFO). Disiparea treptată a influențelor temporare nefavorabile acumulate la nivelul componentei bunurilor energetice – combustibili, energie electrică și gaze naturale – va avea ca efect o re poziționare a ratei anuale a inflației IPC pe o traiectorie descendentă în cursul anului viitor. Aceasta este proiectată să reintre în interiorul intervalului țintei în trimestrul III 2022 și să se mențină apoi la nivelul de 3,4 la sută atât în decembrie 2022, cât și la finele intervalului de prognoză, respectiv trimestrul II 2023 (Tabel 4.2). Contribuția la rata anuală a inflației IPC provenind din partea modificării impozitelor indirecte⁸¹ este estimată

la 0,3 puncte procentuale la sfârșitul anului 2021 și la 0,4 puncte procentuale la finele anului 2022.

⁸¹ Aceasta se referă la actualizarea accizei la benzină și motorină și a celei la tutun, care, conform legislației în vigoare, se realizează anual în ianuarie și, respectiv, aprilie.

Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

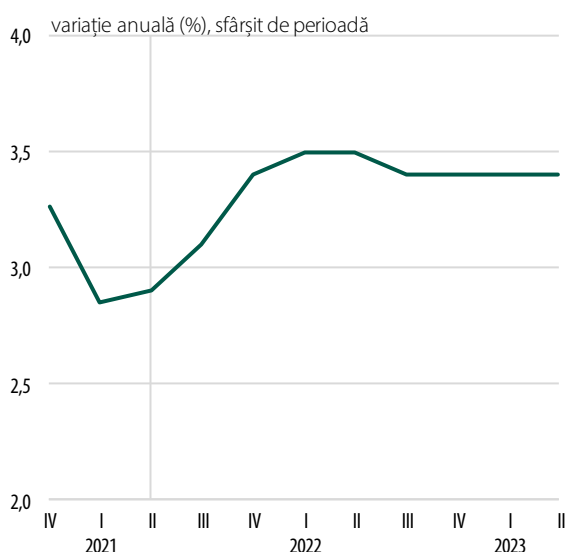
	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2021		2022				2023	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	5,3	5,6	4,7	4,2	3,4	3,4	3,2	3,4
Proiecție IPC*	5,0	5,3	4,5	4,0	3,0	3,0	2,8	3,0

*) calculat la taxe constante

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

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2021		2022				2023	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
CORE2 ajustat	3,1	3,4	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4

Grafic 4.3. Inflația anuală CORE2 ajustat



Sursa: INS, proiecție BNR

pe parcursul anului viitor provin din partea prețurilor bunurilor din import, sub impactul dinamizării celor externe⁸³, precum și a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt⁸⁴, alimentate de majorările recente ale prețurilor energiei (Grafic 4.3).

Față de *Raportul* din mai 2021, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sus, cu 0,6 puncte procentuale pentru finele anului curent și cu 0,4 puncte procentuale

La rândul său, rata medie anuală a inflației IPC se va înscrie pe o tendință crescătoare în prima jumătate a intervalului de prognoză, atingând un nivel maxim de 5 la sută în trimestrul II 2022, după care este proiectată în reducere până la valoarea de 3,3 la sută în trimestrul II 2023.

Comparativ cu *Raportul* din luna mai 2021, rata anuală a inflației IPC a fost revizuită în sens ascendent cu 1,5 puncte procentuale pentru sfârșitul anului curent, în principal pe seama creșterii accelerate a prețurilor bunurilor energetice, dar și a contribuției indicelui CORE2 ajustat și, într-o măsură mai redusă, a celei a prețurilor LFO. Revizuirea proiecției ratei inflației IPC cu 0,4 puncte procentuale pentru finele anului 2022 se datorează în principal revizuirii proiecției inflației CORE2 ajustat. La acest orizont, inflația componentei energetice se plasează doar marginal peste cuantumul proiectat în luna mai, respectiv cu 0,1 puncte procentuale. Reintrarea ratei anuale a inflației IPC în interiorul intervalului țintei este preconizată a se produce cu două trimestre mai târziu față de *Raportul* precedent (trimestrul III 2022, comparativ cu trimestrul I 2022).

După întreruperea pe parcursul trimestrului II 2021 a tendinței descendente consolidate la sfârșitul anului precedent și începutul celui curent, rata anuală a inflației de bază este proiectată în creștere până în decembrie 2021, când va atinge 3,4 la sută, ulterior menținându-se în apropierea acestui nivel până la orizontul prognozei (Tabel 4.3). Această evoluție are la bază manifestarea unor influențe persistente din partea factorilor fundamentali ai inflației de bază asociate acumulării treptate a presiunilor inflaționiste din partea cererii agregate⁸². În schimb, presiuni inflaționiste care se prefigurează la acest moment a fi de natură temporară și care ar urma să se tempereze

⁸² Pentru detalii, a se consulta Secțiunea 4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție.

⁸³ Cuantificată prin intermediul ratei inflației IAPC exclusiv energie din zona euro.

⁸⁴ Acestea sunt preconizate să rămână pe termen mediu ancorate în jumătatea superioară a intervalului țintei.

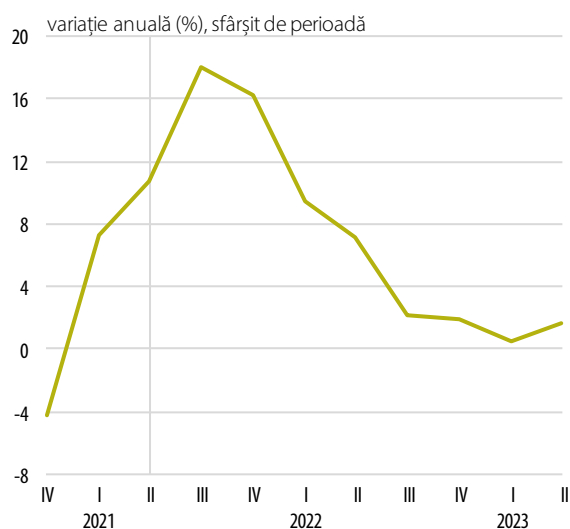
pentru sfârșitul anului viitor. Reevaluarea s-a produs pe fondul revizuirilor ascendente ale deviației PIB, ale anticipațiilor inflaționiste, precum și ale prețurilor bunurilor din import. Acestea din urmă sunt afectate atât pe segmentul bunurilor finale, cât și pe cel al materiilor prime, care au resimțit impactul unor dezechilibre formate între cererea crescută și oferta insuficientă pentru anumite categorii de produse pe parcursul trimestrului II 2021.

Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației*

	puncte procentuale	
	2021	2022
Bunuri energetice	2,7	0,3
Prețuri LFO	0,4	0,3
Prețuri administrate	0,2	0,2
CORE2 ajustat	2,1	2,1
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,2	0,4

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

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor bunurilor energetice



Sursa: INS, proiecție BNR

Nivelul prognozat al contribuției cumulate a componentelor de inflație aflate în afara sferei de influență a politicii monetare – prețurile bunurilor energetice, cele volatile ale alimentelor (LFO), cele administrate și cele ale produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC pentru sfârșitul anului curent a înregistrat o nouă corecție ascendentă (de 1,1 puncte procentuale, până la nivelul de 3,5 puncte procentuale), cu precădere pe seama componentei energetice. Pentru finele anului viitor valoarea anticipată (1,3 puncte procentuale) a fost doar ușor revizuită în sus, cu 0,1 puncte procentuale (Tabel 4.4).

Principalul determinant al saltului semnificativ înregistrat pe parcursul anului curent de dinamica componentelor de inflație aflate în afara sferei de influență a politicii monetare, de la o valoare aproximativ nulă în decembrie 2020, este reprezentat de grupa bunurilor energetice (combustibili, energie electrică și gaze naturale). Ritmul anual de creștere a componentei este previzionat a cunoaște o nouă dinamizare în a doua jumătate a anului curent⁸⁵, ulterior fiind proiectat a reintra pe o traiectorie descendentă, în contextul manifestării unor efecte de bază substanțiale. Valorile previzionate ale acestuia sunt de 16,3 la sută pentru finele anului curent și de 1,9 la sută pentru sfârșitul celui viitor (Grafic 4.4), fiind revizuite în sus față de *Raportul asupra inflației* precedent, mai semnificativ în decembrie 2021

(cu 6,4 puncte procentuale) și doar marginal în decembrie 2022 cu (0,4 puncte procentuale). Reevaluarea pentru sfârșitul anului curent are la bază o ajustare ascendentă atât a traiectoriei prețurilor combustibililor⁸⁶, cât și a celei aferente prețurilor energiei electrice și gazelor naturale, a căror evoluție a fost fundamentată

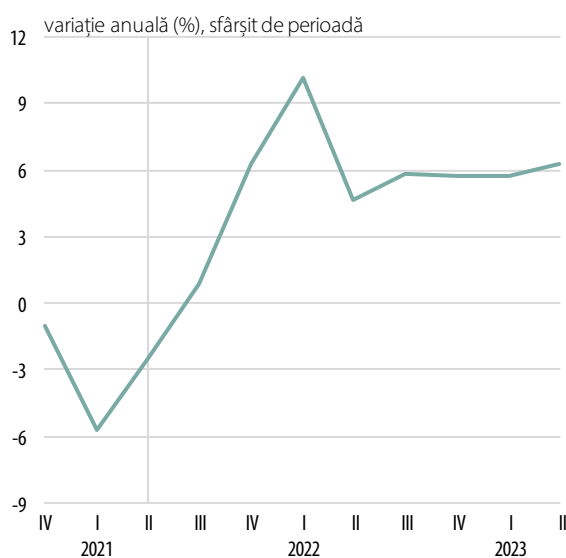
⁸⁵ Cu precădere pe fondul evoluției anticipate pentru prețurile gazelor naturale, a căror traiectorie este marcată de o majorare semnificativă prevăzută pentru luna iulie a anului curent, în cuantum de 20 la sută. Aceasta survine în contextul creșterii substanțiale în perioadele recente a cotațiilor pe piața *en gros* autohtonă, dar și pe cea europeană, generată de cererea ridicată de gaze naturale (pe fondul necesității refacerii stocurilor în Europa după o iarnă prelungită, cu temperaturi sub media sezonieră).

⁸⁶ Ca urmare a actualizării în sens ascendent a cotațiilor petrolului Brent, dar și a anticipațiilor inflaționiste ale agenților economici relativ mai ridicate.

pe baza celor mai recente informații disponibile vizând ajustarea tarifelor de către principalii furnizori de pe piață⁸⁷.

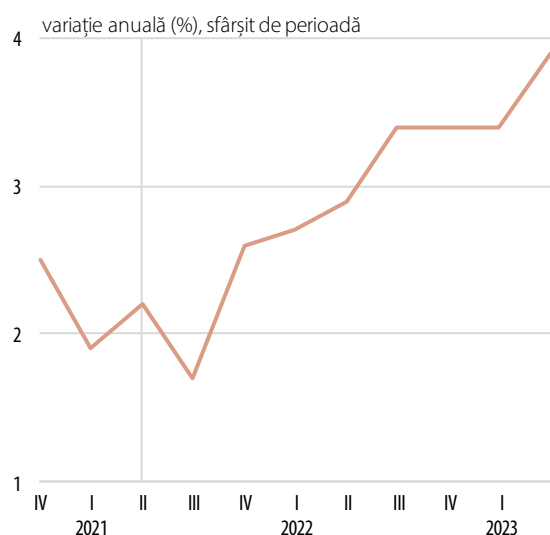
Dinamica anuală a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) este prevăzută a se poziționa la finele anilor 2021 și 2022 la nivelul de 6,3 la sută și, respectiv, de 5,7 la sută (Grafic 4.5). Comparativ cu prognoza anterioară, sunt anticipate evoluții mai nefavorabile pe termen scurt, pe fondul extinderii cererii pentru această categorie de produse, în contextul redeschiderii graduale a industriei ospitalității. În aceste condiții, dinamica anuală din decembrie 2021 a fost reevaluată în sus cu 3,4 puncte procentuale. În ambii ani ai proiecției traiectoria a fost fundamentată în ipoteza înregistrării unor producții agricole normale⁸⁸.

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor administrate



Sursa: INS, proiecție BNR

Traietoria prețurilor administrate prevede creșteri de 2,6 la sută și 3,4 la sută la sfârșitul anilor 2021 și 2022 (Grafic 4.6), valori apropiate de media multianuală. Doar valoarea pentru decembrie 2021 a fost revizuită în sens ușor descendent, cu 0,6 puncte procentuale, în contextul celor mai recente evoluții.

Dinamica anuală a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este prognozată la 3,1 la sută la finele anului curent și 4,5 la sută la sfârșitul anului viitor, traiectoria fiind fundamentată în principal pe baza majorărilor de acciză prevăzute în legislație, dar luând în considerare și comportamentul operatorilor din acest domeniu privind ajustarea prețului final. Față de proiecția precedentă, nivelul pentru decembrie 2021 a fost revizuit în sens descendent cu 1,8 puncte procentuale.

⁸⁷ Similar prețurilor gazelor naturale, și pentru cele la energie electrică este previzionată o ajustare ascendentă în luna iulie, în cuantum de circa 3 la sută, pe fondul creșterii cu aproximativ 6 la sută a tarifelor aferente serviciului universal. Proiecția precedentă prevedea o scădere a prețurilor cu 5 la sută în iulie, în condițiile reducerilor comerciale anticipate a fi oferite de furnizori (pe baza Ordinului ANRE nr. 5/2021), care însă nu s-au mai concretizat.

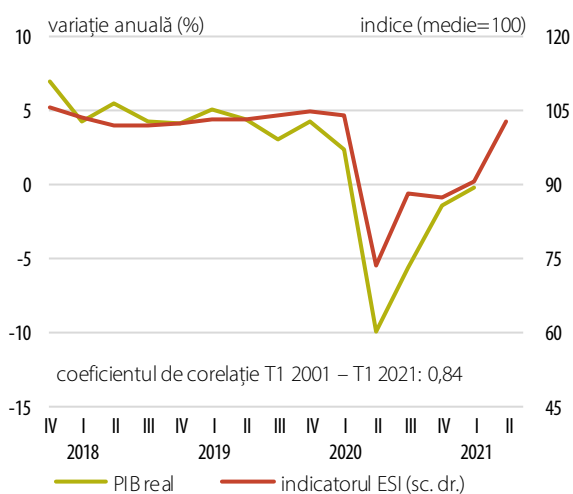
⁸⁸ Raportat la mediile multianuale calculate ale variabilei.

4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție⁸⁹

Deviația PIB

În pofida înăspririi restricțiilor de mobilitate în a doua jumătate a trimestrului I 2021, în corelație cu manifestarea celui de-al treilea val al pandemiei, PIB real a avut o dinamică pozitivă (+2,9 la sută în termeni trimestriali⁹⁰), depășind semnificativ atât așteptările formulate în cadrul *Raportului* precedent, cât și pe cele ale pieței. Această evoluție poate fi atribuită unei mai bune reziliențe decât se anticipa a sectoarelor neafectate direct de măsurile de distanțare socială, cum sunt industria, construcțiile și comerțul, precum și a ponderii importante a acestora în generarea valorii adăugate brute din economie. În structură, în raport cu ipotezele scenariului de bază anterior, s-au remarcat contribuția pozitivă mai ridicată din partea consumului individual, cea pozitivă din partea formării brute de capital fix (comparativ cu una cvasinulă), respectiv cea negativă, mai amplă, a exporturilor nete. Totodată, contribuția discrepanței statistice și a celei a variației stocurilor (pentru care evoluțiile istorice fac dificilă atribuirea unui conținut economic explicit) au înregistrat în continuare niveluri ridicate, sugerând afectarea calității datelor statistice de dificultățile create de criza pandemică și, prin urmare, posibilitatea unor revizuirii însemnate în viitor ale structurii PIB.

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



*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Pentru următoarele două trimestre (II și III 2021) se anticipează noi creșteri consistente⁹¹ ale PIB real, însă în decelerare graduală. În primele două luni ale trimestrului II, majoritatea indicatorilor conjuncturali, cum ar fi comerțul cu amănuntul, serviciile prestate populației și lucrările de construcții, au transmis semnale favorabile; o excepție notabilă a fost însă reprezentată de performanța producției industriale (care a suferit o scădere în luna mai, în structura indicatorului remarcându-se ramura fabricării autovehiculelor rutiere, pe fondul continuării crizei microcipurilor). Printre factorii care contribuie la avansul estimat al economiei din trimestrul II, într-un context marcat de ameliorarea semnificativă a situației medicale, se numără: (i) creșterea mobilității populației, pe fondul eliminării graduale a unui număr important de măsuri de distanțare socială începând cu a doua jumătate a lunii mai (cu impact preponderent asupra sectoarelor direct afectate,

precum HoReCa sau activitățile cultural-recreative), (ii) sporirea însemnată a încrederii în economia României (în luna aprilie fiind depășit pragul de referință de 100 de puncte pentru prima dată de la începutul pandemiei; Grafic 4.7) și a zonei euro, reflectată și în dinamizarea economiilor partenerilor comerciali și (iii) condițiile relativ

⁸⁹ 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.

⁹⁰ Comunicatul INS nr. 174/8 iulie 2021.

⁹¹ Dinamicile trimestriale prognozate sunt apreciate ca fiind consistente din perspectiva unei comparații cu media multianuală (egală cu 0,8 la sută, pentru perioada T2 1995 – T1 2021).

favorabile de pe piața muncii. Prognozele pe termen scurt continuă să fie suplimentate de monitorizarea unei suite extinse de indicatori cu frecvență ridicată⁹² corelați cu dinamica activității economice.

Și în trimestrul III, activitatea economică este preconizată a beneficia de pe seama unui nivel relativ redus al severității restricțiilor de mobilitate, suprapus continuării dinamizării economiilor partenerilor externi⁹³. În sens opus ar putea acționa restrângerea măsurilor de sprijin guvernamental aferente pieței muncii, dar și o eventuală reducere a încrederii agenților economici, pe seama extinderii numărului de infecții cu noua tulpină virală Delta în tot mai multe țări europene. Aceasta din urmă reprezintă un factor de risc la adresa activității economice, dat fiind progresul relativ lent al campaniei de vaccinare din România. Astfel, nu sunt excluse atât reconfigurarea unor noi restricții, cât și reducerea mobilității în mod voluntar în rândul populației.

După declinul de -3,9 la sută din anul 2020, PIB real este prognozat a avea o dinamică medie anuală cu valori pozitive substanțiale atât pentru 2021, cât și pentru anul următor. Pe lângă anticiparea unor ritmuri trimestriale însemnate în continuarea celui din trimestrul I, creșterea remarcabilă de pe parcursul anului curent reflectă, de asemenea: (i) un efect de reportare (engl. *carry-over*) important⁹⁴, exercitat de revigorarea alertă din a doua jumătate a anului trecut și (ii) un aport favorabil dat de tranziția prefigurată către un an normal din punct de vedere meteorologic, ce implică disiparea contribuției negative a agriculturii la dinamica PIB din anul precedent.

În structură, creșterea medie anuală a PIB este imprimată de cea a consumului gospodăriilor populației, la care se adaugă contribuția solidă a formării brute de capital fix (componentă care a manifestat reziliență încă de la debutul pandemiei), în timp ce aportul exporturilor nete reale este negativ, dar cu valori în curs de atenuare față de anul precedent. Comparativ cu perspectivele din *Raportul asupra inflației* publicat în luna mai 2021, de menționat este revizuirea în sus a prognozei privind activitatea economică pentru anul curent, în principal pe seama evoluției din primul trimestru, plasată substanțial peste așteptările formulate în runda anterioară. Actualizarea proiecției reflectă și un profil mai favorabil al redresării în ansamblu a economiilor partenerilor externi. Și în cadrul runde curente a fost inclus un scenariu de absorbție moderată (date fiind puținele informații disponibile în prezent) a fondurilor europene prin programul „Next Generation EU”, cu un impact de magnitudine cumulată similar runde anterioare pe ansamblul intervalului 2021-2022, dar asociat relativ mai mult anului următor.

Pe parcursul anului curent, dinamica PIB potențial este proiectată în accelerare notabilă, componenta având astfel un aport important la creșterea economică anuală.

⁹² Pentru a doua jumătate a trimestrului II 2021, semnale favorabile privind activitatea economică provin din partea unor indicatori precum: ROBOR la 3 luni, înmatriculările de noi societăți și PFA, stocul creditelor acordate sectorului privat, OAS, indicele Sentix, traficul rutier din București și indicii de mobilitate Google.

⁹³ În cadrul setului extins de indicatori cu frecvență ridicată monitorizați, în prima lună a trimestrului III, semnale favorabile provin în principal din partea indicelui Sentix, ROBOR la 3 luni, a zborurilor internaționale și a indicelui de severitate a restricțiilor.

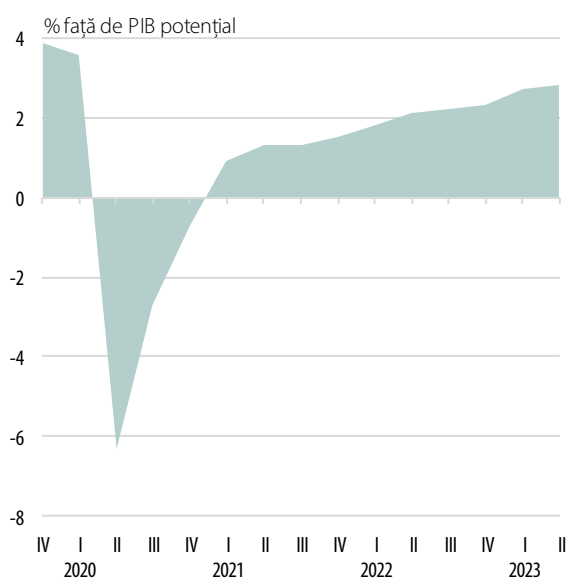
⁹⁴ Cuantificat la 2,8 puncte procentuale. Pentru referințe metodologice, a se consulta Caseta „Impactul efectului de tip *carry-over* asupra ratei medii anuale de creștere a PIB real” din *Raportul asupra inflației*, ediția din august 2013.

Evaluarea încorporează importante efecte de bază ca urmare a disipării șocurilor adverse induse de izbucnirea crizei pandemice. Ulterior, evoluția PIB potențial va cunoaște o anumită temperare, însă își va prezerva ritmuri anuale apreciabile, ce reflectă contribuții robuste din partea determinantilor analitici (preponderent cele aferente stocului de capital și productivității totale a factorilor – TFP). Comparativ cu *Raportul asupra inflației* anterior, ritmul anual proiectat al PIB potențial a fost reevaluat în sens ascendent, cu precădere pe parcursul anului curent, în corelație cu revizuirea creșterii economice. Acumularea stocului de capital este susținută de traiectoria ascendentă a investițiilor, reziliența acestora, manifestată încă de la începutul crizei pandemice, fiind anticipată a persista, inclusiv din utilizarea unor fonduri suplimentare (impactul benefic având o relevanță pe o perioadă de mai mulți ani) alocate prin intermediul programului „Next Generation EU”. După o ușoară deteriorare pe parcursul anului trecut, contribuția în curs de îmbunătățire a forței de muncă surprinde tendințele favorabile ale ratei de activitate și ale numărului mediu de ore lucrate pe angajat, coroborate cu o stabilizare în perspectivă a ratei șomajului. Aportul trendului TFP⁹⁵ este susținut de câștiguri de eficiență, ce reflectă eforturile firmelor de adaptare a strategiei de afaceri prin accelerarea digitalizării și automatizarea proceselor operaționale⁹⁶. Totuși, există posibilitatea ca pandemia COVID-19 să conducă la modificări structurale persistente. Impactul economic al crizei a variat substanțial la nivelul diverselor sectoare, cele bazate pe interacțiune fizică,

cum ar fi HoReCa, cunoscând scăderi deosebit accentuate ale producției. Dacă această divergență a evoluțiilor sectoriale persistă, este posibil ca eforturile asociate realocării sectoriale ale factorilor de producție să exercite un impact inclusiv asupra laturii ofertei din economie.

Ritmul alert al PIB din ultimele două trimestre ale anului 2020, succedat de cel neașteptat de ridicat din trimestrul I 2021, sugerează o resorbire completă a *gap*-ului negativ al PIB încă de la începutul acestui an⁹⁷ (Grafic 4.8), în devans cu două trimestre față de evaluarea din precedentul *Raport asupra inflației*. Ulterior, indicatorul se menține pe o pantă doar ușor ascendentă, atingând la orizontul proiecției valoarea de 2,8 la sută. Această traiectorie a *gap*-ului PIB este corelată cu: (i) progresul lent al campaniei de vaccinare și cu (ii) proporția însemnată a PIB potențial în determinarea creșterii economice viitoare,

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

⁹⁵ Pe termen mai lung, dinamica evidențiază efecte adverse persistente ale economiei asociate cadrului de reglementare sau calității infrastructurii (cu efecte inclusiv asupra mobilității forței de muncă). Evidențe în acest sens sunt aduse de clasamentul *Ease of Doing Business* al Băncii Mondiale, Raportul *Global Competitiveness Index* al World Economic Forum sau analiza *European Innovation Scoreboard* a Comisiei Europene (ce clasează România în categoria inovatorilor emergenți, cu un nivel de performanță sub 70 la sută relativ la media UE).

⁹⁶ Aprecieri conexe pe baza unor Rapoarte precum *Will Productivity and Growth Return after the COVID-19 Crisis?* al Institutului Global McKinsey sau Raportul *Impacts of the COVID-19 Pandemic on EU Industries* al Comisiei Europene.

⁹⁷ Deviațiile componentelor PIB sunt, de asemenea, evaluate a intra în teritoriul pozitiv în prima parte a anului curent. De menționat sunt poziționările în teritoriul pozitiv, încă de pe parcursul anului trecut, ale deviațiilor aferente FBCF și consumului public, singurele componente ale PIB cu traiectorii reziliante în decursul anului 2020. Din perspectiva componentelor cererii agregate, pe întregul interval de prognoză traiectoria deviației PIB este imprimată de cea a cererii interne, în timp ce exporturile nete exercită o contribuție ușor negativă.

ca urmare a traseului favorabil al investițiilor, intensificate inclusiv prin intermediul suprapunerii absorbției de fonduri europene din multiple surse⁹⁸. La profilul gradual al *gap*-ului PIB intern contribuie și traiectoria celui al partenerilor comerciali externi, acesta fiind evaluat a rămâne negativ o perioadă mai lungă de timp comparativ cu cel aferent economiei românești. Conduita politicii monetare acționează în sens stimulat (cu efecte persistente pe tot intervalul de prognoză), în timp ce impactul din partea politicii fiscale și a celei de venituri este proiectat a deveni restrictiv începând din acest an, pe fondul debutului corecției fiscale.

Comparativ cu *Raportul asupra inflației* publicat în luna mai, *gap*-ul PIB a fost revizuit ascendent pe întregul interval de prognoză, ecartul fiind vizibil cu precădere în prima parte a acestuia, în timp ce pe termen mediu magnitudinea revizuirilor tinde să fie mai redusă. Reconfigurarea indicatorului, ce își va conserva, în pofida așteptărilor privind redresarea în ritm apreciabil a economiei, un profil doar moderat crescător pe termen mediu, reflectă: (i) efectele statistice persistente asociate creșterii neașteptat de rapide a economiei în primul trimestru al anului curent și (ii) dispărerea mai rapidă, în raport cu evaluarea anterioară, a deficitului de cerere agregată aferent partenerilor externi; contribuțiile celor doi factori menționați sunt parțial contrabalansate de (iii) impactul ceva mai puțin stimulat din partea setului condițiilor monetare reale pe cvasitotalitatea intervalului de interes⁹⁹. Față de *Raportul* anterior, caracterul contraciclic al conduitei discreționare a politicii fiscale este estimat a fi mai atenuat pe parcursul anului curent și, respectiv, ușor mai accentuat pe termen mediu.

Componentele cererii agregate

Ulterior contracției înregistrate în anul 2020 sub impactul crizei pandemice, consumul final este anticipat a înregistra o creștere robustă, beneficiind de o contribuție determinantă din partea componentei de consum individual al gospodăriilor populației. Aceasta din urmă este prevăzută a înregistra creșteri semnificative atât în 2021, cât și în 2022, reflectând dinamica venitului disponibil¹⁰⁰, cu aport consistent din partea componentei salariilor, pe fondul condițiilor relativ favorabile de pe piața muncii, cele mai recente sondaje¹⁰¹ indicând o creștere a cererii de forță de muncă în marile sectoare economice. Revenirea consumului privat ar putea fi susținută și de o potențială majorare a înclinației spre consum, ca urmare a unui efect de cerere amânată, pe fondul mobilizării într-o anumită măsură a unor resurse financiare de natura economisirilor acumulate de la începutul crizei pandemice.

Formarea brută de capital fix este proiectată a avea noi contribuții solide la creșterea PIB de pe parcursul intervalului de prognoză. Evoluția componentei este impulsionată de contextul dinamic din sectorul construcțiilor și al achizițiilor de echipamente (cu

⁹⁸ Cadru financiar multianual 2021-2027, programul „Next Generation EU” (2021-2026), prelungirea absorbției în cadrul financiar multianual 2014-2020.

⁹⁹ În principal pe seama diferențialului mai ridicat de inflație dintre România și partenerii comerciali, implicit, al efectului inhibitor al acestuia asupra deviației de la trend a cursului real efectiv al leului. Aceasta din urmă se răsfrânge asupra competitivității prin preț a produselor românești. Pentru mai multe detalii, a se consulta Secțiunea „Condițiile monetare în sens larg”.

¹⁰⁰ Pentru intervalul 2021-2023, evoluția venitului disponibil (proiectată în accelerare în prima parte, urmată de o ușoară atenuare pe termen mediu) este totuși grevată de decelerarea dinamicii anuale a transferurilor bugetare, pe fondul planurilor de consolidare fiscală ale guvernului.

¹⁰¹ DG-ECFIN, Comisia Europeană.

rol de re tehnologizare, ca răspuns inclusiv la cerințele generate de declanșarea pandemiei). Pe termen mediu și lung, perspectivele favorabile sunt legate și de conduita autorităților în privința cheltuielilor publice destinate investițiilor, inclusiv a celor care au ca surse de finanțare fonduri europene¹⁰², anticipate a avea un aport suplimentar benefic. Mai mult, un factor adițional la contribuția importantă a FBCF la creșterea economică îl constituie redresarea anticipată, deja relativ rapidă în prima parte a anului curent, a fluxurilor de investiții străine directe. Cu toate acestea, creșterile prețurilor materialelor de construcții și ale tarifelor la serviciile de transport sunt de natură a crea unele incertitudini cu privire la traiectoria investițiilor, inclusiv pe fondul necorelării în perspectivă a pregătirii forței de muncă disponibile cu cerințele angajatorilor, în condițiile unei oferte reduse de forță de muncă calificată.

Fluxurile de importuri și exporturi sunt proiectate în creștere pe parcursul intervalului de prognoză. Dinamica alertă din anul 2021 reflectă inclusiv un efect de bază asociat comprimării drastice în anul 2020 a comerțului internațional, pe fondul perturbării funcționării rețelelor globale de producție și distribuție, în contextul măsurilor de protecție adoptate în manieră sincronizată de majoritatea economiilor.

Exporturile de bunuri și servicii beneficiază, în continuare, de perspectivele favorabile privind redresarea cererii externe efective (în acest sens, date semnal aferente trimestrului II 2021 fiind comunicate la sfârșitul lunii iulie a.c. de către Eurostat), în timp ce cursul de schimb real efectiv este proiectat a avea efecte ușor restrictive asupra competitivității prin preț a produselor românești. Un aport suplimentar favorabil este anticipat a fi exercitat și de atragerea de fonduri europene (în particular, prin intermediul programului „Next Generation EU” – NGEU), de care pot beneficia inclusiv firmele exportatoare în vederea creșterii productivității. Pe termen mai lung, un efect inhibitor este generat de caracteristicile structurale trenante ale economiei (de exemplu, recuperarea lentă a decalajelor privind infrastructura).

Importurile de bunuri și servicii sunt anticipate a înregistra ritmuri anuale de creștere ridicate, având în vedere și efectul de antrenare din partea componentelor cererii agregate și, respectiv, a exporturilor, în condițiile în care numeroase sectoare exportatoare din economie utilizează pe scară largă bunuri intermediare din import. Astfel, contribuția din partea exportului net de bunuri și servicii la creșterea medie anuală a PIB este negativă, anticipată însă la valori în curs de atenuare comparativ cu anul anterior.

Deficitul contului curent și-a continuat deteriorarea, acesta deschizându-se semnificativ după primele cinci luni ale anului 2021 raportat la aceeași perioadă a anului precedent. La finele anului curent, acesta este anticipat a se amplifica, de la 5,2 la sută din PIB în 2020, la valori peste nivelul de 6 la sută din PIB. Deteriorarea proiectată a poziției externe este explicată și de reevaluarea poziției ciclice a economiei, cu un excedent al cererii agregate evaluat a predomina încă din prima parte a anului curent. Influențe favorabile provin din partea transferurilor curente de la UE. Pe termen mediu, dezechilibrul extern este anticipat a se corecta doar gradual ca pondere în PIB,

¹⁰² Acestea sunt prevăzute a fi alocate în principal prin intermediul Cadrului financiar multianual 2021-2027 și al programului NGEU.

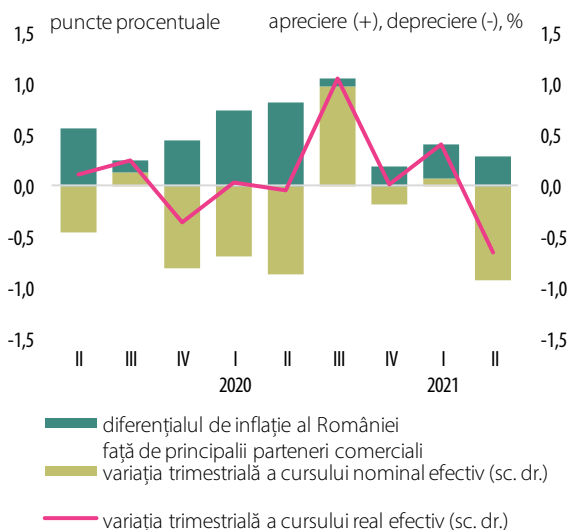
rămânând la valori plasate peste 5 la sută. Finanțarea deficitului de cont curent se prefigurează a rămâne doar parțial asigurată prin fluxuri stabile, non-generatoare de datorie externă, pe întregul interval al proiecției. Implementarea unor proiecte de investiții prin instrumentul de redresare NGEU creează premisele unui climat investițional mai favorabil, care ar putea să se reflecte și în evoluția volumului investițiilor directe. În același timp, implicit transferurile de capital beneficiază de condiții favorabile, pe fondul suprapunerii atragerii de fonduri europene din mai multe surse: cadrele financiare multianuale (2014-2020 și 2021-2027) și, respectiv, programul de redresare economică NGEU.

Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul cumulat asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor în lei și în valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebankari și al evoluției cursului de schimb real efectiv¹⁰³ al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici¹⁰⁴.

Scenariul de bază al proiecției prevede plasarea la valori stimulative a efectului condițiilor monetare reale în sens larg asupra activității economice, de o amplitudine ușor superioară celei din *Raportul* anterior pentru anul curent, iar ulterior, inferioară.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

În structură, ratele reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și la depozitele noi la termen sunt anticipate a avea un impact stimulat pe parcursul intervalului de proiecție. Componenta aferentă efectului cursului de schimb real efectiv (Grafic 4.9) este estimată a exercita, prin intermediul canalului exporturilor nete, o contribuție cvasineutră în prima jumătate a anului curent. Ulterior, impactul este anticipat a fi ușor restrictiv, pe fondul aprecierii reale a monedei naționale, în contextul unei inflații interne mai mari față de cea a partenerilor comerciali.

Aportul efectului de avuție și de bilanț la setul de condiții monetare reale în sens larg este estimat a se menține stimulat pe parcursul întregului interval de prognoză. În structură, impactul favorabil provine din partea ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni), pe fondul caracterului amplu acomodativ, dar și persistent, al politicii monetare a BCE, în timp

ce variația deviației cursului de schimb real efectiv al leului este anticipată a avea un impact cvasineutral, iar prima de risc suveran contribuie în sens ușor restrictiv.

¹⁰³ 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.

¹⁰⁴ Relevanța acestui canal a cunoscut o diminuare treptată în perioadele recente, dată fiind reducerea ponderii creditelor denominate în valută în totalul stocului de credite acordate sectorului privat, în condițiile creșterii superioare a fluxurilor denominate în lei față de cele în valută.

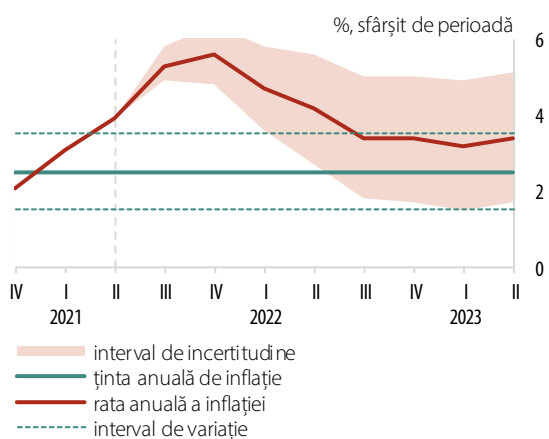
Dinamica anticipată a primei de risc suveran are loc în contextul fluctuațiilor aversiunii la risc a investitorilor față de piețele emergente, fiind susceptibile îndeosebi cele caracterizate de dezechilibre macroeconomice acumulate anterior declanșării actualei crize, acestea fiind amplificate de situația pandemică.

În contextul particular al persistenței crizei de sănătate, conduita politicii monetare a BNR a fost configurată într-o manieră prudentă, în vederea menținerii stabilității prețurilor pe termen mediu, într-un mod care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile în contextul procesului de consolidare fiscală, și în condiții de protejare a stabilității financiare.

4.4. Riscuri asociate proiecției

În actuala conjunctură, incertitudinile legate de evoluția viitoare a situației sanitare au recăpătat o pregnanță sporită. Varianta Delta a virusului SARS-CoV-2 a devenit tulpină dominantă în mai multe țări, nefiind exclus ca numărul de infectări să escaladeze și în România, dată fiind dinamica extrem de lentă a procesului de imunizare a populației. O agravare a situației sanitare ar putea induce o reducere voluntară a mobilității, ce s-ar repercuta asupra cererii pentru serviciile ce implică un grad ridicat de interacțiune umană.

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



Notă: Intervalul de incertitudine este calculat pe baza erorilor de prognoză ale ratei anuale a inflației IPC din proiecțiile BNR din perioada 2005-2020. Magnitudinea erorilor de prognoză este pozitiv corelată cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este apreciată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la valorile proiectate în scenariul de bază, cu precădere pe orizontul scurt de timp. Surse apreciable de riscuri sunt localizate în mediul intern, pe fondul magnitudinii incerte a majorării prețurilor la energie electrică și gaze naturale, dar și al necunoscutelor asociate strategiei de consolidare fiscală și configurației pieței muncii. Riscuri provin și din evoluția viitoare a activității economice de pe plan global și cea a cotațiilor materiilor prime pe piețele internaționale (Grafic 4.10).

Incertitudini ridicate continuă să fie induse de conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, date fiind necunoscutele privind amploarea, viteza și structura consolidării bugetare. În vederea atingerii țintelor asumate de autorități¹⁰⁵ și, în același timp, luând în considerare recomandările emise

recent de instituțiile europene în contextul procedurii de deficit excesiv, nu este exclusă implementarea unor noi măsuri corective. Astfel, impactul net asupra ratei anuale a inflației ar urma să fie strict condiționat de natura acestor măsuri, fiind imposibil de anticipat la acest moment. Pe termen scurt, o sursă relevantă de incertitudini o reprezintă proxima rectificare bugetară.

¹⁰⁵ Privind reducerea graduală a deficitului bugetar SEC și plasarea acestuia sub pragul de 3 la sută din PIB la orizontul anului 2024, în linie cu traiectoria redată în Programul de convergență 2021-2024.

Deși pe piața muncii evoluțiile sunt mai favorabile decât cele anticipate anterior, cele mai importante surse de riscuri decurg din evoluția sectoarelor cele mai afectate de pandemie (spre exemplu, HoReCa). Pe fundalul sistării măsurilor de sprijin guvernamental și al scumpirii unor materii prime, costurile suplimentare (de producție sau cele generate de asigurarea unei protecții sanitare corespunzătoare) s-ar putea transfera asupra prețurilor finale suportate de consumatori, transmisie facilitată de recenta schimbare a regimului de funcționare a economiei, respectiv înregistrarea unei cereri excedentare. Totodată, în eventualitatea prelungirii crizei pandemice și a persistenței dispersiei sectoriale, fricțiunile asociate realocării forței de muncă și a capitalului între diferite sectoare ar putea exercita un impact și asupra dinamicii PIB potențial al economiei. Pe termen mediu, inclusiv în contextul multiplelor proiecte de investiții anunțate prin Planul Național de Redresare și Reziliență, s-ar putea materializa și un risc de necorelare între pregătirea forței de muncă și cerințele angajatorilor, cu potențial de a conduce la presiuni salariale suplimentare, cu impact persistent asupra ratei anuale a inflației.

Noi puseuri inflaționiste ar putea proveni din partea prețurilor energiei electrice și ale gazelor naturale, ținând cont inclusiv de presiunile asupra costurilor operatorilor de pe aceste piețe generate de tranziția către energia verde și eficiența energetică. Aceste riscuri se pot materializa chiar pe termen scurt, în condițiile în care cotațiile la termen ale produselor energetice pe piețele internaționale indică posibilitatea înregistrării unor prețuri ridicate odată cu venirea sezonului rece, inclusiv ca urmare a creșterii cererii pe fondul redresării economiei globale, a unor achiziții majore de gaze naturale ale unor țări în scop de stocare, precum și a procesului de eficientizare verde.

Un risc recent conturat în actuala rundă de proiecție se referă la posibile majorări ale tarifelor de telefonie mobilă. După anunțul unuia dintre principalii furnizori de astfel de servicii cu privire la actualizarea politicii de prețuri în cazul anumitor abonamente pe fondul creșterii performanței și a capacității rețelei, nu este exclus ca și alți furnizori să adopte un comportament similar, putând conduce, astfel, la presiuni inflaționiste suplimentare.

Pe plan extern, incertitudini ridicate au ca sursă parcursul viitor al pandemiei. Reinflamarea crizei de sănătate publică, inclusiv pe fondul trenării campaniilor de imunizare, are potențialul de a induce noi bariere comerciale și un transfer tehnologic mai redus în economiile mai puțin dezvoltate. În același timp, mixul de politici economice rămâne incert în condițiile eforturilor de redresare economică și al acumulării presiunilor inflaționiste.

În schimb, perspective favorabile provin din partea pachetelor de stimuli, atât la nivel european, cât și al economiei SUA, cu potențial de a propulsa o revenire economică relativ alertă. În cazul economiei românești, riscuri decurg din desfășurarea programului de redresare economică „Next Generation EU” și din configurația finală a Planului validat de oficialitățile europene. Eventuale dificultăți în atingerea țintelor asumate de autorități ar putea fi induse de sincope la nivelul capacității instituționale de gestionare și implementare a proiectelor de investiții, incertitudini suplimentare fiind alimentate inclusiv de operaționalizarea probabilă a Planului Național de Redresare și Reziliență

abia în ultima parte a anului curent. Totuși, nu este exclusă, fiind chiar de dorit, o absorbție relativ rapidă a acestor fonduri.

Cotațiile viitoare ale materiilor prime continuă să reprezinte o sursă apreciabilă de incertitudini pe fondul tendinței sincronizate de majorare a acestora, cu potențial de a afecta anticipațiile inflaționiste pe termen mediu, inclusiv pe fondul unei eventuale transmisii mai rapide a modificării cotațiilor materiilor prime în dinamica prețurilor finale, favorizată, de exemplu, de reconstituirea de către operatorii economici a unor marje de profit diminuate în perioada pandemiei. În plus, presiuni inflaționiste suplimentare decurg dintr-o posibilă exacerbare a sincopelor în lanțurile globale de producție și distribuție (spre exemplu, în cazul materiilor prime de construcții sau al microcipurilor). Prețurile materiilor prime agroalimentare sunt de asemenea supuse unor incertitudini ridicate pe seama fluctuațiilor meteorologice, cele cu potențial inflaționist fiind temperate de perspectivele privind o recoltă favorabilă în 2021. În schimb, presiuni inflaționiste suplimentare ar putea surveni pe segmentul prețurilor cărnii de porc, în contextul unei posibile recrudescențe a focarelor de pestă porcină africană.

Din perspectiva cotațiilor internaționale ale produselor energetice, riscuri sunt asociate evoluției viitoare a prețului petrolului Brent în special pe fondul volatilității ridicate a acestuia și în corelație directă cu evoluția crizei pandemice. Nu sunt excluse evoluții în ambele sensuri, noi puseuri inflaționiste putând avea ca sursă factori de cerere, în contextul redresării economice (parțial temperate de cele mai recente decizii ale OPEC+ privind normalizarea producției), în timp ce presiuni dezinflaționiste ar putea fi asociate reinflamării crizei pandemice și a reducerii mobilității odată cu aceasta.

Abrevieri

ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în Domeniul Energiei
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
CE	Comisia Europeană
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FAO	Organizația Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură
FBCF	formarea brută de capital fix
FC	Fondul de coeziune
FEADR	Fondul european agricol pentru dezvoltare rurală
FEDR	Fondul european de dezvoltare regională
FEPAM	Fondul european pentru pescuit și afaceri maritime
FMI	Fondul Monetar Internațional
FSE	Fondul social european
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IRCC	indicele de referință pentru creditele consumatorilor
LFO	legume, fructe, ouă
MF	Ministerul Finanțelor
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TFP	productivitatea totală a factorilor de producție
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
3M	3 luni
6M	6 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

Lista tabelelor din text

Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	40
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	42
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	46
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației în scenariul de bază	51
Tabel 4.3	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază	51
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	52

Lista graficelor din text

	Prognoza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	14
Grafic 1.2	Materiile prime pe piețele internaționale	15
Grafic 1.3	Prețul carburanților	15
Grafic 1.4	Componentele inflației de bază CORE2 ajustat	16
Grafic 1.5	Anticipații privind evoluția prețurilor	16
Grafic 1.6	IAPC mediu anual	17
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	18
Grafic 2.2	Sectoare economice	19
Grafic 2.3	Activitatea comercială și servicii pentru populație	19
Grafic 2.4	Investiții	20
Grafic 2.5	Indicii ale perspectivei pe termen scurt în investiții	21
Grafic 2.6	Investiții directe și absorbția de fonduri europene pentru investiții	22
Grafic 2.7	Exporturi	23
Grafic 2.8	Importuri	23
Grafic 2.9	Contul curent și principalele modificări în structură (5 luni 2021)	23
Grafic 2.10	Productivitatea muncii	24
Grafic 2.11	Indicii ale perspectivei în industria prelucrătoare	24
Grafic 2.12	Câștigul salarial nominal brut	25
Grafic 2.13	Efectivul salariaților din economie	26
Grafic 2.14	Așteptările operatorilor economici privind numărul de salariați în următoarele 3 luni	27
Grafic 2.15	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	28
Grafic 2.16	Prețurile producției industriale pentru piața internă	29
Grafic 2.17	Prețurile producției agricole	30
Grafic 2.18	Costurile unitare cu forța de muncă	30
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	32
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	37

Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	38
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	39
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	40
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	41
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	42
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	43
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	44
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	46
Caseta		
Grafic A	Rata anuală a inflației IAPC/IPC în zona euro/SUA	47
Grafic B	Rata anuală a inflației IPC în economii emergente din regiune	47
Grafic C	Evoluția prețurilor materiilor prime	48
Grafic D	Evoluția tarifelor transportului naval	48
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației	50
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat	51
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor bunurilor energetice	52
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor LFO	53
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor administrate	53
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	54
Grafic 4.8	Deviația PIB	56
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	59
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	60

