

BANCA  
NAȚIONALĂ  
A ROMÂNIEI

# Raport asupra inflației mai 2021

Anul XVII, nr. 64

# Raport asupra inflației

## Mai 2021

## **NOTE**

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

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

Toate drepturile rezervate.

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

# Cuvânt înainte

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

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

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

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

*Raportul asupra inflației* a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 12 mai 2021, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 7 mai 2021.

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



# Cuprins

Sinteză	7
<hr/>	
1. Evoluția inflației	14
<hr/>	
Casetă. Rigiditatea prețurilor în România: evidențe pe baza datelor microeconomice	17
2. Evoluții ale activității economice	26
<hr/>	
1. Cererea și oferta	26
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	36
2.1. Prețurile de import	36
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	38
3. Politica monetară și evoluții financiare	40
<hr/>	
1. Politica monetară	40
2. Piețe financiare și evoluții monetare	43
2.1. Ratele dobânzilor	43
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	46
2.3. Moneda și creditul	48
4. Perspectivele inflației	51
<hr/>	
Scenariul de bază	51
4.1. Ipoteze externe	51
4.2. Perspectivele inflației	53
4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	57
4.4. Riscuri asociate proiecției	63
Abrevieri	67
Lista tabelor din text	68
Lista graficelor din text	68



# Sinteză

## Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC s-a majorat considerabil în trimestrul I 2021 – cu 0,99 puncte procentuale, până la 3,05 la sută –, apropiindu-se de limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei. Saltul de dinamică a fost imprimat de componenta energetică a coșului de consum, în contextul liberalizării pieței de electricitate pentru consumatorii casnici începând cu 1 ianuarie, respectiv al accentuării pantei ascendente a cotațiilor țiteiului. În schimb, rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat și-a continuat declinul în primele trei luni ale anului 2021, cu o corecție de 0,4 puncte procentuale în intervalul decembrie 2020 – martie 2021, respectiv până la 2,8 la sută. Comparativ cu ediția anterioară a *Raportului asupra inflației*, rata anuală a inflației IPC în luna martie s-a plasat cu 0,11 puncte procentuale peste nivelul prognozat, în timp ce indicele inflației de bază CORE2 ajustat a confirmat valoarea proiectată. Rata medie anuală a inflației IPC s-a stabilizat în jurul valorii de 2,6 la sută pe parcursul trimestrului I, în timp ce inflația medie anuală calculată pe baza indicelui armonizat (IAPC) s-a redus cu 0,2 puncte procentuale față de decembrie 2020, până la 2,1 la sută în luna martie. Cu toate acestea, România rămâne printre statele membre ale UE cu cel mai ridicat nivel al inflației medii IAPC.

Inflația de bază CORE2 ajustat a continuat să scadă într-un ritm relativ alert în primele trei luni ale anului, peste jumătate din reducere datorându-se unui efect statistic manifestat la nivelul componentei alimentare. Pe latura factorilor fundamentali, deficitul de cerere agregată din economie și atenuarea ritmului de depreciere a monedei naționale față de euro au continuat să exercite influențe dezinflaționiste, în timp ce pe filiera costurilor a persistat acumularea de presiuni. În structură, subcomponentele indicelui CORE2 ajustat au manifestat tendințe divergente. Astfel, segmentul serviciilor de piață, care presupun interacțiune fizică mai îndelungată, a rămas cel mai afectat de restricțiile de mobilitate, componenta înregistrând decelerări de ritm mai ample în cursul trimestrului I. În ceea ce privește componenta alimentară, evoluția nefavorabilă a cererii din partea industriei ospitalității și, într-o măsură mai redusă, a celei de pe segmentul de *retail* au favorizat, de asemenea, o tendință dezinflaționistă la nivelul acestei grupe, însă mai moderată ca intensitate. Redistribuirea unei părți a veniturilor populației – care nu a putut fi cheltuită pentru achiziția de servicii –, către procurarea de bunuri durabile și semidurabile, a contribuit la o dinamică robustă a vânzărilor, având ca efect presiuni inflaționiste în ușoară creștere pe segmentul bunurilor nealimentare.

Rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă a cunoscut o atenuare în a doua jumătate a anului 2020, însă a rămas consistentă (circa 10 la sută pe ansamblul semestrului II 2020, față de aproximativ 12 la sută în trimestrul II), cu valori peste media pe economie în sectoarele ce implică interacțiune umană. Indicatorul ajustat pentru impactul asociat recurgerii firmelor la măsurile de sprijin



guvernamental a consemnat o dinamică mai moderată, de aproximativ 8 la sută. La nivelul industriei, rata anuală de creștere a costurilor salariale unitare s-a poziționat în jurul valorii de 3 la sută în intervalul august 2020 – februarie 2021, însă în structură peisajul a rămas mixt. Unele domenii au continuat să înregistreze câștiguri în planul productivității (metalurgia, construcțiile metalice), în timp ce industria auto și ramurile conexe au consemnat înrăutățiri ale ritmului costurilor salariale unitare în primele luni ale anului 2021. În ceea ce privește ramurile relevante pentru coșul de consum, ratele anuale de creștere a ULC s-au menținut ridicate la începutul anului 2021, plasându-se la peste 15 la sută în industria ușoară și cea farmaceutică, valori ceva mai moderate fiind înregistrate în industria alimentară și cea a mobilei (circa 6 la sută).

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

În perioada recentă, conduita politicii monetare a fost calibrată din perspectiva menținerii stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei staționare de inflație de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, într-o manieră de natură să susțină redresarea activității economice în contextul procesului de consolidare fiscală, și în condiții de protejare a stabilității financiare.

În ședința din 15 martie 2021, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,25 la sută pe an, a ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit la 0,75 la sută pe an și a ratei dobânzii aferente facilității de creditare (*Lombard*) la 1,75 la sută pe an. Totodată, rata RMO pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost menținute la 8 la sută și, respectiv, 5 la sută.

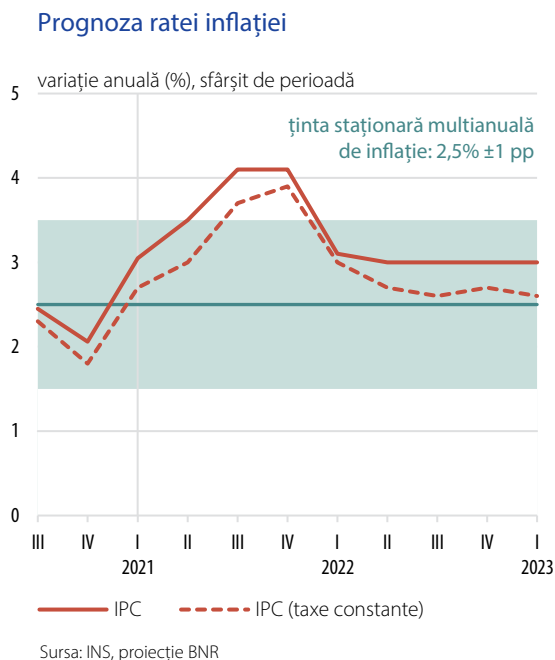
Deciziile au fost adoptate în condițiile în care rata anuală a inflației a crescut în ianuarie 2021 la 2,99 la sută, de la 2,06 la sută în decembrie 2020, și la 3,16 la sută în februarie, mult peste nivelul anticipat anterior, sub impactul tranzitoriu al liberalizării pieței energiei electrice pentru consumatorii casnici și ca efect al scumpirii combustibililor, impulsionată de creșterea cotației țițeiului. În schimb, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să descrească lent în acest interval, coborând în ianuarie și rămânând în februarie la 3,1 la sută, de la 3,3 la sută în decembrie 2020, în principal pe seama efectelor de bază dezinflaționiste asociate evoluției prețurilor unor produse alimentare procesate, precum și pe fondul influențelor modeste ale deficitului de cerere agregată. Totodată, rata anuală a inflației CORE2 ajustat din luna februarie a confirmat nivelul din proiecția anterioară.

Noua prognoză pe termen mediu evidențiază o modificare de *pattern* al inflației viitoare, în condițiile în care traiectoria actualizată a acesteia a fost revizuită semnificativ în sens ascendent pe termen scurt și într-o mai mică măsură pe orizontul de timp mediu. Astfel, rata anuală a inflației IPC era așteptată să crească treptat pe parcursul anului 2021, până în proximitatea limitei de sus a intervalului țintei, sub impactul șocurilor pe partea ofertei, pentru ca după o amplă corecție descendentă în debutul anului viitor, să urce din nou și să rămână ușor deasupra punctului central al țintei, pe fondul redeschiderii mai devreme a deviației pozitive a PIB și, respectiv, al creșterii ulterioare lente a acesteia.

Incertitudini și riscuri mari la adresa noii perspective decurgeau însă din mersul pandemiei și al măsurilor restrictive asociate – în condițiile extinderii celui de-al treilea val pandemic. Alte surse majore de incertitudini și riscuri erau asociate conduitei politicii fiscale, în contextul consolidării bugetare prezumate a se realiza gradual pe termen mediu, tendințelor sincronizate de creștere a cotațiilor multor materii prime, precum și amplificării recente a volatilității pe piața financiară internațională, însoțită de creșterea generalizată a randamentelor obligațiunilor guvernamentale.

## Perspectivile inflației

Configurația actualului scenariu de bază rămâne grevată de o multitudine de surse interconectate de riscuri și, mai ales, de incertitudini, asociate în principal evoluțiilor din planul sănătății publice. Efectele pandemiei COVID-19 s-au resimțit cel mai puternic pe parcursul trimestrului II 2020. Ulterior normalizării graduale a



activității economice din trimestrul III, situația medicală a cunoscut noi agravări în toamna și iarna anului trecut, care au necesitat reinstaurarea unora dintre restricțiile de mobilitate, de această dată calibrate mult mai ținut. În paralel, a fost consemnată o diminuare a volatilității de pe piețele financiare internaționale, concomitent reluării funcționalității în condiții apropiate de cele normale a lanțurilor de producție și distribuție din plan local și global. În acest context, atât în România, cât și în numeroase alte țări europene, activitatea economică a dovedit o reziliență peste așteptări în cursul trimestrului IV 2020, deși diferențieri ale performanței economice în plan sectorial au rămas vizibile. Acest episod a certificat prezența unor nelinierități în relația dintre intensitatea restricțiilor de mobilitate și dinamica activității economice, având ca explicații calibrarea mai atentă a măsurilor de distanțare socială de către autorități și, respectiv, adaptarea din ce în ce mai eficientă

a agenților economici la contextul epidemiologic. Pe acest fond, datele granulare privind parametrul economic din trimestrul I 2021 par să ateste menținerea unei robusteți a economiei interne, în pofida debutului celui de-al treilea val al pandemiei. Particularitățile situației medicale, respectiv, pe de o parte, apariția unor noi mutații virale, iar pe de altă parte, progresul campaniei de vaccinare, îngreunează anticiparea persistenței în timp a restricțiilor de distanțare socială. 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, detensionarea crizei de sănătate publică va debuta în trimestrul II și își va accelera ritmul pe parcursul celui următor (trimestrul III), cu un aport important, la nivel național, presupus a fi datorat atingerii în lunile de

vară a unui prag critic al vaccinării. Pe acest fond, în trimestrul I 2021, nivelul PIB este preconizat să rămână în apropierea celui (ridicat) atins la finele anului anterior. Dinamica economiei ar urma să cunoască un avans moderat în trimestrul II, succedat de o accelerare de ritm abia în a doua parte a anului (trimestrele III și IV). În anul 2021, dinamica PIB este prevăzută la o valoare pozitivă semnificativă, cu un stimul important provenind din efecte de reportare (engl. *carry-over*) din anul precedent. Influențe favorabile sunt asociate și tranziției probabile către un an normal din punct de vedere meteorologic, dar și includerii, în premieră, în scenariul de bază, a unei ipoteze privind atragerea de fonduri europene aferente programului „Next Generation EU”. Includerea acestei ipoteze și impactul presupus favorabil au ca premise, pe de o parte, volumul consistent de fonduri alocate României (dintre care granturi în cadrul Mecanismului de redresare și reziliență în cuantum de 6,4 la sută din nivelul PIB al anului 2019, cumulat, în intervalul 2021-2026), iar pe de altă parte, intenția fermă a Comisiei Europene de a distribui deja în anul curent un avans în cuantum de până la 13 la sută din volumul total al finanțărilor disponibile.

Manifestarea celui de-al treilea val al pandemiei, precum și eșalonarea pe durata mai multor trimestre a campaniei de imunizare a populației, au indus o prudență suplimentară comportamentului de consum al populației în debutul anului. Totodată, incertitudinea încă ridicată cu privire la durata, precum și la o eventuală recrudescență în viitor a crizei medicale, are potențialul de a inhiba inclusiv dinamizarea procesului investițional având ca resort sectorul privat. În compensare, însă, se remarcă suita programelor guvernamentale de facilitare a finanțării companiilor, anunțarea unui volum important de cheltuieli investiționale din partea sectorului public, precum și inițierea preconizată a atragerii de fonduri europene prin programul „Next Generation EU”, ca surse adiționale sau, după caz, ce ar urma să substituie cheltuieli investiționale deja programate de autorități. În aceste condiții, rămâne probabilă menținerea și pe termen mediu a parcursului investițional favorabil vizibil încă din cursul anului trecut, ceea ce implicit s-ar transpune într-o contribuție importantă a formării brute de capital și la revirimentul potențialului de creștere a economiei.

După ce și-au reluat în ritm alert recuperarea pierderilor induse de primul val al pandemiei, este de așteptat ca exporturile românești să fi cunoscut o slăbire de ritm în debutul acestui an, dată fiind evoluția cererii externe. La rândul lor, importurile de bunuri și servicii vor resimți o atenuare a dinamicii, coroborat evoluției componentelor cererii interne, și, respectiv, ușoarei pierderi de avânt a exporturilor. În aceste condiții, deficitul de cont curent din anul 2021 s-ar putea menține în apropierea valorii înregistrate în 2020; deși evoluția acestuia va beneficia de perspectiva debutului corecției fiscale din acest an, decisiv va rămâne, totuși, ritmul de revenire a activității economice a partenerilor externi.

Similar evaluării din *Raportul asupra inflației* precedent, se conturează posibilitatea revenirii PIB la nivelul din trimestrul IV 2019 încă din cursul anului curent. În plus, o performanță bună în absorbția fondurilor europene, atât a celor din programul „Next Generation EU”, cât și a celor alocate prin noul cadru financiar multianual 2021-2027, este de natură să contribuie de o manieră consistentă la redresarea economiei românești, care ar avea astfel șanse bune să converge, până la finalul

perioadei de bugetare a programului NGEU (2026), la un nivel al PIB similar celui anticipat a prevala la acest orizont în proiecțiile finalizate anterior declanșării pandemiei. Componenta ciclică a activității economice a cunoscut o corecție notabilă a valorii negative încă din a doua parte a anului trecut, tranziția la valori neutre și, ulterior, pozitive fiind preconizată a se produce în a doua parte a acestui an. Cu toate acestea, dinamismul anticipat al procesului investițional, prin aportul semnificativ imprimat dinamicii PIB potențial, va conserva în următorii ani un profil doar moderat crescător al *gap*-ului PIB, în pofida continuării redresării în ritm alert a economiei. Cumulat, aceste ipoteze par să indice o ușoară accelerare pe termen mediu a convergenței reale a economiei românești, în condițiile menținerii sub control a dinamicii prețurilor de consum.

Ulterior publicării *Raportului* din luna martie s-au materializat unele presiuni inflaționiste semnificative, induse preponderent de componentele coșului de consum aflate în afara controlului politicii monetare – îndeosebi pe segmentul prețurilor combustibililor, dar și al celorlalte componente ale grupei bunurilor energetice (energie electrică și gaze naturale). În schimb, pentru rata anuală a inflației de bază (CORE2 ajustat), revizuirile sunt relativ minore, aceasta urmând să atingă 2,8 la sută în decembrie 2021 și 3 la sută în decembrie 2022. În aceste condiții, rata anuală a inflației IPC se va înscrie pe o traiectorie pronunțat ascendentă în lunile următoare, atingând 4,1 la sută în luna decembrie. Natura preponderent temporară a șocurilor anticipate pentru acest an, va implica ulterior efecte de bază favorabile, urmând ca rata anuală a inflației IPC să coboare până la 3 la sută la finele anului 2022. În plus, corecția de la valori situate ușor peste 4 la sută, în cursul anului 2021, la valori plasate confortabil în intervalul țintei, respectiv în apropiere de 3 la sută, este de așteptat să aibă loc deja în cursul trimestrului I 2022. Comparativ cu *Raportul asupra inflației* din martie, revizuirile ratei anuale a inflației IPC sunt consistente pentru finalul anului 2021 (+0,7 puncte procentuale), respectiv +0,2 puncte procentuale pentru decembrie 2022 (la acest orizont, în principal ca urmare a unei contribuții mai ridicate din partea indicelui CORE2 ajustat).

În contextul particular al persistenței crizei de sănătate, conduita politicii monetare a BNR a fost calibrată din perspectiva menținerii stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei staționare de inflație de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, într-o manieră de natură să susțină redresarea activității economice în contextul procesului de consolidare fiscală și în condiții de protejare a stabilității financiare.

Ulterior publicării *Raportului* precedent, am asistat la manifestarea cu intensitate sporită a celui de-al treilea val al pandemiei. În aceste condiții, a devenit evident faptul că până în prezent, în plan european, epidemia s-a propagat într-un ritm care l-a depășit pe cel al progresului campaniilor de imunizare. Cu toate acestea, angajamentul autorităților de a accelera procesul de vaccinare, perspectiva implementării la nivel european a unor programe cuprinzătoare de susținere a economiilor, menținerea la niveluri extrem de stimulative a conduitei politicilor fiscale și monetare de pe continent, precum și efectele de antrenare din partea amplului pachet de stimulare fiscală implementat în SUA creează premise ale unei viteze sporite de revenire a activității economice în UE în a doua jumătate a anului curent, care se pot răsfrânge asupra unor dinamici alerte ale prețurilor externe. În același

timp, perspectivele îmbunătățite cu privire la relansarea economică au determinat și evoluția corelat ascendentă a cotațiilor unui portofoliu amplu de materii prime pe piețele internaționale, cu potențial inflaționist suplimentar, deși cu magnitudine încă dificil de evaluat pe termen scurt și, mai ales, mediu. Din acest motiv, în runda curentă continuă să rămână importante sursele de risc provenind atât din partea mediului intern, cât și a celui extern; cu informațiile de la acest moment, balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi orientată în sens ascendent raportat la proiecția din scenariul de bază, cu precădere pe un orizont de timp scurt.

Pe plan intern, unul dintre riscurile relevante se referă la evoluția viitoare a prețului unora dintre componentele grupei produselor energetice. Astfel, prin corelația tradițională, evoluțiile recente ale prețului țițeiului de pe piețele internaționale s-au transpus în prețuri mai ridicate de import ale gazelor naturale consumate pe piața internă. Acest trend ar putea fi amplificat de diminuarea cantităților de gaze din rezerve, în condițiile în care o serie de țări europene s-au confruntat în această iarnă cu temperaturi extrem de scăzute. Concretizarea acestor presiuni în prețuri mai ridicate ale gazelor naturale pe piața internă ar putea avea loc în condițiile în care, la jumătatea anului curent, este de așteptat să aibă loc reînnoirea contractelor încheiate de furnizorii de gaze naturale cu consumatorii finali. În aceste condiții, nu ar fi excluse presiuni inflaționiste de o amplitudine superioară celor din scenariul de bază în a doua parte a anului curent.

În perspectivă, o contribuție însemnată la redresarea economiilor din UE ar urma să provină din partea fondurilor alocate prin programul „Next Generation EU”, un efort comun fără precedent din partea economiilor comunitare. În cazul particular al României, valorificarea acestui program are o relevanță sporită, în condițiile în care, în plan fiscal, este preconizat ca anii următori să fie dominați de efortul de consolidare bugetară, implicit de un aport mai redus din partea acestei componente a mixului politicilor macroeconomice la impulsivarea economiei. În compensare, absorbția în quantum cât mai mare a fondurilor mutualizate în cadrul unor astfel de programe ar putea asigura impulsul necesar revenirii rapide a activității economice interne. În condițiile în care Planul Național de Redresare și Reziliență al României ar urma să fie înaintat oficial Comisiei Europene, spre a fi analizat, până la finele lunii mai 2021, scenariul de bază curent a fost construit pe ipoteza conservatoare a unei absorbții moderate de fonduri raportat la totalul alocărilor de care beneficiază România. Din această perspectivă, riscurile induse de acest factor la adresa configurației cadrului macroeconomic, cu precădere într-un interval de timp mai lung, par a fi mai degrabă favorabile. O astfel de perspectivă este însă strict condiționată de selecția de către autorități a unui portofoliu de proiecte investiționale care să răspundă la solicitările formale adresate de autoritățile paneuropene: pe de o parte, să aibă la bază suita vulnerabilităților economice specifice României, identificate în contextul recomandărilor de țară ale Comisiei Europene, iar pe de altă parte, să asigure un dozaj optim între proiectele investiționale și reformele structurale. Ulterior, decisivă va fi și capacitatea unei implementări timpurii a acestor proiecte, de natură a crea sinergii economice pe orizontală și verticală și, astfel, a permite finalizarea acestor proiecte investiționale până la orizontul programului „Next Generation EU”, respectiv anul 2026.

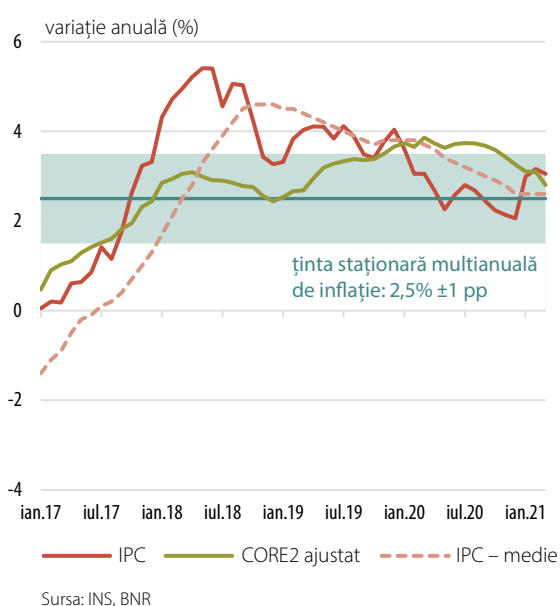
## Decizia de politică monetară

Date fiind caracteristicile noii perspective a inflației, precum și incertitudinile și riscurile asociate acesteia, având ca surse pandemia de coronavirus, conduita politicii fiscale și absorbția fondurilor europene, dar și condițiile de pe piața muncii și tendința ascendentă a cotațiilor materiilor prime, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 12 mai 2021 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,25 la sută. De asemenea, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de depozit la 0,75 la sută și a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*) la 1,75 la sută. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

# 1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC s-a majorat considerabil în trimestrul I 2021 (+0,99 puncte procentuale, până la 3,05 la sută), apropiindu-se de limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei. Saltul de dinamică a fost imprimat de componenta energetică a coșului de consum, în contextul liberalizării pieței de electricitate pentru consumatorii casnici începând cu 1 ianuarie, respectiv al accentuării pantei ascendente a cotației țițeiului. Pe latura factorilor fundamentali, deficitul de cerere agregată din economie și atenuarea ritmului de depreciere a monedei naționale față de euro continuă să exercite influențe dezinflaționiste, în timp ce pe filiera costurilor se acumulează presiuni. Puternic marcată de efectele de bază de pe segmentul alimentar, inflația de bază CORE2 ajustat și-a continuat declinul în primele trei luni ale anului 2021 (-0,4 puncte procentuale, până la 2,8 la sută în martie) (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației

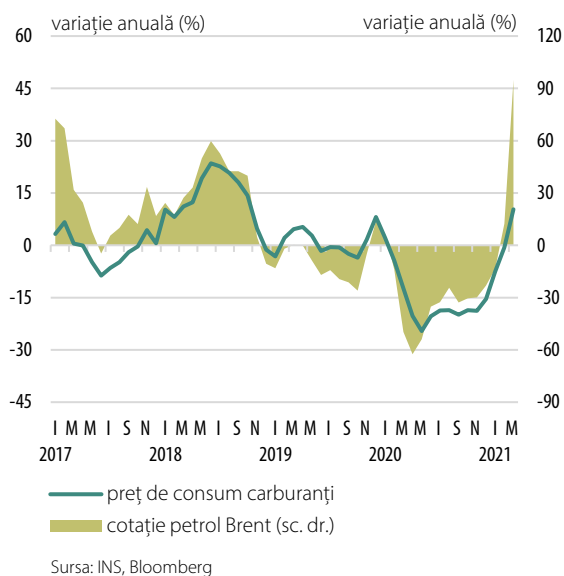


Componenta bunurilor energetice<sup>1</sup> a imprimat parcursul inflaționist din primele trei luni ale anului, cu o contribuție la creșterea ratei anuale a inflației IPC de aproape 2 puncte procentuale. Cotația Brent a afișat o tendință puternic ascendentă încă de la debutul trimestrului, în contextul ameliorării treptate a perspectivelor de revenire a economiei globale, dată fiind derularea campaniilor de vaccinare, dar și, pe partea ofertei, al controlului cantității disponibile în piață de către producătorii OPEC+. Pe acest fundal, prețul barilului de țiței a urcat de la circa 50 dolari SUA la finalul anului 2020 până la aproximativ 70 dolari SUA în prima parte a lunii martie, temperându-se ușor ulterior. Impactul asupra prețurilor de consum a fost potențat de efectul statistic asociat ieșirii din baza de calcul a contracției abrupte a cotației în prima parte a anului precedent, odată cu debutul pandemiei COVID-19 (Grafic 1.2). Traectoria prețului țițeiului a fost

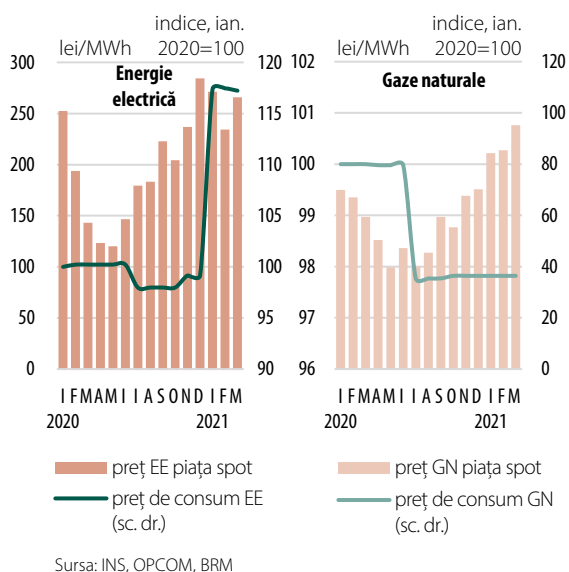
urmată îndeaproape de cea a prețului gazelor naturale; dincolo de factorii comuni de influență, piața gazelor naturale a fost afectată suplimentar de temperaturile sub mediile sezoniere înregistrate în această iarnă în mai multe părți ale lumii, inclusiv în Europa. Chiar dacă această tendință nu este încă reflectată de tarifele aplicate

<sup>1</sup> În scopul analizei economice incluse în *Rapoartele BNR*, componenta bunurilor energetice a coșului de consum este considerată a fi formată din combustibili, energie electrică și gaze naturale. Gruparea a fost realizată începând cu anul 2021, în condițiile liberalizării complete a pieței de energie electrică și a celei de gaze naturale, tarifele acestor categorii de mărfuri fiind eliminate din cadrul prețurilor administrate. În schimb, subcomponenta energie termică va fi analizată în continuare în cadrul grupei prețurilor administrate.

Grafic 1.2. Cotația țițeiului și prețul carburanților



Grafic 1.3. Prețurile energiei electrice și gazelor naturale



consumatorilor finali, întrucât contractele se încheie, de regulă, pe perioade mai lungi (media fiind de un an), există premisele unor ajustări ascendente în perioada următoare (Grafic 1.3).

O influență aproape la fel de importantă a revenit liberalizării complete a pieței energiei electrice pentru consumatorii casnici începând cu 1 ianuarie 2021, raportul dintre consumul deservit de piața liberă, respectiv de cea reglementată, fiind anterior de circa 40:60. Ecartul dintre prețul practicat pe piața liberă și cel plătit de consumatorii aflați în regim reglementat s-a lărgit considerabil în ultimii doi ani, în condițiile în care doar cel dintâi a reflectat înrăutățirea condițiilor de piață (vezi Caseta 1 „Liberalizarea pieței energiei electrice pentru consumatorii casnici: scurt istoric și evoluții curente” din *Raportul asupra inflației* din luna martie 2021). Astfel, alinierea bruscă a celor două niveluri de preț a determinat o majorare amplă a tarifului mediu plătit de consumatorii casnici, cu un aport de aproape 1 punct procentual la accelerarea inflației IPC.

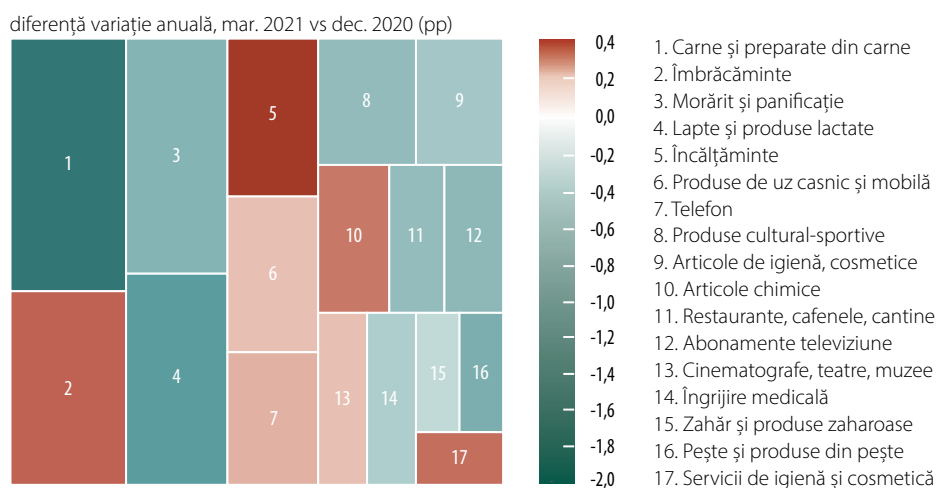
În sfera prețurilor exogene, contribuții relativ importante, dar în sens dezinflaționist, au revenit grupei alimentelor cu prețuri volatile, respectiv produselor din tutun. În primul caz, accentuarea traiectoriei deflaționiste a prețurilor LFO a fost favorizată de menținerea constrângerilor asupra activității industriei ospitalității, în timp ce în cel de-al doilea caz, aportul dezinflaționist are o natură temporară, fiind asociat calendarului ușor diferit de încorporare a majorărilor de acciză în prețul final al pachetului de țigarete în anul 2021 față de anul anterior.

Inflația de bază CORE2 ajustat a continuat să scadă într-un ritm relativ alert în primele trei luni ale anului, peste jumătate din reducerea datorându-se însă efectului de bază favorabil asociat scumpirilor abrupte ale cărnii de porc în trimestrul I 2020, în contextul manifestării pestei porcine africane. Dincolo de acest efect statistic, specificul actualei crize pandemice continuă să își pună amprenta în mod diferențiat atât pe latura ofertei, cât și a cererii. Ca atare, companiile care utilizează mai intens factorul muncă sau a căror activitate necesită un nivel mai înalt de interacțiune umană resimt mai acut presiunea pe costurile presupuse de gestionarea pandemiei, respectiv pe cele cu forța de muncă. În același timp, modificarea comportamentului de consum generează efecte de sens contrar la nivelul



prețurilor diferitelor bunuri și servicii incluse în coșul de consum. Astfel, segmentul serviciilor de piață care presupun interacțiune fizică mai îndelungată rămâne cel mai afectat atât de restricțiile aplicate în scopul aplatizării curbei de transmisie a virusului, cât și de reticența consumatorilor de a le accesa din rațiuni de prudență sanitară. Ca rezultat, ratele anuale de creștere a tarifelor pentru aceste categorii de servicii înregistrează cu precădere decelerări de ritm pe parcursul trimestrului I. Totuși, atenuarea crizei medicale, odată cu progresul campaniilor de vaccinare, va permite creșterea nivelului de activitate, care, la rândul său, poate conduce la o accelerare a inflației pe aceste segmente, pe fondul încercării agenților economici de a recupera o parte din pierderile suferite de la debutul pandemiei. În ceea ce privește componenta alimentară, restrângerea cererii din partea industriei ospitalității, aferentă segmentului de vânzări *en gros*, continuă să aibă ecou și la nivelul segmentului de retail, favorizând o tendință ușor dezinflaționistă la această categorie de bunuri<sup>2</sup>, în pofida presiunilor pe costuri generate de anul agricol 2020, unul extrem de nefavorabil. Pe de altă parte, redistribuirea unei părți a veniturilor populației, care nu a putut fi cheltuită pentru achiziția serviciilor, către procurarea de bunuri nealimentare (durabile și semidurabile) a contribuit la o evoluție robustă a vânzărilor, oferind un ușor imbold inflației pe acest segment (+0,1 puncte procentuale, până la 2,6 la sută) (Grafic 1.4). În mod tradițional, această componentă a coșului de consum este caracterizată de o traiectorie inerțială, cu toate că la nivel microeconomic pot fi identificate evoluții de amplitudini consistente, atât scumpiri, cât și ieftiniri (a se vedea Caseta).

Grafic 1.4. Evoluția prețurilor principalelor componente ale inflației de bază CORE2 ajustat



Notă: Produsele reprezentate în grafic acoperă aproximativ 84 la sută din coșul de consum aferent inflației de bază în 2021. Aria unui dreptunghi este proporțională cu ponderea produsului reprezentat în CORE2 ajustat, iar intensitatea culorii cu variația anuală a prețului.

Sursa: INS, calcule BNR

<sup>2</sup> Chiar și după excluderea efectului statistic menționat anterior.

## Rigiditatea prețurilor în România: evidențe pe baza datelor microeconomice

### Introducere

Subiectul rigidității prețurilor prezintă relevanță majoră pentru băncile centrale, dată fiind influența pe care aceasta o exercită din perspectiva efectelor politicii monetare asupra sectorului real. De altfel, în cadrul modelelor de analiză macroeconomică, mecanisme precum „stabilirea prețurilor à la Calvo” sau curba Phillips au un rol fundamental în ceea ce privește modul în care economia reacționează la șocuri de diferite tipuri. Aceste mecanisme își au originea în manifestarea la nivel microeconomic a rigidității prețurilor – sub acțiunea costurilor de diferite tipuri (de meniu, de informare, costuri în termeni de prejudiciere a relației cu clienții etc.), operatorii economici recurg adesea la menținerea neschimbată a prețurilor practicate, chiar dacă valorile respective nu (mai) asigură optimizarea beneficiilor.

Disponibilitatea datelor microeconomice reprezintă un avantaj major pentru studiul temei amintite. Caplin și Spulber (1987) au evidențiat modul în care mecanisme diferite acționând la nivelul firmelor individuale au, în anumite condiții, implicații similare în plan agregat. Astfel, evaluările bazate exclusiv pe date macroeconomice pot conduce la identificări inexacte, iar modificarea condițiilor respective va avea implicații greu de anticipat pentru decidenții de politici economice. Utilizarea informațiilor la nivel individual implică însă etape preliminare de prelucrare importante, în contextul dezideratului de eliminare a evoluțiilor care nu reprezintă altceva decât „zgomot” și de păstrare a celor care au semnificație economică.

Această analiză își propune să furnizeze câteva repere cu privire la rigiditatea prețurilor din economia autohtonă, pe baza unui set extins de date vizând prețurile bunurilor și serviciilor din coșul de consum. Făcând apel la rezultatele din literatura de specialitate, analiza urmărește inclusiv realizarea unei comparații între situația de la nivel local și cea prevalentă în zona euro, de natură a oferi o perspectivă utilă în contextul procesului de adoptare a monedei unice europene de către România.

### Evaluarea rigidității prețurilor de consum

#### Descrierea și prelucrarea preliminară a datelor

Analiza rigidității prețurilor de consum a fost realizată utilizând o bază de date lunară furnizată de Institutul Național de Statistică, acoperind intervalul ianuarie 2015 – decembrie 2018 și care vizează toate bunurile și serviciile incluse în coșul de consum al populației. Este vorba despre aproximativ 5 milioane de observații, fiecare dintre acestea conținând luna observației, codul COICOP<sup>3</sup> aferent

<sup>3</sup> „Classification of individual consumption by purpose” reprezintă standardul utilizat pentru caracterizarea cheltuielilor efectuale de gospodăriile populației în vederea definirii componentelor coșului de consum reprezentativ.

produsului, denumirea, unitatea de măsură, prețul colectat, codul anonimizat al magazinului și județul pe teritoriul căruia acesta se află. La nivelul cel mai dezagregat, există aproape 2 000 de coduri de produs, iar dimensiunea geografică acoperă 742 de magazine din toate județele țării.

Primul pas în prelucrarea datelor a constat în eliminarea produselor care nu sunt identificate unic într-o lună într-un anumit magazin, întrucât există cazuri în care aceste observații conțin prețuri diferite – de exemplu, acolo unde sunt mai multe produse ale căror caracteristici se încadrează în descrierea sortimentului. Următorul pas a fost gestionarea cazurilor în care un produs dispăre din oferta unui anumit furnizor, redevenind ulterior disponibil după un număr de luni. Se disting două situații: (i) produsul revine în ofertă cu același preț, caz în care abordarea aleasă a vizat imputarea prețului observat în lunile de absență a produsului din ofertă; (ii) produsul revine cu un preț diferit, optându-se pentru ignorarea modificării, deoarece nu se poate stabili cu certitudine în care lună dintre cele lipsă a fost operată aceasta.

O altă etapă importantă a prelucrării datelor primare a vizat tratarea situațiilor în care sunt valabile promoții de preț. În esență, se poate considera că prezența acestora induce volatilitate și reduce gradul de rigiditate a prețurilor, fără însă

a exercita un efect fundamental din perspectiva ratei inflației – ieftinirea este valabilă o perioadă în general scurtă și predeterminată de timp, după care prețul se re poziționează la nivelul său inițial. Eliminarea observațiilor care fac obiectul promoțiilor s-a realizat prin intermediul filtrului simetric în formă de „V” propus de Nakamura și Steisson (2008). Prima etapă a filtrării constă în identificarea acelor situații în care, ulterior unei ieftiniri, prețul revine în câteva luni exact la nivelul inițial. Cea de-a doua etapă presupune înlocuirea prețului/prețurilor asociat(e) promoției cu nivelul inițial, fiind astfel apreciat că nu au avut loc modificări din perspectiva analizei fundamentale a rigidității prețurilor. Perioada aleasă în cazul României pentru filtrare a fost de trei luni, aplicarea unor perioade mai îndelungate aducând modificări marginale rezultatelor obținute. Avantajul filtrului simetric, în care o promoție este identificată ca atare numai în cazul în care prețul revine

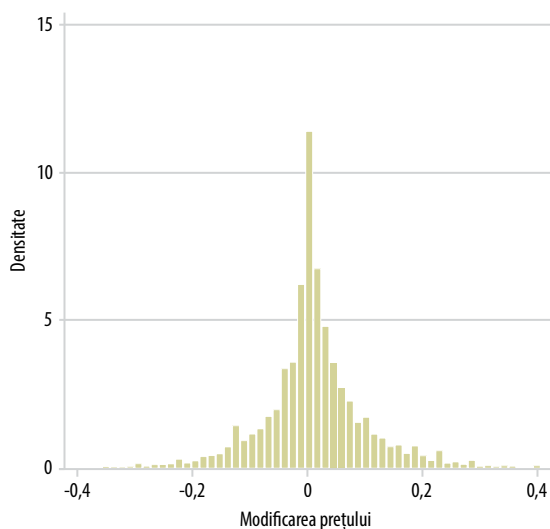
Tabel A. Indicatori statistici descriptivi pentru distribuția modificării prețurilor

	Distribuția modificărilor de preț (schimbări efective și mențineri)	Distribuția modificărilor efective de preț
Nr. de observații	4 735 527	559 741
Medie	0,1%	1,1%
Abatere standard	0,035	0,102
Skewness	1,01	0,07
Kurtosis	46,7	5,5
p1	-11,9%	-29,0%
p5	0,0%	-15,4%
p10	0,0%	-10,5%
p25	0,0%	-3,0%
p50	0,0%	0,6%
p75	0,0%	5,0%
p90	0,0%	12,8%
p95	1,4%	18,9%
p99	14,3%	31,8%

Sursa: INS, calcule BNR

exact la nivelul inițial, constă în faptul că, pentru produsele cu prețuri volatile, simpla condiție ca prețul să revină la un nivel superior lunilor de reducere ar putea genera identificarea unor promoții false în cazurile în care ieftinirile din perioada intermediară au fost organice. Dezavantajul abordării este acela că promoțiile nu vor fi identificate atunci când, după lunile de reduceri, va fi operată imediat o modificare de preț.

Grafic A. Distribuția modificărilor de preț efective



Sursa: INS, calcule BNR

În final, au fost eliminate observațiile care reprezentau valori extreme din punct de vedere al dimensiunii modificării prețului de la o lună la alta, respectiv cele situate în afara intervalului cuprins între centila 1 și centila 99 a distribuției modificărilor nenule.

A rezultat astfel o bază de date cu peste 4,7 milioane de observații, marea majoritate reprezentând situații în care prețul s-a menținut constant de la o lună la alta – doar circa 0,6 milioane de observații conțin modificări efective de preț. Tabelul A cuprinde câțiva indicatori statistici descriptivi pentru întreaga distribuție a modificărilor de preț (care include atât schimbări efective, cât și mențineri) și pentru distribuția modificărilor efective; profilul celei din urmă este descris de Graficul A.

Câteva observații preliminare pot fi extrase pe baza acestor informații. În primul rând, raportul dintre numărul total al modificărilor nenule și numărul total de observații indică o frecvență lunară (neponderată) a modificărilor de preț de circa 12 la sută – așadar, cea mai mare parte a prețurilor valabile la un moment dat sunt constante comparativ cu luna anterioară, doar în 12 la sută din cazuri, în medie, fiind consemnate schimbări. Media și mediana distribuției modificărilor efective sunt pozitive, astfel că scumpirile predomină comparativ cu ieftinirile; totuși, prima quartilă are o valoare negativă, indicativ pentru faptul că și reducerile de preț se produc cu o frecvență relativ mare. De asemenea, se poate aprecia că, raportată la rata inflației, dimensiunea modificărilor este amplă – conform informațiilor din tabel privitoare la cozile distribuției, o cincime dintre ajustări sunt fie ieftiniri de peste 10,5 la sută, fie scumpiri de peste 12,8 la sută. Prin comparație, rata inflației lunare a IPC în aceeași perioadă a oscilat între -2,95 la sută și 1,3 la sută.

### Rezultatele obținute

Frecvența medie a modificărilor de preț amintită anterior este calculată incluzând modificările cotei TVA implementate în intervalul respectiv. Perioada analizată cuprinde trei reduceri importante de acest tip: scăderea cotei TVA la alimente în iunie 2015, respectiv scăderea cotei standard a TVA în ianuarie 2016 și ianuarie 2017.

Aceste decizii reprezintă ocazii importante pentru identificarea mecanismelor microeconomice relevante ale procesului de stabilire a prețurilor, însă concentrarea într-o perioadă relativ restrânsă a unui număr important de șocuri ample poate distorsiona evaluările cu privire la comportamentul „tipic” al prețurilor de consum.

De asemenea, calculele anterioare au ținut cont în mod nediferențiat de bunurile și serviciile din baza de date. Totuși, se poate argumenta că, de exemplu, rigiditatea prețurilor produselor din carne are o importanță sporită pentru imaginea de ansamblu, comparativ cu cea a taxei de pașaport, mai puțin reprezentativă în coșul de consum. Această observație este cu atât mai relevantă cu cât frecvența de modificare a prețurilor prezintă un grad ridicat de eterogenitate la nivelul diferitelor componente. Astfel, pentru o imagine cât mai fidelă a rigidității prețurilor de consum la nivel agregat, precum și la nivelul categoriilor individuale, au fost operate ajustări astfel încât frecvența modificării prețurilor să țină cont de importanța produselor în coșul de consum și, de asemenea, să fie eliminată influența modificărilor cotei TVA (Tabel B).

**Tabel B. Frecvența și amplitudinea modificărilor de prețuri la nivelul unor categorii din coșul de consum**

	Alimente procesate	Alimente neprocesate	Energie	Bunuri nealimentare exclusiv energie	Servicii	Total	CORE2 ajustat
Frecvența modificărilor de preț	21,1	41,0	46,4	15,3	15,4	24,0	16,2
Frecvența creșterilor de preț	14,3	23,3	27,0	10,4	9,7	14,5	9,8
Frecvența scăderilor de preț	6,8	17,7	19,4	4,9	5,7	9,5	6,4
Dimensiunea creșterilor de preț	4,9%	7,5%	4,0%	6,7%	8,1%	6,7%	6,0%
Dimensiunea scăderilor de preț	-4,7%	-7,3%	-3,6%	-7,1%	-6,5%	-6,3%	-5,6%

Notă: Agregarea CORE2 ajustat este o aproximare obținută prin eliminarea din coșul de consum a alimentelor cu prețuri volatile, a bunurilor energetice, a produselor din tutun și a băuturilor alcoolice, precum și a unor servicii cu tarife administrate, în condițiile în care, în ultimul caz, nu au putut fi identificate exact toate categoriile.

Sursa: INS, Eurostat, calcule BNR

Alimentele sunt caracterizate de o flexibilitate mai mare a prețurilor, nivelul acestuia fiind mai pronunțat în cazul grupei „legume, fructe, ouă” (LFO), ceea ce nu este neapărat surprinzător, întrucât bunurile respective fac parte din categoria produselor cu prețuri volatile. În amintita categorie sunt incluși, de asemenea, combustibilii, ceea ce contribuie la explicarea nivelului înalt al flexibilității prețurilor și pentru bunurile energetice. Situațiile discutate se remarcă prin influența semnificativă a prețurilor materiilor prime (inclusiv cotații *en gros* ale alimentelor

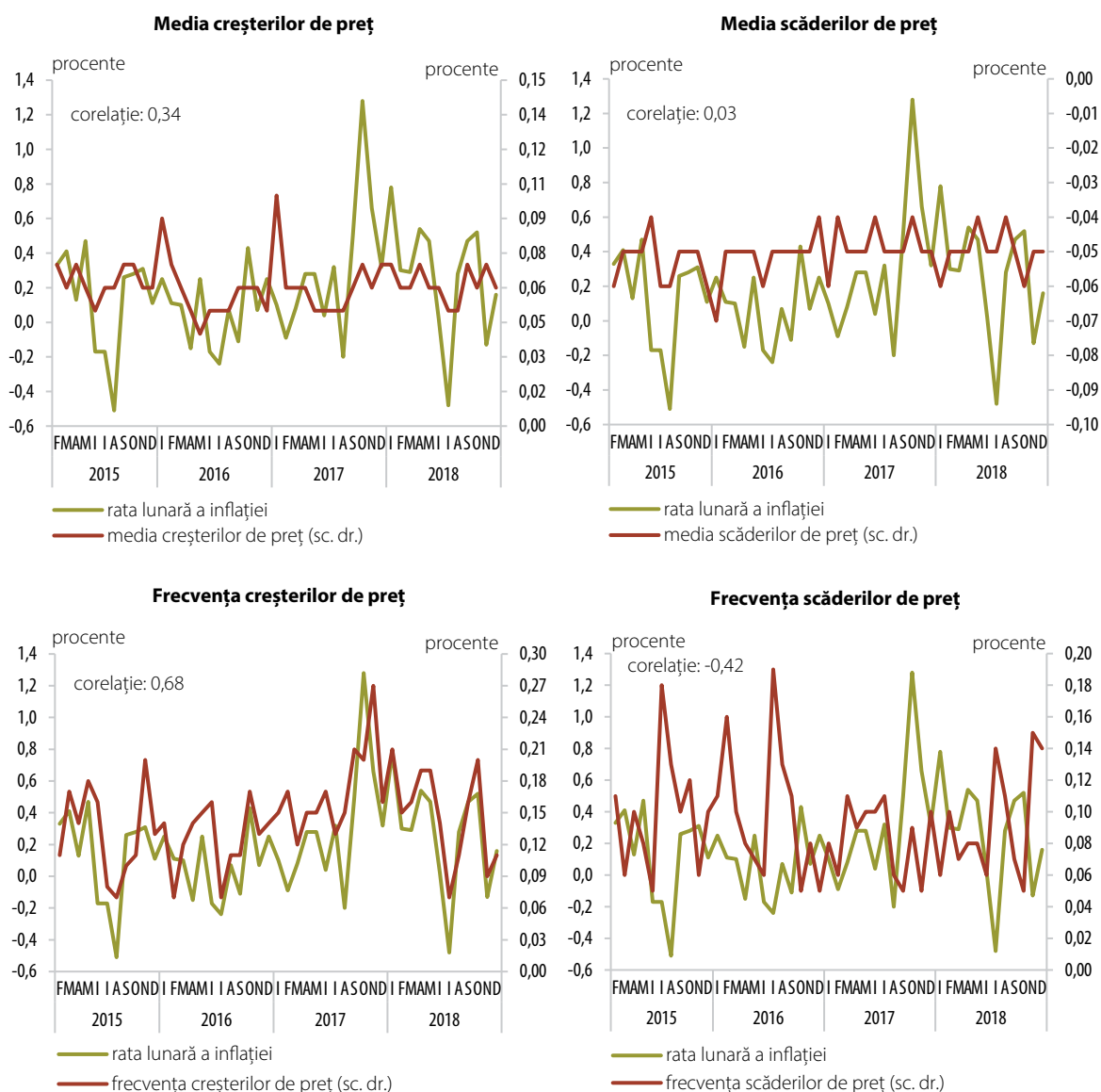
neprocesate) asupra prețului final, iar volatilitatea acestora, alături de cea a cursului de schimb, și, de asemenea, alături de perisabilitatea specifică grupei LFO, imprimă caracterul flexibil al prețurilor de consum. În cazul alimentelor procesate, structura de costuri mai complexă a industriei de profil, comparativ cu sectorul alimentelor neprocesate, restrânge influența volatilității cotațiilor internaționale asupra prețurilor finale, flexibilitatea acestora din urmă rămânând totuși destul de ridicată față de produsele nealimentare (exclusiv bunuri energetice), respectiv servicii. În acest ultim caz, flexibilitatea prețurilor ar fi pronunțat mai redusă (frecvență de 6,7 la sută) în absența influenței exercitate de serviciile telecom (o subcomponentă importantă), ale căror prețuri sunt în bună măsură indexate la evoluția cursului de schimb. În plan agregat, importanța alimentelor și a produselor energetice în coșul de consum imprimă un nivel mai ridicat al flexibilității prețurilor, comparativ cu valoarea corespunzătoare indicatorului neponderat, saltul fiind sesizabil, până la circa 24 la sută. Astfel, structura coșului de consum poate reprezenta sursa unor diferențe vizibile între rigiditatea prețurilor de consum din două economii diferite, chiar dacă sectoarele de activitate corespondente sunt caracterizate de parametri similari de stabilire a prețurilor.

Conform celor observate anterior, modificările de prețuri din setul disponibil de date reprezintă în majoritatea cazurilor scumpiri; și ieftinirile sunt însă destul de răspândite, proporția lor (ajustată pentru a ține cont de importanța fiecărei categorii în coșul de consum) ajungând la circa 40 la sută. Rezultatul rămâne valabil și în cazul principalelor grupe din IPC, ceea ce sugerează că piața bunurilor și serviciilor este caracterizată de o funcționare adecvată în ansamblul său, în sensul existenței unui mediu competitiv, în care firmele sunt nevoite destul de des să recurgă la ieftiniri, din considerente legate de cota de piață. La rândul lor, Copaciu *et al.* (2010) și Iordache și Pandioniu (2014) atestă prevalența unui mediu competitiv la nivelul economiei locale.

Reducerile de preț sunt destul de răspândite și în cazul serviciilor, chiar ceva mai frecvente comparativ cu alimentele procesate sau cu bunurile nealimentare (exclusiv energie), ceea ce reflectă însă în bună măsură ancorarea prețurilor serviciilor telecom la traiectoria cursului de schimb; domeniul serviciilor este probabil caracterizat de un nivel mai redus al competiției, întrucât unele activități nu pot face obiectul tranzacțiilor comerciale internaționale.

Nu doar frecvența modificării prețurilor influențează rata inflației, ci și dimensiunea acestora. Mișcările ample, atât în sens ascendent, cât și în sens descendent, caracterizează coșul de consum în structura sa. Rata inflației este așadar rezultatul a numeroase contribuții de sens contrar, care în parte se compensează, ceea ce este valabil atât la nivelul IPC, cât și la nivelul principalelor componente. În condițiile în care toate cele patru combinații posibile de frecvență/amplitudine medie a scumpirilor/ieftinirilor se profilează drept relevante pentru rata agregată a inflației, se pune în mod natural întrebarea care dintre acestea ar fi cea mai importantă (Grafic B).

Grafic B. Frecvența/amplitudinea medie a modificărilor de preț și rata inflației



Sursa: INS, calcule BNR

Cea mai strânsă corelație cu rata inflației o are frecvența scumpirilor. Astfel, de cele mai multe ori, accelerarea inflației de la o perioadă la alta rezultă din consemnarea în economie a mai multor creșteri de prețuri.

Graficul B relevă de asemenea caracterul sezonier al deciziilor de stabilire a prețurilor. În lunile iulie și august sunt înregistrate în mod tipic mai puține scumpiri și mai multe ieftiniri, situația opusă consemnându-se în ultimele două luni de toamnă, dar și în luna mai. În ceea ce privește dimensiunea medie a modificărilor de prețuri, influența sezonieră este mai puțin vizibilă. Literatura de specialitate evidențiază, în general, și efectul asociat lunii ianuarie, însă datele disponibile acoperă o perioadă în care s-au derulat două modificări ale cotei standard a

TVA, ambele implementate la începutul anului, ceea ce limitează posibilitatea de observare a efectului respectiv. Influența factorului sezonier contribuie la dimensiunea *time-dependent* a stabilirii prețurilor, cu mențiunea că abordările de acest tip se împletesc cu cele *state-dependent* – poate cel mai evident exemplu pentru acestea din urmă se referă la reacția majorității prețurilor vizate la o modificare a cotei TVA. Cele două studii amintite anterior, referitoare la mecanismul de stabilire a prețurilor în economia românească, atestă la rândul lor faptul că firmele autohtone combină metode *time-* și *state-dependent* în ceea ce privește setarea prețurilor.

Rezultatele prezentate permit fundamentarea unei comparații între rigiditatea prețurilor din economia românească și cea prevalentă în zona euro. Astfel, parametrii ce caracterizează procesul de stabilire a prețurilor pe plan local prezintă unele similitudini cu cei corespunzători zonei euro, după cum reiese din compararea evidențelor prezentei analize cu rezultatele obținute de către Dhyne *et al.* (2006), care studiază situația din statele uniunii monetare. Conform lucrării menționate, în zona euro modificări de prețuri survin în circa 15 la sută din cazuri (frecvență ponderată), existând diferențe majore între categoriile de produse. La fel ca pe plan local, bunurile energetice sunt caracterizate de prețurile cele mai flexibile, fiind urmate de alimentele neprocesate; diferențe apar în sensul că serviciile au prețurile distinctiv mai rigide în zona euro, flexibilitatea sporită în cazul României putând fi explicată prin rolul ancorării la evoluția cursului de schimb, care determină modificări dese ale prețului unor servicii. Reducerile de prețuri sunt relativ frecvent întâlnite și în zona euro, atât la nivel agregat (în circa 42 la sută din cazuri), cât și la nivelul categoriilor individuale de bunuri și servicii. De asemenea, similar economiei autohtone, dimensiunea modificărilor este amplă, comparativ cu rata inflației.

### Concluzii

Prezenta analiză oferă câteva coordonate ale procesului de stabilire a prețurilor de consum pe piața locală, prilejuind o scurtă comparație pe această temă între România și zona euro.

Astfel, coșul de consum este caracterizat de o frecvență medie ajustată de modificare a prețurilor de circa 24 la sută. Acest indicator variază destul de mult în funcție de diferitele tipuri de bunuri și servicii – volatilitatea cotațiilor materiilor prime internaționale imprimă flexibilitate la nivelul prețurilor finale în cazul bunurilor energetice și al alimentelor neprocesate, în timp ce prețurile altor categorii de bunuri și servicii sunt mai rigide.

Evoluțiile din structura IPC sunt ușor contraintuitive prin comparație cu rata agregată a inflației, ale cărei valori (lunare) sunt relativ moderate și mai mereu pozitive. Pe de o parte, ieftinirile se produc destul de des, ceea ce semnalează prevalența unui mediu competitiv în economia autohtonă (concluzie la care ajung și alte studii de specialitate), iar pe de altă parte, dimensiunea modificărilor de preț este amplă. Așadar, în fiecare perioadă, rata inflației rezultă din numeroase



contribuții individuale care se compensează. De la un moment la altul, o accelerare/decelerare a ratei inflației rezultă cel mai probabil din producerea unui număr mai însemnat/mai redus de creșteri de prețuri pe piață.

Comparația dintre rigiditatea prețurilor prevalentă pe plan local și cea din zona euro este relevantă având în vedere procesul de adoptare a monedei unice europene. Niveluri diferite ale rigidității prețurilor ar implica traiectorii distincte ale ratei inflației ulterior manifestării unui șoc comun, ceea ce, mai departe, ar conduce la pierderi de bunăstare, în condițiile în care deciziile autorității monetare unice sunt calibrate în funcție de situația prevalentă la nivel comunitar. Rezultatele obținute indică faptul că rigiditatea prețurilor de consum prezintă caracteristici similare în cele două economii. Chiar dacă prețurile se modifică mai frecvent în economia locală, proporția ieftinirilor este asemănătoare, în timp ce dimensiunea medie a majorărilor și diminuărilor de preț este apreciabilă comparativ cu rata inflației în ambele economii. Mai mult, flexibilitatea prețurilor din economia românească ar urma să se diminueze odată cu trecerea la euro și renunțarea la practica indexării prețurilor cu evoluția cursului de schimb.

Studiul rigidității prețurilor cu ajutorul informațiilor microeconomice prezintă avantaje importante. Această analiză a adus în discuție câteva repere, lăsând însă o serie de întrebări pentru investigații viitoare. Demersuri ulterioare de cercetare vor viza valorificarea acestei baze de date inclusiv din perspectiva fundamentării unor estimatori ai parametrilor ce caracterizează procesul de stabilire/modificare a prețurilor din economia autohtonă, rezultând o imagine mai clară cu privire la dinamica inflației (respectiv la forma Curbei Phillips), la efectul politicii monetare asupra economiei reale și respectiv la costurile pe care diferențele în termeni de rigiditate a prețurilor le implică la nivelul bunăstării, în ipoteza adoptării euro. De asemenea, împletirea abordărilor *time-* și *state-dependent* în ceea ce privește setarea prețurilor ridică întrebări cu privire la măsura în care utilizarea mecanismului Calvo poate distorsiona reacția inflației la șocurile economice.

### Referințe

Caplin, A., Spulber, D. – „Menu Costs and the Neutrality of Money”, *Quarterly Journal of Economics* (102), 1987, pp. 703-726

Copaciu, M., Neagu, F., Braun-Erdi, H. – „Survey Evidence on Price-setting Patterns of Romanian Firms”, *Managerial and Decision Economics* (31), 2010, pp. 235-247

Dhyne, E., Álvarez, L., Le Bihan, H., Veronese, G., Dias, D., Hoffmann, J., Jonker, N., Lünnemann, P., Rumler, F., Vilmunen, J. – „Price Changes in the Euro Area and the United States: Some Facts from Individual Consumer Price Data”, *Journal of Economic Perspectives* (20), 2006, pp. 171-192

Lordache, S., Pandioniu, L. – „Sondajul privind mecanismul de formare și modificare a prețurilor în România”, *Caiete de studii BNR nr. 36*, 2014

Nakamura, E., Steisson, J. – „More Facts about Prices”, supliment al lucrării „Five Facts about Prices: A Reevaluation of Menu Cost Models”, *Quarterly Journal of Economics* (123), 2008

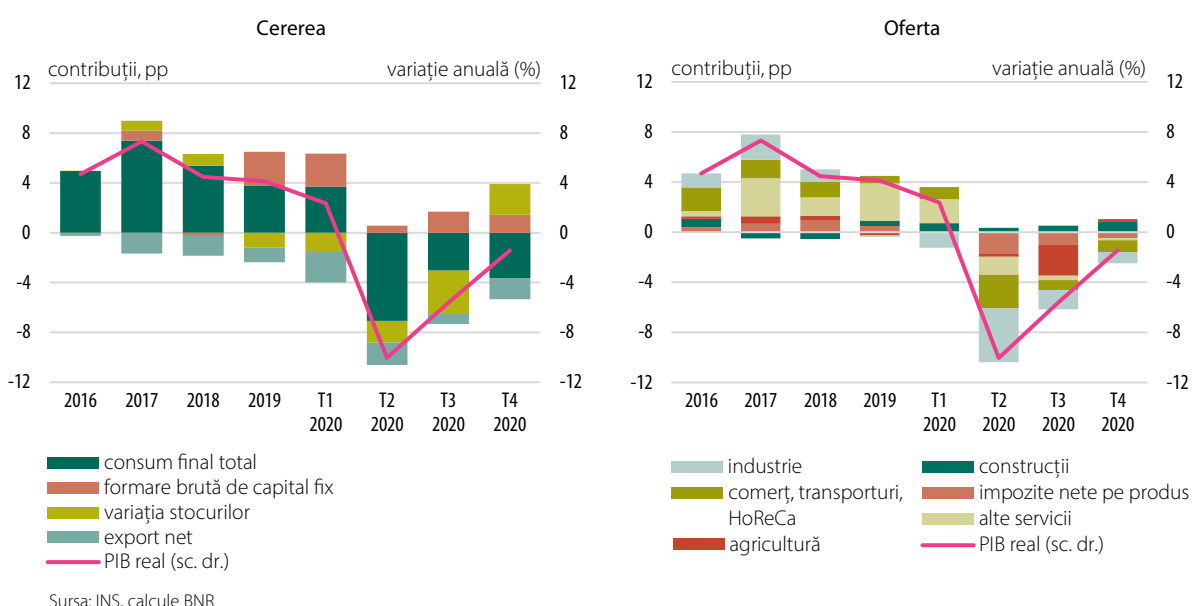


## 2. Evoluții ale activității economice

### 1. Cererea și oferta

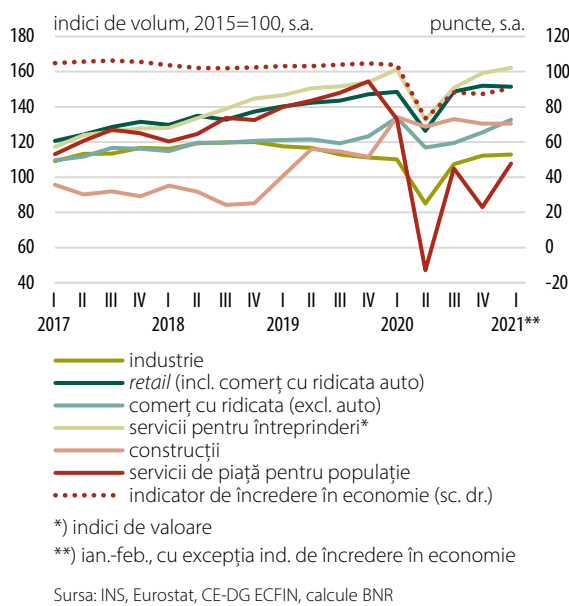
În pofida manifestării pe plan mondial a celui de-al doilea val de îmbolnăviri în toamna anului 2020, măsurile adoptate de autorități nu au mai produs efecte de amploarea celor din primăvară, economiile continuând, în general, procesul de redresare, inclusiv prin menținerea suportului consistent din resurse bugetare naționale. Este și cazul României, al cărei PIB real și-a atenuat declinul în termeni anuali (până la -1,4 la sută în trimestrul IV, Grafic 2.1). O contribuție importantă a venit industriei, sub impulsul intensificării cererii externe, dar și activității de construcții, care și-a menținut rolul de catalizator al investițiilor. La polul opus au continuat să se plaseze serviciile, sectorul de departe cel mai sever afectat de restricțiile asociate actualei crize (Grafic 2.2).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică

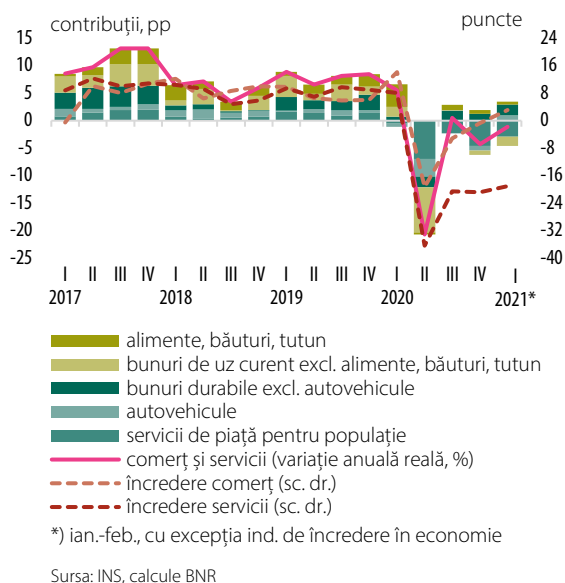


Cererea de consum și-a atenuat traiectoria de redresare în trimestrul IV 2020 (scădere anuală de 5,7 la sută), introducerea de noi restricții pe fondul reactualizării situației pandemice afectând cu preponderență componenta serviciilor de piață prestate populației (reducere cu circa 46 la sută, variație anuală), în particular pe cele care presupun o interacțiune fizică mai îndelungată (cum ar fi activitățile recreative, jocurile de noroc, hoteluri și restaurante).

Grafic 2.2. Sectoare economice



Grafic 2.3. Activitatea comercială și servicii pentru populație



În același timp, sectorul comercial continuă să înregistreze extinderi ale volumului cifrei de afaceri (deși în ușoară temperare comparativ cu trimestrul precedent, până la circa 2,1 la sută), susținute, pe de o parte, de evoluția favorabilă a veniturilor populației alături de unele redistribuiri ale cheltuielilor dinspre serviciile de piață, iar pe de altă parte, de demersurile operatorilor din sector în sensul menținerii și consolidării cotei de piață, date fiind noile coordonate economice și sociale (incidență crescută a campaniilor promoționale, concentrarea asupra programelor de loialitate, cooperarea mai intensă cu firme specializate în livrarea rapidă la domiciliu, menținerea unui tonus ridicat al expansiunii rețelei de unități). Eforturile de adaptare ale marilor lanțuri din comerțul cu amănuntul au susținut vânzările de produse alimentare și în trimestrul IV (creștere anuală cu 2,8 la sută), cota de piață a unităților de comerț modern în comerțul total cu dominantă alimentară majorându-se cu aproximativ 4 puncte procentuale la nivelul anului 2020. Pe o traiectorie ascendentă au continuat să se situeze și achizițiile de articole de mobilă, electrocasnice și bricolaj, impulsionate de petrecerea unei perioade mai îndelungate la domiciliu (creștere anuală cu 13,8 la sută). În schimb, limitarea accesului la serviciile recreative, precum și implementarea pe scară largă a muncii de la distanță au condus la o contracție a cererii pentru îmbrăcăminte și încălțăminte în trimestrul IV (-4,6 la sută în termeni anuali), (Grafic 2.3).

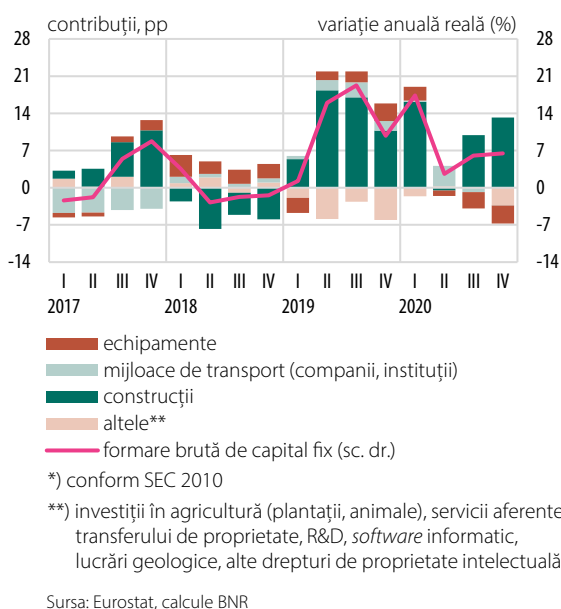
Intrarea într-o nouă etapă de restricții, pe fondul creșterii îmbolnăvirilor în prima parte a anului 2021, va antrena cel mai probabil încetinirea refacerii cererii de consum în trimestrul I. Astfel, după o ușoară relaxare la finalul lunii ianuarie, care a permis redeschiderea parțială a spațiilor închise destinate

activităților recreative, procesul s-a inversat, fiind, de asemenea, adoptate noi prevederi care restrâng orelor de funcționare a agenților economici. Pe un orizont mai îndepărtat, îmbunătățirea accesului populației la vaccinare, precum și menținerea schemelor guvernamentale de sprijin, care împreună favorizează creșterea încrederii populației, vor conduce, cel mai probabil, la dinamizarea consumului, o sursă suplimentară de finanțare fiind reprezentată de fondurile economisite pe parcursul anului 2020 (soldul mediu al depozitelor populației s-a majorat cu aproximativ 11 la sută în termeni reali).

În ultimul trimestru din 2020, deficitul bugetului general consolidat s-a reamplificat, până la 34,6 miliarde lei (3,3 la sută din PIB), dar în condițiile relativei atenuări a ecarterului față de valoarea înregistrată în perioada similară a anului anterior (21,6 miliarde lei, respectiv 2,0 la sută din PIB)<sup>5</sup>. Majorarea lui în raport cu trimestrul III a fost consecința creșterii substanțiale a cheltuielilor bugetare totale<sup>6</sup>, alimentată atât de cheltuielile cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile, cât și de cele de capital, cu bunuri și servicii<sup>7</sup> și a altor transferuri, al căror impact total a fost doar în mică măsură compensat de cel al scăderii cheltuielilor cu dobânzile<sup>8</sup>.

Și veniturile bugetare totale au consemnat o creștere<sup>9</sup> – în principal pe seama sumelor primite de la UE, dar și a veniturilor din TVA<sup>10</sup>, din impozitul pe profit și contribuții de asigurări –, însă mai modestă, inclusiv datorită diminuării încasărilor aferente componentei nefiscale<sup>11</sup>. În aceste condiții, pe ansamblul anului 2020, deficitul bugetului general consolidat a crescut la 101,9 miliarde lei, echivalentul a 9,7 la sută din PIB, de la 48,6 miliarde lei, respectiv 4,6 la sută din PIB în anul anterior.

Grafic 2.4. Investiții\*



În primul trimestru din 2021, deficitul bugetului general consolidat a scăzut la 14,6 miliarde lei (1,3 la sută din PIB)<sup>12</sup>, în condițiile majorării dinamicii anuale a veniturilor bugetare totale<sup>13</sup>, inclusiv pe seama unui efect de bază<sup>14</sup>, și ale continuării scăderii ritmului de creștere a cheltuielilor bugetare<sup>15</sup>.

Cu o creștere anuală de 6,5 la sută în trimestrul IV, formarea brută de capital fix a încheiat anul 2020 cu o evoluție surprinzătoare pentru un an de criză. Traiectoria a fost atribuită investițiilor în construcții, al căror volum a continuat să se extindă alert (cu circa 20 la sută<sup>16</sup>). La nivelul întregului an, dinamica înaltă a acestui sector de activitate, puțin afectat de restricțiile asociate pandemiei, reflectă un context net diferit de cel aferent crizei din

<sup>5</sup> În condițiile în care deficitul bugetar din trimestrul III a atins 22,1 miliarde lei (respectiv 2,1 la sută din PIB) în 2020, față de unul de 7,0 miliarde lei (0,7 la sută din PIB) în intervalul similar din 2019.

<sup>6</sup> Creșterea anuală reală a acestora a încetinit totuși ușor (la 11,2 la sută, de la 15,9 la sută în trimestrul III 2020).

<sup>7</sup> În termeni anuali însă, atât cheltuielile de capital, cât și cele cu bunuri și servicii au înregistrat scăderi.

<sup>8</sup> Acestea s-au comprimat și în termeni anuali.

<sup>9</sup> În același timp, ritmul anual de creștere reală a veniturilor bugetare totale a continuat să se redreseze ușor, revenind marginal în teritoriul pozitiv (la 0,4 la sută, de la -0,8 la sută în trimestrul anterior).

<sup>10</sup> A căror dinamică anuală reală a redevenit pozitivă.

<sup>11</sup> Ele s-au comprimat și în termeni anuali, cel mai probabil pe fondul unor venituri mai mici din dividende.

<sup>12</sup> Deficitul bugetar s-a restrâns inclusiv în raport cu cel din perioada similară a anului anterior (18,1 miliarde lei, echivalentul a 1,7 la sută din PIB).

<sup>13</sup> La 15,2 la sută în termeni reali.

<sup>14</sup> 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.

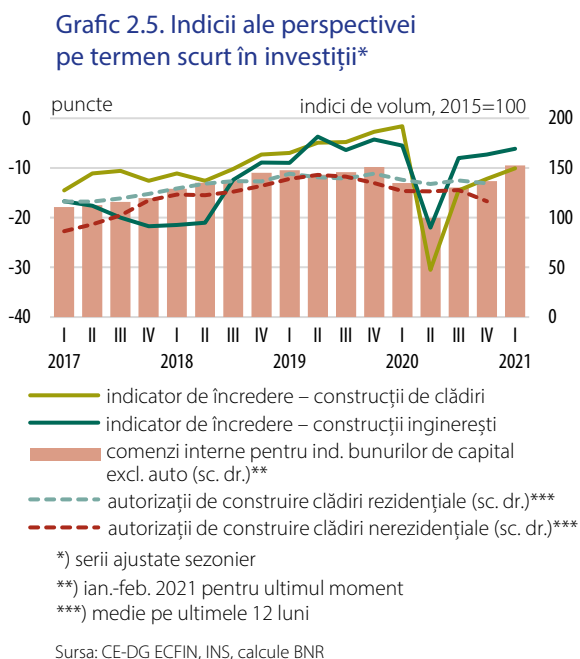
<sup>15</sup> A căror variație anuală reală a coborât la 7,9 la sută.

<sup>16</sup> Conform datelor de conturi naționale privind formarea brută de capital fix.

anul 2009. Totuși, particularitățile actualei recesiuni și-au pus o amprentă neuniformă asupra principalelor segmente și au antrenat totodată apariția (sau accelerarea) unor modificări structurale.

Lucrările de construcții inginerești s-au extins rapid și în ultimul trimestru din 2020 (cu 16,3 la sută în termeni anuali), sub impulsul apropierei de finalizare a cadrului multianual de finanțare europeană 2014-2020, efect care se va resimți, cel mai probabil, și în anul 2021, potrivit evoluției observate în exercițiul financiar precedent (Grafic 2.4).

La nivelul construcțiilor de clădiri, menținerea și chiar relaxarea accesului la finanțare bancară au permis continuarea proiectelor aflate în curs de execuție (mai ales a celor de anvergură), în special pe segmentul rezidențial și în domeniul industrial-logistic. În primul caz, investițiile s-au extins cu circa 16 la sută în trimestrul IV, continuând să fie stimulate de traiectoria moderat ascendentă a veniturilor populației (cu o contribuție din partea schemelor de sprijin guvernamental), concomitent cu redresarea activității de creditare – pe fondul reducerii ușoare a costului, inclusiv ca urmare a demarării programului „Noua casă” în luna septembrie. Perspectiva se menține favorabilă la nivelul anului 2021, în condițiile ameliorării în continuare a situației financiare a populației odată cu redresarea economiei și ale prelungirii suportului din partea



autorităților, atât sub forma măsurilor de sprijin financiar adoptate pentru păstrarea relațiilor de muncă (până în luna iunie), cât și prin lansarea programului „Noua casă” pentru anul curent (în luna martie). Aceste coordonate sunt de natură a consolida și încrederea în rândul dezvoltatorilor, evoluția materializându-se în numărul important de proiecte de mari dimensiuni, aflate în derulare în prima parte a anului curent.

Cel de-al doilea segment care a consemnat o creștere alertă a investițiilor în anul 2020 este cel industrial-logistic, impulsionat de cererea din partea operatorilor de comerț cu bunuri de strictă necesitate și a celor care activează pe bază de comenzi online. Acest din urmă sistem de vânzare se află în plină expansiune, atât prin dezvoltarea companiilor cu acest profil, cât și prin reorientarea în această direcție a unor mari operatori cu activitate de comerț fizic. Așteptările optimiste cu privire la

investițiile în spații de depozitare sunt motivate și de necesitatea de modernizare a stocului existent din punct de vedere tehnic și de securitate (Grafic 2.5).

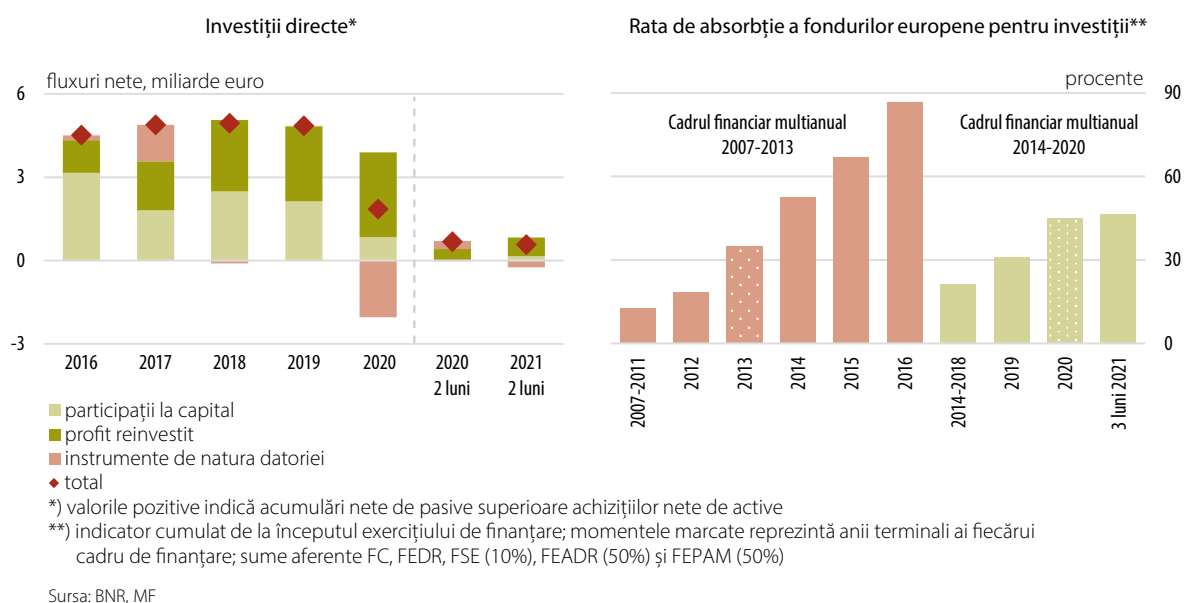
Totodată, pe segmentul de retail, contextul pandemiei a favorizat accentuarea unei tendințe existente anterior, și anume preferința în creștere a investitorilor pentru proiecte de spații de dimensiuni mai reduse (și deci cu risc mai scăzut). În acest sens, se estimează că aproximativ 80 la sută din suprafețele noi care se vor

livra în anul curent vor aparține conceptului de magazin de proximitate și celui de *retail park*, prezente în special în orașe unde rețelele de comerț modern sunt mai slab reprezentate (potrivit Colliers România).

Această tendință indică astfel unul dintre segmentele imobiliare afectate de noile coordonate economice și sociale impuse de criza sanitară, respectiv cel al spațiilor comerciale de tip mall, alături de acesta numărându-se investițiile în clădiri de birouri și hoteluri. Restricțiile adoptate de autorități asupra circulației persoanelor (inclusiv extinderea sistemului de telemuncă), restrângerea autoimpusă a mobilității din motive de prudență sanitară, precum și incertitudinea cu privire la parcursul viitor al situației epidemiologice au condus la întreruperea, pe scară largă, a derulării proiectelor pe aceste segmente și la amânarea deciziei de demarare a unora noi.

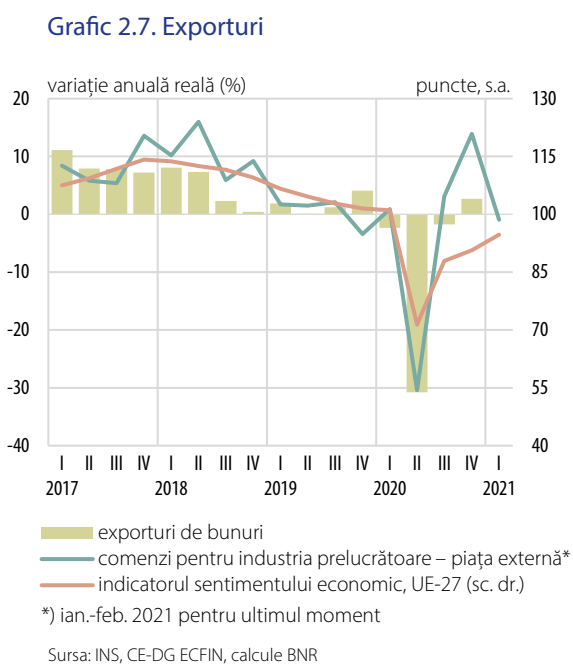
Achizițiile de echipamente (exclusiv mijloace de transport)<sup>17</sup> și-au păstrat panta puternic descrescătoare și în trimestrul IV (-12,1 la sută, variație anuală), în condițiile în care resursele proprii (principalul canal de finanțare a acumulărilor de capital în sectorul corporativ) s-au ajustat sever, ca urmare a perturbărilor produse de restricțiile asociate crizei sanitare și a incertitudinii privind redresarea activității. În schimb, apelul la împrumuturi bancare s-a accentuat vizibil, după cum sugerează creșterea anuală cu peste 60 la sută a volumului creditelor noi în lei, cu scadență de peste 5 ani, acordate companiilor în semestrul II 2020 și primele două luni ale anului 2021. Dinamizarea s-a produs pe fondul tendinței descrescătoare a ratelor dobânzilor, în paralel cu măsurile adoptate de autorități pentru susținerea financiară a companiilor afectate. Printre acestea se remarcă schemele de garantare a creditelor pentru investiții („IMM Invest România” și „IMM Leasing” de echipamente și utilaje – cel dintâi, cu valabilitate până la 30 iunie 2021, fiind suplimentat cu subprogramul „AGRO IMM Invest”), precum și acordarea către IMM de granturi pentru investiții, în sumă cuprinsă între 50 000 de euro și 200 000 de euro.

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



<sup>17</sup> Conform datelor de conturi naționale privind formarea brută de capital fix.

În afara fondurilor atrase pe filieră locală, companiile românești își vor putea completa resursele proprii de finanțare a acumulărilor de capital prin apelul la fonduri europene nerambursabile aferente exercițiului de finanțare 2014-2020. Totodată, în următorul cadru bugetar european (2021-2027), România va avea posibilitatea accesării unor fonduri de aproape 80 miliarde euro, care sunt orientate, în bună măsură, către finanțarea unor proiecte de investiții în domeniul infrastructurii de transport, al tranziției verzi și digitalizării. Chiar dacă, ținând cont de ritmicitatea absorbției în cele două exerciții anterioare, demararea noului cadru financiar multianual se va face cu o anumită dificultate, investițiile pe un orizont mai apropiat ar putea fi impulsionate suplimentar de existența condiției ca până la sfârșitul anului 2022 să se realizeze asigurarea cu angajamente ferme din partea beneficiarilor finali pentru 70 la sută din granturile acordate prin Mecanismul de Redresare și Reziliență<sup>18</sup> (reprezentând circa 10 miliarde euro). Un semnal încurajator este observat și la nivelul investițiilor străine directe, având în vedere revenirea pe parcursul semestrului II 2020 a influxurilor sub forma participațiilor la capital, inclusiv reinvestirea profiturilor (saltul în termeni anuali fiind de aproape 10 la sută), și menținerea acestei traiectorii în primele două luni ale anului curent (Grafic 2.6).

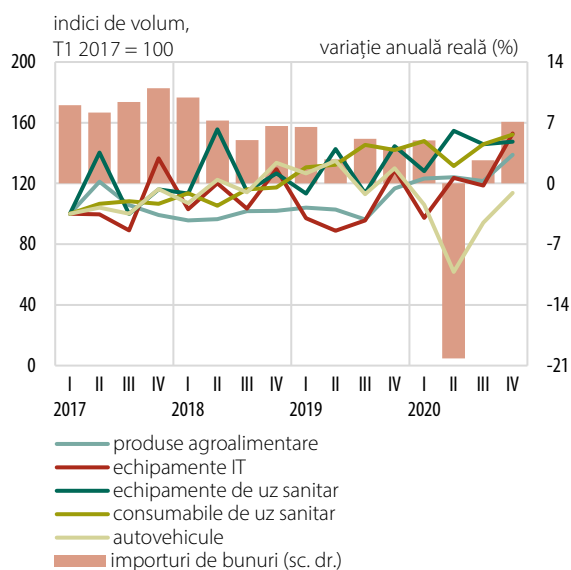


Continuarea procesului de revenire a activității economice globale s-a reflectat favorabil asupra exporturilor locale de bunuri, volumul acestora marcând în trimestrul IV prima creștere în termeni anuali din 2020 (2,7 la sută). Traectoria ascendentă se va menține probabil și în perioada următoare, pe fondul îmbunătățirii sentimentului economic pe plan internațional. Acest parcurs va rămâne însă grevat de incertitudine, încrederea conferită de avansarea pe linia imunizării populației fiind atenuată de o nouă intensificare a restricțiilor pe plan internațional, ca urmare a creșterii numărului de îmbolnăviri în primele luni ale anului 2021 (totuși, efectul acestor măsuri nu a mai atins intensitatea din anul anterior, fiind vizat în principal doar sectorul serviciilor). Totodată, lanțurile internaționale de producție continuă să fie expuse unor episoade de întrerupere, cum este cel cauzat de criza microcipurilor survenită în intervalul februarie-martie 2021, care a afectat activitatea unor mari producători din industria auto și cea electronică (Grafic 2.7).

Parcursul favorabil al exporturilor a fost imprimat, în bună măsură, de redresarea cererii mondiale de autovehicule (cu un aport semnificativ din partea pieței chineze), care s-a resimțit atât asupra vânzărilor de autoturisme (creștere de volum cu 3,4 la sută în trimestrul IV), cât și asupra livrărilor de componente, inclusiv echipamente electrice și cauciuc (ritmuri anuale cuprinse între 6,7 la sută și 12,6 la sută). Contribuții suplimentare la creșterea exporturilor au revenit bunurilor electrocasnice, echipamentelor de comunicații, produselor chimice, metalurgice și din lemn.

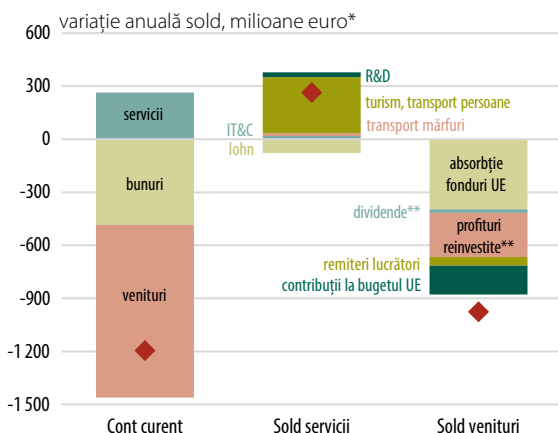
<sup>18</sup> Principalul canal al instrumentului „Next Generation EU” de redresare a economiilor comunitare.



**Grafic 2.8. Importuri**


Sursa: INS, Eurostat, calcule BNR

Pe fondul cererii consistente pe anumite segmente de consum, dar și al revenirii exporturilor (pe filiera achizițiilor de *input*-uri pentru produsele cu această destinație), importurile de bunuri și-au accelerat până la 7,1 la sută dinamica reală în trimestrul IV. Creșteri alerte au continuat să înregistreze achizițiile de bunuri de folosință îndelungată (în special aparate de uz casnic, mobilă și vehicule ușoare), de materii prime agricole (ca urmare a recoltei slabe din anul 2020), precum și cele de componente auto (în asociere cu redresarea industriei de profil), produse metalurgice, echipamente electrice. Pe o pantă crescătoare au rămas și importurile specifice contextului pandemic – materiale și echipamente sanitare (creștere de volum cu 6,4 la sută, variație anuală), precum și computere și echipamente periferice (18,5 la sută), (Grafic 2.8).

**Grafic 2.9. Contul curent și principalele modificări în structură (2 luni 2021)**


\*) variația pozitivă indică o creștere a surplusului sau o scădere a deficitului

\*\*) firme ISD

Sursa: BNR

Similar trimestrelor anterioare, dezechilibrul la nivelul balanței bunurilor, indus de decalajul negativ de ritm dintre exporturile și importurile de bunuri, a constituit principalul canal al erodării cu o treime a contului curent în trimestrul IV 2020, comparativ cu perioada similară a anului anterior. Primele două luni din 2021 au evoluat în aceleași coordonate, care se vor păstra probabil în condițiile în care redresarea economiei românești va antrena o dinamizare a importurilor, iar producția autohtonă continuă să se confrunte cu probleme de competitivitate externă, în special pe segmentul bunurilor de consum. Adâncirea deficitului de cont curent a fost atribuită și balanței veniturilor primare și celei a veniturilor secundare, însă în acest caz factorii determinanți nu sunt de natură a genera preocupare. Astfel, primul dintre aceștia, respectiv creșterea ieșirilor de fonduri sub forma profiturilor reinvestite de firmele constituite ca investiții directe, are o semnificație economică pozitivă, sumele respective

fiind înregistrate ca influxuri cu caracter stabil în contul financiar al balanței de plăți și reprezentând una dintre sursele negenerative de datorie ale finanțării deficitului de cont curent. Totodată, cel de-al doilea factor – debutul relativ modest al anului 2021 în privința absorbției de fonduri europene destinate agriculturii și obiectivelor cu caracter social – își va inversa curând traiectoria (datele zilnice furnizate de Comisia Europeană relevă redresarea în bună măsură a absorbției până la finele lunii aprilie). Balanța serviciilor și-a păstrat evoluția ascendentă, restricțiile asociate crizei pandemice regăsindu-se în creșterea încasărilor din exportul de servicii IT&C și în restrângerea deplasărilor externe în scop turistic (Grafic 2.9).

### Productivitatea muncii

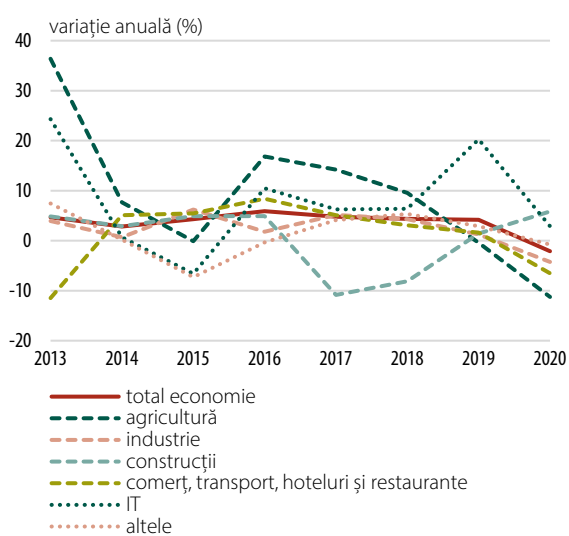
Ultimul trimestru al anului 2020 a consemnat o dinamică anuală nulă a productivității muncii pe ansamblul economiei, în creștere însă cu 3,4 puncte procentuale față de intervalul anterior, marcând astfel revenirea indicatorului în apropierea nivelurilor dinaintea izbucnirii crizei sanitare. Tendința pozitivă din a doua parte a anului a fost cvasigeneralizată la nivel comunitar, în pofida escaladării celui de-al doilea val pandemic până la o amploare superioară episodului din primăvară. Potrivit unui studiu care analizează comparativ cele două perioade de manifestare a pandemiei în

zona euro, costul economic în termeni de producție (și în mare măsură de productivitate) a fost cu peste 50 la sută mai redus în cadrul valului doi. Printre factorii care au susținut evoluția mai favorabilă a productivității se numără: adaptarea unităților de producție și vânzare pentru a satisface rigorile de securitate sanitară, asimilarea tot mai eficientă a muncii de la distanță în activitatea angajaților, respectiv măsurile de stopare a transmiterii virusului mai bine țintite și calibrate, ca urmare a informațiilor suplimentare acumulate în urma studierii acestuia<sup>19</sup>.

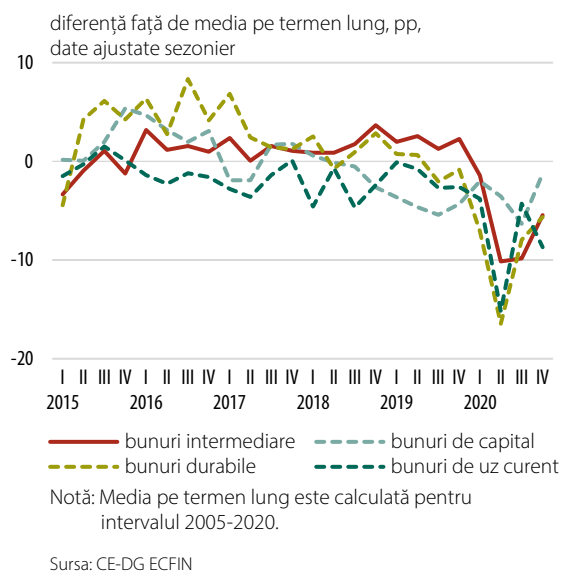
În România, pe ansamblul anului 2020, productivitatea muncii s-a redus cu circa 2 la sută, ca urmare a sistării a numeroase activități în perioada stării de urgență, precum și a anului agricol nefast (Grafic 2.10). Contribuții pozitive notabile au revenit construcțiilor, natura activității sectorului permițându-i să își continue activitatea relativ neperturbat chiar și după impunerea măsurilor de securitate sanitară, respectiv a sectorului IT, care a valorificat oportunitatea generată de noul context epidemiologic privind accelerarea proceselor de digitalizare pe plan global. Traectorii negative ale productivității muncii au fost consemnate în cazul sectorului comercial și în cel al ospitalității, unde intensitatea ridicată a interacțiunii umane a presupus costuri intermediare ridicate pentru satisfacerea rigorilor sanitare, respectiv segmentul industrial, puternic afectat de reducerea cererii externe în primele luni ale pandemiei.

Acesta din urmă a imprimat însă în bună măsură tendința de revigorare a productivității muncii în economie la finalul anului, ritmul anual de creștere a indicatorului în ultimul trimestru din 2020 atingând un maxim al ultimilor trei ani. Evoluția favorabilă a sectorului, conferită de adaptabilitatea crescută la

Grafic 2.10. Productivitatea sectoarelor economice



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



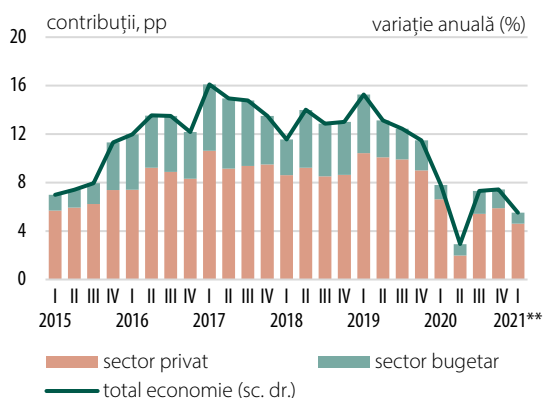
<sup>19</sup> Blanchard și Pisani-Ferry (2021).

noile constrângeri asupra activității, a fost susținută inclusiv de parcursul favorabil al acestei ramuri la nivel comunitar, reflectat de dinamica anuală pozitivă de două cifre a comenzilor noi provenind din piața externă în ultimele trei luni ale anului. Dinamizarea cererii s-a oglindit și în creșterea gradului de utilizare a capacităților de producție, vizibilă pe majoritatea grupelor de bunuri (Grafic 2.11). Perspectivele activității industriale se mențin favorabile, datele pentru luna ianuarie indicând un nou avans în termeni anuali al productivității muncii, iar indicatorii disponibili pentru piața europeană sugerează prevalența unui sentiment optimist în primul trimestru din 2021 (în pofida escaladării celui de-al treilea val pandemic).

### Evoluții pe piața muncii

Reintensificarea crizei pandemice și înăsprirea măsurilor restrictive în ultima parte a anului 2020 au condus, cu o ușoară întârziere, la o deteriorare marginală a situației de pe piața muncii în primele luni ale anului 2021. Astfel, programele guvernamentale de sprijinire a ocupării continuă să limiteze efectele negative, iar perspectivele pentru trimestrul II 2021 sunt favorabile.

Grafic 2.12. Câștigul salarial nominal brut\*



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

\*\*\*) ian.-feb.

Notă: Valorile sunt rotunjite la două zecimale, în unele situații fiind diferențe între suma contribuțiilor și total.

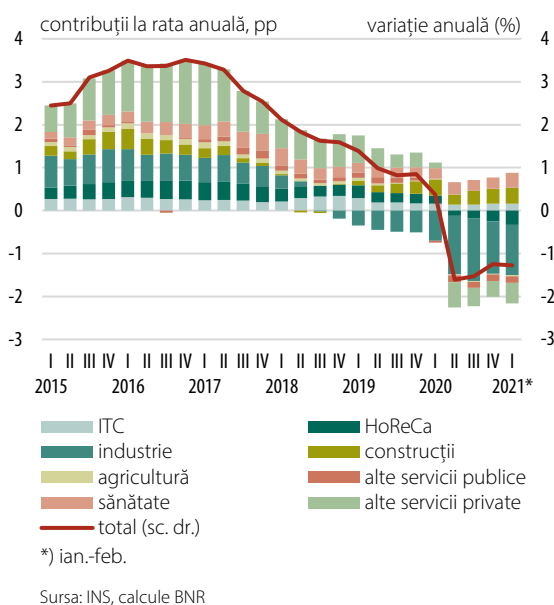
Sursa: INS, calcule BNR

Rata anuală de creștere a câștigului salarial nominal mediu brut s-a atenuat până la 5,5 la sută în intervalul ianuarie-februarie 2021, față de o medie de peste 7 la sută în a doua jumătate a anului 2020. Dincolo de decizia de plafonare a salariilor din sectorul bugetar, cel mai probabil o strategie similară a caracterizat și comportamentul de stabilire a salariilor în mediul privat, dat fiind contextul actual deosebit de incert (Grafic 2.12).

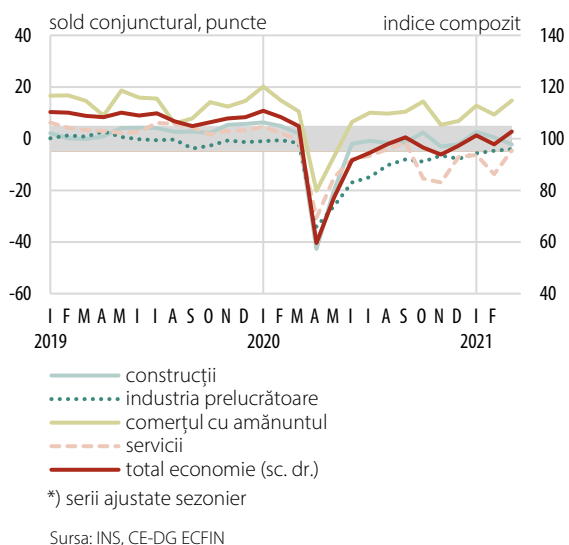
Restricțiile introduse cu ocazia celui de-al doilea val de infectări din ultimul trimestru din 2020 au estompat cu o ușoară întârziere ritmul recuperării locurilor de muncă pierdute la debutul crizei, contracția anuală a efectivului salariaților din economie ajungând în perioada ianuarie-februarie 2021 la -1,3 la sută (-0,1 puncte procentuale față

de trimestrul IV 2020). În structură, evoluțiile au continuat să fie mixte: restrângeri mai ample ale schemelor de personal au avut loc cu precădere în sectoarele direct afectate de criza generată de pandemia COVID-19 (HoReCa, transport aerian, activități de spectacole, culturale și recreative, dar și în industrie), în timp ce angajările au continuat în domeniile IT, activități de poștă și curierat, construcții, sectorul sanitar și în cel farmaceutic (Grafic 2.13). Rata șomajului înregistrat a rămas în jurul nivelului de 3,2 la sută observat începând cu a doua jumătate a anului 2020, iar rata șomajului BIM cu frecvență lunară s-a poziționat la circa 5,7 la sută la începutul anului 2021. În acest ultim caz, valoarea nu este comparabilă cu cele disponibile pentru perioadele anterioare (5,1 la sută, în medie, în trimestrul IV), întrucât metodologia de calcul a fost modificată pentru a răspunde celor mai recente reglementări aplicate

Grafic 2.13. Efectivul salariaților din economie



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



statisticilor europene, ce au drept scop asigurarea comparabilității seriilor de date între statele membre. În cazul României, schimbarea a însemnat excluderea persoanelor care produc bunuri agricole destinate exclusiv sau majoritar autoconsumului din populația ocupată și, implicit, din cea activă, care astfel a fost redusă cu aproape 500 000 de persoane. *Ceteris paribus*, această modificare implică o re poziționare a ratei șomajului BIM cu aproximativ 0,3 puncte procentuale peste traiectoria indicată de seria istorică, calculată potrivit vechii metodologii<sup>20</sup>. Prin urmare, evoluțiile recente ar indica o ușoară deteriorare a indicatorului de la 5,5 la sută (valoare estimată) în trimestrul IV 2020 la 5,7 la sută în intervalul ianuarie-februarie 2021.

Schemele pentru susținerea capitalului de lucru și a investițiilor, alături de măsurile de sprijin adresate pieței muncii, au contribuit la limitarea efectelor negative ale pandemiei COVID-19 asupra economiei și la conservarea forței de muncă pe termen scurt. Cel mai probabil, în absența acestora, rata șomajului ar fi fost mai ridicată. Luând în considerare doar programele de pe piața muncii, evaluările interne, bazate pe calculul unei rate a șomajului contrafactice, care a implicat augmentarea numărului șomerilor cu numărul de salariați care au beneficiat de măsurile guvernamentale de sprijin<sup>21</sup> sub diferite scenarii, ar indica un nivel mai ridicat cu circa 2 puncte procentuale al ratei șomajului la finele anului 2020<sup>22</sup>.

Pe termen scurt (trimestrul II 2021), sondajele CE-DG ECFIN și Manpower relevă o îmbunătățire a oportunităților de angajare față de intervalul anterior (în ambele cazuri soldurile se plasează în continuare sub valorile din aceeași perioadă a anului precedent, însă decalajul s-a redus simțitor față de

perioada preciză; Grafic 2.14). Rezultatele Sondajului CE-DG ECFIN indică o relativă

<sup>20</sup> Potrivit precizărilor metodologice publicate de INS cu ocazia comunicatelor de presă ce vizează rata șomajului BIM pentru lunile ianuarie și februarie 2021, seria istorică va fi revizuită pentru a surprinde modificarea metodologică pe parcursul anului 2021.

<sup>21</sup> În linii mari, măsurile au luat forma șomajului tehnic pe parcursul trimestrului II 2020 (în medie, circa 550 000 de angajați au beneficiat de această schemă, primind 75 la sută din salariul brut, fără a depăși însă 75 la sută din salariul mediu brut pe economie), iar pentru restul anului 2020 statul s-a angajat să deconteze 41,5 la sută din salariul brut pentru o perioadă de trei luni pentru salariații cărora li se reactivează contractele de muncă suspendate la debutul crizei (estimate la o medie de circa 290 000 în trimestrul III 2020).

<sup>22</sup> Acest exercițiu a luat în considerare mai multe scenarii de evoluție a ratei șomajului, presupunând un interval de variație a procentului de beneficiari ai măsurilor care ar fi devenit șomeri în absența acestor măsuri, respectiv 10 la sută, 25 la sută, 50 la sută și cazul extrem de 100 la sută, iar impactul prezentat constituie mediana evaluărilor.

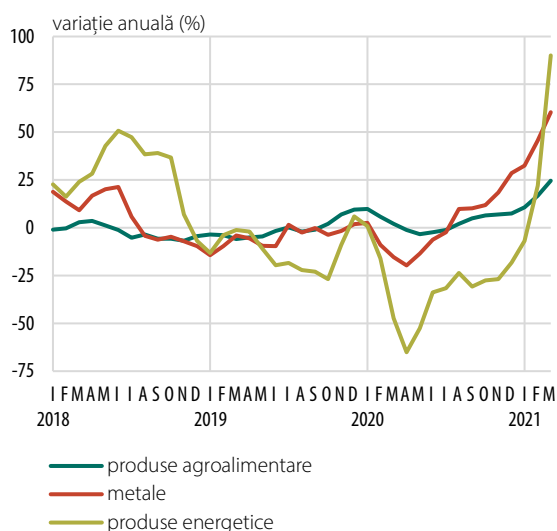
stabilitate a numărului de angajați în construcții, în industria prelucrătoare, dar și în servicii, iar în comerțul cu amănuntul se prefigurează o continuare a recrutărilor. În schimb, studiul Manpower sugerează o intensificare a angajărilor în aproape toate sectoarele economice (excepție făcând sectorul construcțiilor). Totodată, cercetarea mai arată că aproape toate categoriile de companii se așteaptă să angajeze, mai puțin microîntreprinderile, unde soldul răspunsurilor a rămas negativ, acestea din urmă confruntându-se, probabil, cu dificultăți financiare mai acute.

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

Traectoria crescătoare a cotațiilor materiilor prime pe piețele internaționale din ultima parte a anului 2020 s-a accentuat în primul trimestru din 2021, determinând revenirea în teritoriul pozitiv a dinamicii anuale a prețurilor producției industriale pentru piața internă. În cazul prețurilor de producție agricolă, tensiunile induse de recolta deficitară din anul anterior continuă să genereze intensificări de ritm pe segmentul produselor vegetale, o inversare de tendință fiind însă posibilă, având în vedere perspectivele favorabile privind producția agricolă globală pentru anul curent. Persistă în același timp presiuni inflaționiste din partea costurilor cu forța de muncă, respectiv a cheltuielilor specifice destinate combaterii pandemiei.

### 2.1. Prețurile de import

Grafic 2.15. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, calcule BNR

În trimestrul I 2021, prețurile principalelor materii prime și-au accentuat traiectoria ascendentă (avans generalizat al cotațiilor), evoluțiile continuând să reflecte parcursul favorabil al cererii globale, precum și așteptările optimiste privind dinamica viitoare a acestora (Grafic 2.15). La efectele exercitate deja de informațiile privind progresele vaccinării și de stimulentele monetare și fiscale fără precedent adoptate de principalele economii ale lumii s-a adăugat suplimentarea pachetului fiscal în SUA, anunțată de noua administrație în prima jumătate a lunii martie 2021.

În domeniul energiei, cotația Brent și-a accentuat traiectoria ascendentă pe parcursul primului trimestru al anului 2021, dinamica anuală reintrând în teritoriul pozitiv (19,9 la sută, de la o contracție de peste 30 la sută în trimestrul IV 2020). Dincolo de manifestarea unui efect de bază semnificativ,

evoluția a reflectat optimismul piețelor, semnalele pozitive din industria prelucrătoare și menținerea unei politici de control asupra nivelului producției OPEC+. După ce s-a situat pentru scurtă vreme în apropierea nivelului de 70 USD/baril, în contextul unui episod meteorologic care a afectat temporar facilitățile de producție din SUA, prețul

cotației Brent s-a re poziționat spre sfârșitul intervalului la aproximativ 63 USD/baril. La întâlnirea OPEC+ de la sfârșitul lunii martie, a fost anunțat un program de creștere graduală a producției, având ca scop susținerea stabilității prețurilor petrolului. Prețul gazelor naturale la nivel mondial a consemnat, de asemenea, creșteri ample în termeni anuali în trimestrul I 2021 (pe plan european depășind chiar 100 la sută). Tendința a fost indusă de relansarea producției industriale, dar și de factori de ordin meteorologic, respectiv temperaturile mai reduse decât mediile sezoniere.

De asemenea, rata anuală de creștere a indicelui agregat al cotațiilor metalelor (inclusiv minereu de fier) și-a continuat ascensiunea în trimestrul I 2021 până la 45,6 la sută (de la 19,7 la sută în trimestrul IV 2020, respectiv 5,7 la sută în trimestrul III), în structură creșterile fiind generalizate. Evoluțiile sunt explicate de revenirea completă a producției din China și de revigorarea sectorului manufacturier din cadrul economiilor avansate.

Totodată, tendința de scumpire a mărfurilor alimentare din a doua parte a anului 2020 s-a accentuat, variația anuală a indicelui agregat FAO ajungând la 17,2 la sută în trimestrul I 2021 (de la 6,9 la sută în trimestrul IV 2020). Aceasta reflectă evoluțiile pe segmentul oleaginoaselor, cerealelor și, într-o măsură mai restrânsă, al zahărului, în principal ca urmare a anului agricol 2020 modest în mai multe regiuni ale lumii (Europa, zona Mării Negre, SUA, Argentina). În martie însă, odată cu îmbunătățirea perspectivelor privind producția agricolă globală pentru anul curent, s-au înregistrat unele corecții ușoare. În ceea ce privește prețurile la carne, se observă o temperare a contracției (-3,9 la sută în trimestrul I 2021, comparativ cu -11,1 la sută în trimestrul IV 2020). Majoritatea sortimentelor continuă să înregistreze o rată anuală negativă, trendul cotațiilor este însă ascendent, în contextul apariției a numeroase cazuri de gripă aviară în mai multe țări europene, focarelor de pestă porcină în Germania și al majorării cererii din partea Chinei, în luna martie.

Datele disponibile pentru trimestrul IV 2020 indică o temperare a impactului deflaționist exercitat de prețurile externe, indicele valorii unitare a importurilor<sup>23</sup> urcând ușor, până la 95,9 la sută. Această influență asupra prețurilor interne a continuat să fie atenuată de accentuarea aprecierii în termeni anuali a leului față de dolarul SUA, principala monedă de decontare a materiilor prime importate. Mișcările ascendente ale cotațiilor materiilor prime s-au regăsit atât în cazul unor bunuri alimentare (cereale, zahăr, grăsimi animale și vegetale), cât și în cel al metalelor comune, aparatelor și dispozitivelor mecanice, precum și al produselor minerale. În schimb, cele mai multe componente ale segmentului nealimentar (articole de încălțăminte și accesorii, produse de igienă, precum și mijloace de transport) au înregistrat o temperare de ritm în trimestrul IV 2020, indicele valorii unitare rămânând astfel subunitar.

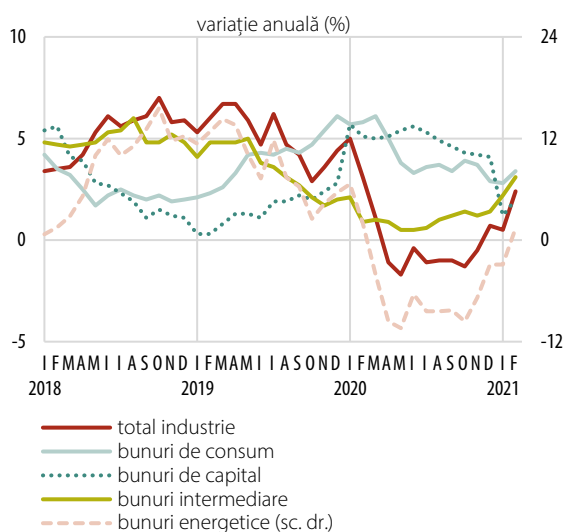
La începutul anului 2021, sunt anticipate presiuni din partea prețurilor de import și, posibil, revenirea IVU la valori supraunitare în condițiile generalizării trendului ascendent al prețurilor materiilor prime. În sens favorabil va acționa efectul îmbunătățirii poziției cursului de schimb față de principalele valute.

<sup>23</sup> Exprimat în euro.

## 2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

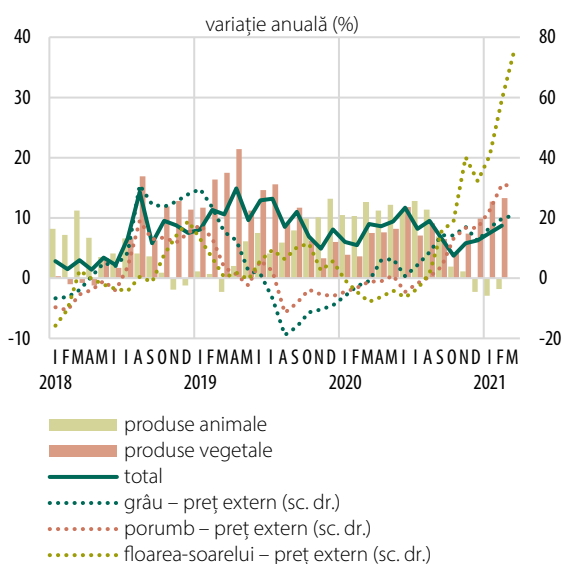
Începutul anului 2021 a marcat trecerea în teritoriul pozitiv a dinamicii anuale a prețurilor producției industriale pentru piața internă, până la 1,5 la sută în intervalul ianuarie-februarie (+1,8 puncte procentuale față de ultimul trimestru al anului 2020; Grafic 2.16). Factorul decisiv pentru această evoluție a fost reprezentat de creșterea

Grafic 2.16. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Sursa: INS, Eurostat

Grafic 2.17. Prețurile producției agricole



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

generalizată a cotațiilor materiilor prime, care a adăugat astfel presiune suplimentară asupra costurilor de producție ale companiilor, alături de cea exercitată de costurile unitare cu forța de muncă sau de cheltuielile specifice asociate măsurilor de combatere a pandemiei. În același timp, revenirea peste așteptări a nivelului de activitate la finalul anului 2020, în pofda celui de-al doilea val pandemic, a facilitat probabil transferul în prețuri.

În structură, dinamica anuală negativă a prețurilor bunurilor energetice s-a atenuat semnificativ (până la -0,7 la sută în intervalul ianuarie-februarie 2021, de la -6,4 la sută în trimestrul IV 2020), reflectând creșterea alertă a cotației petrolului, dar și pe cea a prețurilor interne ale energiei electrice, ca efect al menținerii unui raport dezechilibrat între cerere și ofertă<sup>24</sup>. În ceea ce privește prețurile bunurilor intermediare, ritmul anual de creștere s-a intensificat până la 2,6 la sută, în condițiile majorării cotațiilor bunurilor energetice, precum și ale trendului ascendent al prețurilor internaționale ale metalelor. Cu toate că dinamica anuală s-a atenuat în cazul prețurilor de producție ale bunurilor de capital și ale celor de consum (până la 1,6 la sută, respectiv 3,1 la sută), tendința s-a datorat aproape integral unor efecte de bază localizate la nivelul anumitor industrii (cea de reparație a mașinilor, în primul caz, respectiv industria cărnii, în cel de-al doilea). Excluzând aceste efecte, dinamica anuală s-ar fi majorat în cazul ambelor grupe de bunuri, reflectând deteriorarea condițiilor de costuri. Pe segmentul bunurilor de consum, se remarcă evoluțiile din industria alimentară, unde s-au acumulat presiuni inflaționiste specifice, în asociere cu randamentele deosebit de slabe înregistrate la principalele culturi (grâu, porumb, floarea-soarelui) în anul 2020.

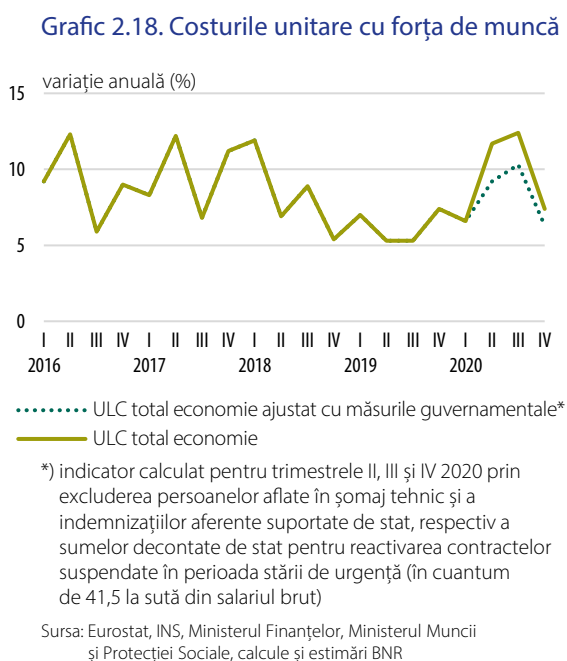
<sup>24</sup> În condițiile problemelor întâmpinate de producția pe bază de cărbune, pe fondul costului ridicat de achiziție a certificatelor de emisie CO<sub>2</sub>, respectiv de hidrocentrale, ca urmare a anului 2020 extrem de secetos.



Astfel, în intervalul ianuarie-februarie 2021, variația anuală a prețurilor producției agricole a cunoscut o accelerare față de trimestrul IV, până la 8,1 la sută (+2,9 puncte procentuale). Evoluția s-a datorat produselor vegetale (+5,9 puncte procentuale, până la 13 sută), pe fondul recoltei slabe din anul anterior; Grafic 2.17. În ceea ce privește produsele de origine animală, prețurile au consemnat o contracție în termeni anuali (-2,3 la sută), temperări de ritm fiind înregistrate la carne, contribuția dominantă revenind prețurilor produselor din carne de porc, care au scăderi ample.

### Costurile unitare cu forța de muncă

Rata anuală de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă a cunoscut o atenuare în a doua jumătate a anului 2020, presiunile inflaționiste de pe această filieră, vizibile la debutul crizei, atenuându-se treptat odată cu relaxarea restricțiilor și cu revenirea activității economice. Totuși, dinamica a rămas consistentă (circa 10 la sută pe



ansamblul semestrului II 2020, față de aproximativ 12 la sută în trimestrul II), cu valori peste media pe economie în sectoarele ce implică interacțiuni umane și ale căror afaceri au fost mai afectate de criza sanitară (HoReCa, activități culturale și recreative, transport, îndeosebi cel aerian). O contribuție la menținerea unui ritm ridicat a avut și retenția forței de muncă, stimulată mai ales prin intermediul măsurilor de sprijin adresate pieței. Indicatorul ajustat pentru impactul asociat recurgerii firmelor la măsurile de sprijin guvernamentale (șomaj tehnic, reactivarea contractelor suspendate pe perioada stării de urgență) a consemnat o dinamică mai moderată, de aproximativ 8 la sută (Grafic 2.18).

La nivelul industriei, dinamica anuală a costurilor salariale unitare s-a poziționat în jurul valorii de 3 la sută în intervalul august 2020 – februarie 2021, însă în structură peisajul rămâne unul mixt. Astfel, unele domenii, precum metalurgia și ramurile asociate

activității de construcții (tractate de evoluția pozitivă a acestui sector), au continuat să înregistreze câștiguri în planul productivității. În schimb, în cazul industriei auto și al ramurilor conexe s-au observat înrăutățiri ale ritmului costurilor salariale unitare în primele luni ale anului 2021 (până la peste 5 la sută, de la valori negative sau nule în trimestrul IV 2020), activitatea unuia dintre principalii producători de autoturisme fiind întreruptă temporar, în contextul unor modificări ale liniilor de producție, necesare pentru fabricarea noilor modele; pe termen scurt sunt anticipate perturbări ale producției pe aceste segmente, date fiind sincopele pe lanțurile de aprovizionare generate de criza microcipurilor. În ceea ce privește ramurile relevante pentru coșul de consum, ratele anuale de creștere a ULC s-au menținut înalte în primele luni ale anului 2021 (peste 15 la sută) în industria ușoară și cea farmaceutică, valori ceva mai moderate fiind înregistrate în industria alimentară și cea a mobilei (circa 6 la sută).

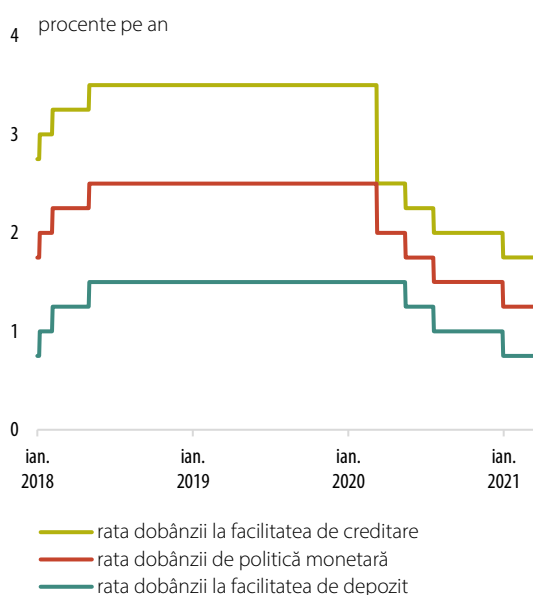


### 3. Politica monetară și evoluții financiare

#### 1. Politica monetară

În ședința din data de 15 martie 2021<sup>25</sup>, BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 1,25 la sută, iar ratele dobânzilor aferente facilității de depozit și celei de creditare la 0,75 la sută, respectiv 1,75 la sută. Totodată, ratele RMO aplicabile pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost păstrate la nivelurile în vigoare (8 la sută, respectiv 5 la sută). Deciziile au vizat menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei staționare de inflație de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, într-o manieră de natură să susțină redresarea activității economice în contextul procesului de consolidare fiscală și în condiții de protejare a stabilității financiare.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Deciziile Consiliului de administrație al BNR au fost adoptate în condițiile creșterii mult peste așteptări a ratei anuale a inflației în debutul anului curent și ale redresării mult mai alerte a economiei în trimestrul IV 2020 față de prognoză, care au condus la revizuirea semnificativă în sens ascendent a previziunilor pe termen scurt privind inflația și într-o mai mică măsură a celor pe orizontul mai îndepărtat de timp, în contextul unor incertitudini și riscuri foarte ridicate, însă, generate de mersul pandemiei și de măsurile restrictive asociate (Grafic 3.1).

Astfel, rata anuală a inflației a urcat la 2,99 la sută în ianuarie și la 3,16 la sută în februarie<sup>26</sup>, sub impactul tranzitoriu al liberalizării pieței energiei electrice pentru consumatorii casnici și ca efect al scumpirii combustibililor, pe fondul ascensiunii cotației petrolului<sup>27</sup>. În același timp, rata anuală a inflației

<sup>25</sup> Conform deciziei Consiliului de administrație al BNR din data de 20 martie 2020, având în vedere gradul de incertitudine ce caracterizează evoluțiile economice și financiare în contextul pandemiei de coronavirus, calendarul ședințelor de politică monetară anunțat anterior a fost suspendat, urmând ca acestea să aibă loc ori de câte ori va fi necesar. În ședința din 15 martie 2021, Consiliul de administrație al BNR a aprobat noul calendar al ședințelor pe probleme de politică monetară.

<sup>26</sup> De la 2,06 la sută în decembrie 2020.

<sup>27</sup> Acestea au fost contrabalansate doar în mică măsură de influențele dezinflaționiste venite de pe segmentele LFO și produse din tutun, precum și din decelerarea inflației de bază.

CORE2 ajustat și-a încetinit descreșterea, coborând la 3,1 la sută în ianuarie 2021, de la 3,3 la sută în decembrie 2020, și rămânând în februarie constantă. Tendința ei descendentă a fost susținută și în acest interval de efectele de bază dezinflaționiste asociate evoluției prețurilor unor produse alimentare procesate, precum și de influențele modeste ale deficitului de cerere agregată, alături de cele venite din cererea deficitară de pe segmentul serviciilor, în timp ce mici efecte de sens opus au decurs din dinamizarea cumpărărilor de anumite bunuri, dar și din perturbări pe partea ofertei și din costuri asociate pandemiei și măsurilor de prevenire a răspândirii infecției cu SARS-CoV-2. Totodată, dinamica componentei mai purta amprenta presiunilor inflaționiste ale factorilor fundamentali din perioada prepandemie, reflectând și așteptările inflaționiste asociate.

În același timp, activitatea economică a continuat să se redreseze într-un ritm deosebit de alert în trimestrul IV 2020, mult superior celui previzionat, reducându-și declinul în termeni anuali la -1,4 la sută, de la -5,6 la sută în trimestrul anterior, în condițiile unei creșteri trimestriale de 4,8 la sută, după majorarea cu 5,6 la sută din trimestrul III. Drept consecință, contracția economică din anul 2020 s-a limitat la -3,9 la sută, iar deficitul de cerere agregată s-a resorbit la finele anului într-o proporție mult mai mare decât se anticipase. Evoluțiile s-au asociat cu reamplificarea deficitului balanței comerciale față de aceeași perioadă a anului trecut – pe fondul creșterii relativ mai vizibile a dinamicii importurilor de bunuri și servicii –, precum și cu mărirea avansului în termeni anuali a deficitului de cont curent, inclusiv ca urmare a accentuării deteriorării balanței veniturilor primare<sup>28</sup>, în pofda creșterii intrărilor de fonduri europene de natura contului curent.

Pe piața muncii, impactul reacutizării pandemiei și al restricțiilor de mobilitate instituite în trimestrul IV 2020 a fost, de asemenea, inferior așteptărilor<sup>29</sup>, însă perspectiva acesteia continua să fie marcată de mari incertitudini, mai ales pe orizontul mai îndepărtat de timp, în contextul celui de-al treilea val pandemic și al restricțiilor asociate, precum și al măsurilor temporare de sprijin guvernamental.

În aceste condiții, perspectiva inflației s-a modificat vizibil în raport cu previziunile anterioare. Astfel, potrivit noilor evaluări, rata anuală a inflației era așteptată să crească treptat pe parcursul anului 2021 până în proximitatea limitei de sus a intervalului țintei, pentru ca, după o amplă corecție descendentă în debutul anului viitor, să urce din nou și să rămână ușor deasupra punctului central al țintei, pe fondul reinversării poziției ciclice a economiei în trimestrul III 2021 – semnificativ mai devreme decât în proiecția precedentă – și al creșterii ulterioare lente a excedentului de cerere agregată<sup>30</sup>.

<sup>28</sup> Pe seama fluxurilor de dividende distribuite.

<sup>29</sup> Efectivul salariilor din economie a continuat să crească ușor în intervalul noiembrie-decembrie 2020, la fel ca și dinamica lui anuală, care a rămas totuși negativă, iar rata șomajului BIM și-a prelungit scăderea lentă în raport cu media trimestrului anterior. Rata locurilor de muncă vacante a pierdut însă avansul marginal consemnat în trimestrul III, gradul de relaxare a pieței muncii menținându-se astfel relativ neschimbat, dar în contextul unor evoluții eterogene la nivel sectorial. În aceste condiții, câștigul salarial mediu brut nominal și-a consolidat dinamica anuală relativ înaltă în ultimele luni din 2020, în principal pe seama evoluțiilor din sectorul privat.

<sup>30</sup> Astfel, rata anuală a inflației era anticipată să se plaseze la nivelul de 3,4 la sută la finele anului 2021 (față de 2,5 la sută în precedenta prognoză publicată în *Raportul asupra inflației* din noiembrie 2020), respectiv la 2,8 la sută la finele orizontului de prognoză (față de valoarea de 2,4 la sută previzionată anterior pentru același moment de referință).

Valorile mai înalte și în creștere ușoară ale ratei anuale a inflației din anul curent, dar și ajustarea lor descendentă din debutul celui viitor erau atribuibile integral acțiunii factorilor pe partea ofertei, mai cu seamă impactului tranzitoriu al scumpirii energiei electrice în contextul liberalizării pieței de profil și efectului său de bază dezinflaționist ulterior. Influențe semnificative, în dublu sens pe orizonturi diferite de timp, proveneau și din evoluția probabilă a prețului combustibililor, precum și din majorarea cotațiilor internaționale ale materiilor prime agroalimentare, resimțite prioritar la nivelul inflației de bază.

În cazul presiunilor factorilor fundamentali, era însă de așteptat o tranziție graduală dinspre caracterul modest dezinflaționist curent spre unul ușor inflaționist în cea de-a doua parte a orizontului proiecției, având ca premise și ipoteze majore: (i) decalajele temporale cu care se manifestă efectele dezinflaționiste ale *gap*-ului negativ al PIB, precum și cele inflaționiste ale excedentului de cerere agregată, anticipat a se redeschide în trimestrul III 2021 și a crește lent ulterior<sup>31</sup>, (ii) relativa ameliorare a structurii cererii agregate din perspectiva potențialului ei inflaționist, prin creșterea contribuției investițiilor în detrimentul consumului privat, cu implicații inclusiv asupra evoluției viitoare a PIB potențial, precum și (iii) probabila decelerare puternică a creșterii costurilor unitare salariale pe orizontul proiecției, în condițiile persistenței subutilizării forței de muncă, implicit a caracterului relaxat al pieței muncii<sup>32</sup>. Sub impactul conjugat al factorilor de influență, rata anuală a inflației CORE2 ajustat era așteptată să mai scadă ușor pe parcursul a câteva luni, dar să se oprească și să se mențină ulterior în apropierea nivelului de 2,7 la sută, vizibil deasupra valorilor anticipate anterior<sup>33</sup>.

Incertitudinile și riscurile asociate noii perspective continuau să fie foarte ridicate, decurgând prioritar din mersul pandemiei și măsurile restrictive asociate – în condițiile intensificării celui de-al treilea val pandemic –, precum și din dinamica vaccinării pe plan mondial, dar mai ales la nivelul UE. Surse majore de incertitudini și riscuri le constituiau conduita viitoare a politicii fiscale, în contextul consolidării bugetare prezumate a se realiza gradual pe termen mediu, alături de absorbția fondurilor europene alocate României, dar și evoluțiile de pe piața muncii, sub influența situației sanitare și a măsurilor de sprijin guvernamental. Importante erau, însă, și tendințele sincronizate de creștere a cotațiilor multor materii prime pe plan mondial, precum și evoluțiile de pe piața financiară internațională, în contextul așteptărilor inflaționiste ale investitorilor și al perspectivei conduitei politicii monetare a Fed.

<sup>31</sup> Potrivit noilor evaluări, economia era așteptată să crească mai alert în 2021 decât se previzionase anterior, datorită redresării ei mult peste așteptări în trimestrul IV 2020, pentru ca în 2022 să revină la o dinamică mai temperată, corespunzând unor ritmuri trimestriale așteptate să se intensifice din a doua parte a anului curent – pe fondul progresului vaccinării și al relaxării măsurilor restrictive –, dar să rămână inferioare celor pre-pandemie.

<sup>32</sup> Dinamica prețurilor importurilor se anticipa a genera însă pe termen scurt influențe inflaționiste, contrar previziunilor anterioare. Mici efecte inflaționiste tranzitorii urmau să vină probabil și din creșterea abruptă a cererii de servicii odată cu ridicarea actualelor restricții, eventual confruntată cu constrângeri pe partea ofertei, precum și din perturbații persistente în lanțurile de producție și aprovizionare.

<sup>33</sup> Respectiv 2,4 la sută în decembrie 2021 și 2,3 la sută la finele orizontului de prognoză.

## 2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu zilnic al tranzacțiilor interbancare<sup>34</sup> și cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare au consemnat scăderi semnificative pe ansamblul trimestrului, dar în condițiile unor evoluții fluctuante. Cursul de schimb leu/euro a rămas relativ stabil în primele două luni din trimestrul I 2021, pentru ca în martie să cunoască o ajustare ascendentă. Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat, precum și cea a lichidității din economie au continuat să se mărească pe ansamblul perioadei ianuarie-februarie.

### 2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare și-a accelerat scăderea în ianuarie, inclusiv sub impulsul reducerii ratei dobânzii de politică monetară cu 0,25 puncte procentuale<sup>35</sup>, coborând și menținându-se în jumătatea inferioară a coridorului ratelor dobânzilor până la finele lunii februarie, pentru ca apoi să urce și să tindă să rămână în apropierea ratei dobânzii la facilitatea de creditare. În aceste condiții, media lui trimestrială și-a accentuat declinul în raport cu precedentele trei luni (-0,41 puncte procentuale), ajungând la 1,27 la sută – un minim al ultimilor trei ani.

Alături de scăderea ratelor dobânzilor reprezentative ale BNR, evoluția a reflectat creșterea excedentului de lichiditate de pe piața monetară în luna ianuarie<sup>36</sup>, succedată însă de o restrângere semnificativă în februarie și de reinstalarea temporară în martie a unui deficit net de rezerve, în contextul amplificării volatilității pe piața financiară internațională<sup>37</sup>, dar și al evidențierii unor evoluții macroeconomice mult peste așteptări pe plan intern. Totodată, până spre mijlocul intervalului, banca centrală a continuat să dreneze surplusul de rezerve exclusiv prin intermediul facilității de depozit<sup>38</sup>, pentru ca apoi să recurgă la atragerea de depozite 1W<sup>39</sup>, iar ulterior să furnizeze într-o manieră prudentă lichiditate băncilor prin operațiuni *repo* și, în subsidiar, prin cumpărarea de titluri de stat denominate în lei pe piața secundară<sup>40</sup>, asociată cu o creștere a apelului băncilor la facilitatea de creditare.

Pe acest fond, randamentele ON ale pieței monetare interbancare au scăzut alert în ianuarie, inclusiv sub impulsul reducerii ratei dobânzii de politică monetară, coborând și menținându-se în jumătatea inferioară a coridorului ratelor dobânzilor, dar au urcat brusc la finele lunii februarie în apropierea ratei dobânzii la facilitatea de creditare, unde au tins să rămână până spre sfârșitul trimestrului.

<sup>34</sup> Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară (exclusiv BNR), ponderată cu volumul tranzacțiilor.

<sup>35</sup> În mod corespunzător au fost reduse și ratele dobânzilor la facilitățile permanente.

<sup>36</sup> Sub impactul operațiunilor Trezoreriei.

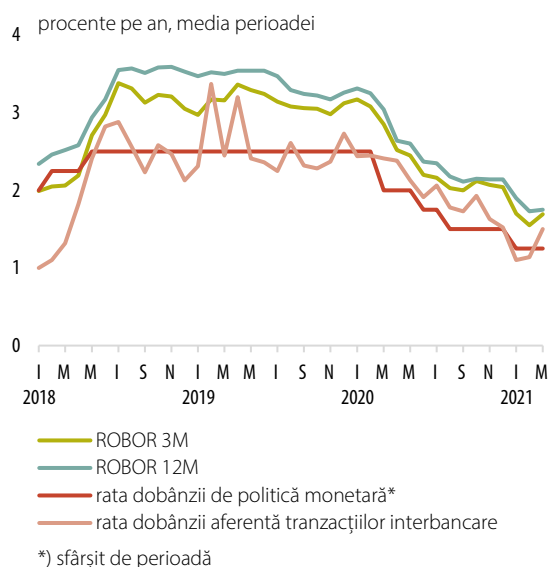
<sup>37</sup> Pe fondul așteptărilor inflaționiste și al temerilor investitorilor legate de perspectiva conduitei politicii monetare a Fed.

<sup>38</sup> În contextul ameliorării percepției investitorilor asupra perspectivei economiei românești ulterior evenimentelor politice din decembrie 2020, precum și al creșterii apetitului global pentru risc.

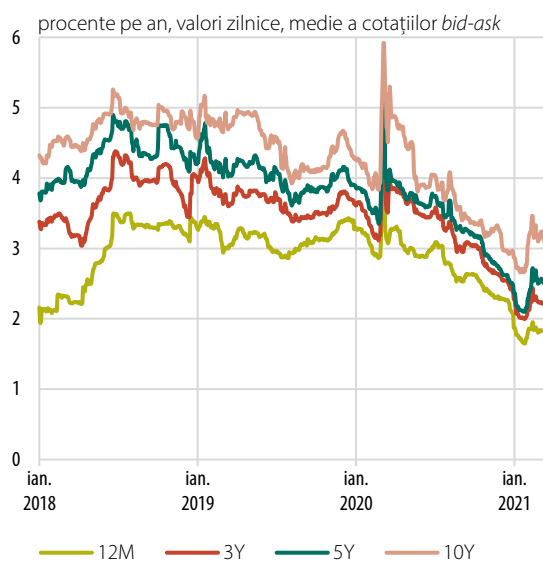
<sup>39</sup> Pe 17 februarie 2021, BNR a organizat o licitație în cadrul căreia a atras depozite 1W în valoare de 4,5 miliarde lei.

<sup>40</sup> În luna martie, volumul acestora s-a situat la 0,1 miliarde lei.

**Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR**



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



în cazul scadenței de 10 ani –, pentru ca ulterior să sufere o ajustare ascendentă relativ abruptă, care s-a inversat însă parțial în prima parte a lunii martie (Grafic 3.3). Nivelurile medii ale cotațiilor din luna martie au fost astfel predominant sensibil inferioare celor din decembrie 2020, cu până la 0,46 puncte procentuale în cazul titlurilor pe 6-12 luni (1,78 la sută, respectiv 1,84 la sută), respectiv cu circa 0,34 puncte

Totodată, cotațiile pe termen mai lung ROBOR 3M-12M s-au înscris în debutul anului pe o traiectorie accentuat descrescătoare, pentru ca în prima decadă a lunii martie să consemneze o creștere semnificativă, care a început însă să se corecteze către sfârșitul perioadei, pe fondul așteptărilor de relaxare a condițiilor lichidității pieței<sup>41</sup>. Valorile medii trimestriale ale cotațiilor au scăzut astfel consistent, ajungând la 1,65 la sută în cazul ROBOR 3M (-0,43 puncte procentuale) și la 1,73 la sută, respectiv 1,79 la sută, în cazul termenelor de 6 luni și 12 luni (-0,39 puncte procentuale, respectiv -0,35 puncte procentuale) – minime ale ultimelor 14 trimestre (Grafic 3.2).

La rândul ei, piața titlurilor de stat a resimțit în trimestrul I efectele deciziilor și acțiunilor băncii centrale, precum și influențele majore venite din: (i) ameliorarea percepției investitorilor asupra perspectivei economiei românești ulterior momentului electoral din decembrie 2020; (ii) scăderea apetitului global pentru risc în a doua parte a lunii februarie, pe fondul revizuirii așteptărilor inflaționiste ale investitorilor<sup>42</sup> și al temerilor acestora legate de conduita politicii monetare a Fed, de natură să antreneze un *sell-off* generalizat și o creștere a randamentelor pe piețele obligațiunilor guvernamentale pe plan global; (iii) creșterea mult peste așteptări a ratei anuale a inflației în ianuarie 2021 și, mai ales, a economiei în trimestrul IV 2020, relevate de noile date statistice.

În aceste condiții, cotațiile de referință de pe segmentul secundar<sup>43</sup> și-au accentuat și apoi și-au prelungit scăderea până în prima parte a lunii februarie – atingând, din perspectiva valorilor zilnice, minime ale ultimilor aproximativ 5 ani pe segmentul median al maturităților și minimul istoric

<sup>41</sup> Inclusiv ca efect al ajungerii la scadență pe 22 martie a unei serii de obligațiuni de stat în valoare de 9,1 miliarde lei.

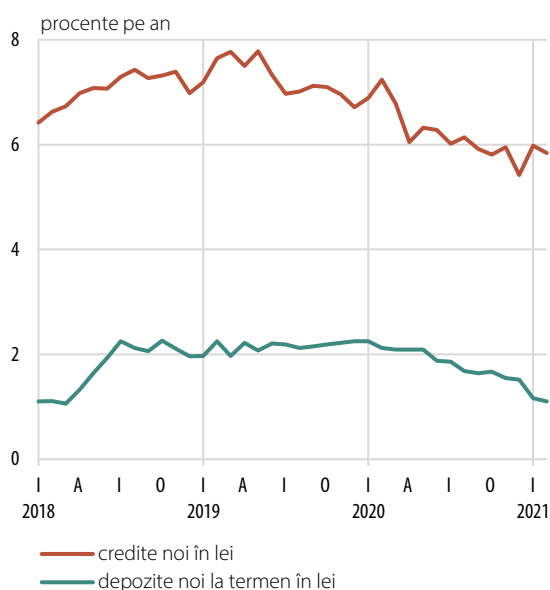
<sup>42</sup> În contextul amplului pachet fiscal stimulat propus de administrația Biden, al derulării campaniilor de vaccinare, dar și al ascensiunii prețurilor materiilor prime.

<sup>43</sup> Medii *bid-ask*.

procentuale și 0,13 puncte procentuale pentru cele pe 3 ani și 5 ani (2,25 la sută, respectiv 2,55 la sută), crescând totuși marginal pe scadența de 10 ani (+0,05 puncte procentuale, până la 3,19 la sută). Pe acest fond, curba randamentelor și-a accentuat înclinația pozitivă față de finele anului trecut.

Și pe segmentul primar al pieței, randamentele medii acceptate au urmat o mișcare pronunțat descrescătoare în prima parte a trimestrului, inversată parțial ulterior. Față de decembrie 2020, randamentele medii acceptate în cadrul ultimelor licitații din perioada analizată au scăzut pe toate maturitățile – cu 0,5 puncte procentuale în cazul titlurilor pe 1 an (1,86 la sută), cu 0,23 puncte procentuale în cazul titlurilor pe 4 ani (2,40 la sută) și cu 0,04 puncte procentuale pentru cele cu scadența reziduală de 7 ani (2,84 la sută). Raportul dintre volumul solicitat și cel anunțat a urcat semnificativ în ianuarie (la 2,4, de la 2,0 în trimestrul IV), dar s-a diminuat în februarie și, mai ales, în martie (la 2,3, respectiv 1,7), în condițiile slăbirii apetitului investitorilor pentru aceste plasamente<sup>44</sup>. Pe ansamblul trimestrului I, volumul titlurilor puse în circulație și, în mai mică măsură, cel al emisiunilor nete, s-au redus față de trimestrul precedent, raportul dintre volumul emis și cel anunțat menținându-se însă relativ constant (1,2<sup>45</sup> față de 1,3 în trimestrul IV 2020), în condițiile unei ușoare scăderi a ofertei MF.

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebankari a consemnat o ajustare crescătoare pe ansamblul perioadei ianuarie-februarie 2021 (+0,19 puncte procentuale în raport cu media trimestrului IV 2020, până la 5,91 la sută), însă exclusiv ca urmare a unor modificări în structura fluxului de împrumuturi, în condițiile în care ratele dobânzilor aferente principalelor categorii de credite și-au prelungit parcursul descendent, pe fondul scăderii ratei dobânzii de politică monetară, a cotațiilor relevante ROBOR și a IRCC. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi pentru locuințe și cea aferentă împrumuturilor pentru consum au coborât la unison în raport cu mediile trimestrului IV 2020 (-0,26 puncte procentuale, până la 4,61 la sută, respectiv -0,23 puncte procentuale, până la 8,97 la sută – reprezentând minime ale ultimilor circa 6, respectiv 3 ani<sup>46</sup>); media la nivelul sectorului a urcat

<sup>44</sup> În cadrul ultimei licitații de titluri de stat din februarie (cu maturitate reziduală de circa 7 ani), precum și în cadrul a două licitații din martie (pe 5 ani și 10 ani), MF a respins integral ofertele de cumpărare.

<sup>45</sup> În trimestrul I, MF a pus în circulație lunar și titluri de stat destinate populației, valoarea totală a acestora fiind de 3 miliarde lei. Prin programul „Tezaur” au fost emise în ianuarie titluri în valoare de 955,2 milioane lei (cu maturități de 1, 3 și 5 ani și randamente de 3,25 la sută, 3,5 la sută, respectiv 3,75 la sută), în februarie de 219,8 milioane lei (cu maturități de 1, 3 și 5 ani și randamente de 3,0 la sută, 3,30 la sută, respectiv 3,45 la sută), iar în martie de 488,2 milioane lei (cu maturități de 1, 3 și 5 ani și randamente de 2,85 la sută, 3,10 la sută, respectiv 3,25 la sută). Prin programul „Fidelis” au fost puse în circulație în martie titluri în lei în valoare de 709,4 milioane lei (cu maturități de 1 an și 3 ani și randamente de 2,85 la sută și 3,1 la sută) și titluri în euro în valoare de 140,5 milioane euro (pe 5 ani, la un randament de 1,55 la sută). Totodată, atât în februarie, cât și în martie au fost emise pe piața internă și titluri denumite în euro, în valoare totală de 1,5 miliarde euro (din care 1,3 miliarde euro în februarie – 310 milioane euro pe 5 ani, maturitate reziduală 2,8 ani, la un randament de 0,09 la sută, și 936 milioane euro pe 6 ani, la un randament de 0,65 la sută – și 230 milioane euro în martie, tot pe 6 ani, la un randament de 0,66 la sută).

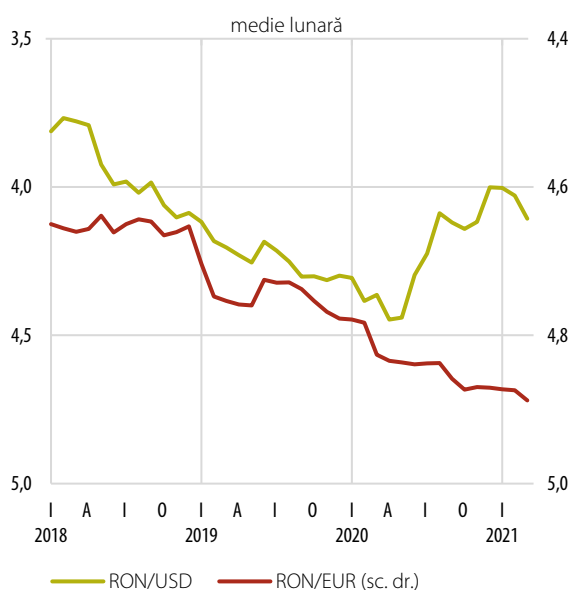
<sup>46</sup> Din perspectiva datelor trimestriale.

însă cu 0,34 puncte procentuale, la 7,01 la sută, ca efect al majorării ponderii creditelor pentru consum. La rândul său, rata medie a dobânzii la creditele noi ale societăților nefinanciare s-a redus cu 0,27 puncte procentuale față de trimestrul IV 2020 (până la o medie de 4,32 la sută – minimumul ultimelor 14 trimestre), în principal pe seama scăderii consemnate de costul mediu cu dobânda al împrumuturilor de valoare mare, peste echivalentul a 1 milion de euro (-0,39 puncte procentuale, până la 4,01 la sută), Grafic 3.4.

Rata medie a dobânzii la depozitele noi la termen ale clienților nebankari și-a accentuat scăderea pe ansamblul perioadei ianuarie-februarie (-0,44 puncte procentuale în raport cu media trimestrului IV 2020, până la 1,13 la sută), evoluția regăsindu-se la nivelul ambelor categorii de clienți. Astfel, rata medie a dobânzii la depozitele noi la termen ale populației a coborât cu 0,20 puncte procentuale comparativ cu trimestrul anterior, la o medie de 1,34 la sută, o scădere și mai semnificativă fiind consemnată pe segmentul societăților nefinanciare (-0,52 puncte procentuale față de trimestrul IV 2020, până la un nivel mediu de 1,07 la sută).

## 2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



Cursul de schimb leu/euro a rămas relativ stabil în primele două luni din trimestrul I, pentru ca în martie să cunoască două ajustări ascendente, re poziționându-se, astfel, la finele intervalului pe un palier vizibil mai înalt (Grafic 3.5).

Rata de schimb leu/euro a continuat să oscileze într-o bandă îngustă în prima jumătate a trimestrului I 2021, pe fondul percepției îmbunătățite a investitorilor asupra economiei interne și al fluctuațiilor moderate ale sentimentului pieței financiare internaționale; acestea din urmă au reflectat așteptările privind adoptarea noului pachet fiscal stimulat în SUA, dar și îngrijorările legate de situația epidemiologică pe plan mondial, alimentate de apariția unor noi variante ale virusului și de incertitudinile privind ritmul vaccinării, mai ales la nivel european.

Apetitul global pentru risc s-a deteriorat însă considerabil în a doua jumătate a lunii februarie, ca urmare a revizuirii ascendente a anticipațiilor inflaționiste ale investitorilor<sup>47</sup> și a temerilor acestora privind perspectiva conduitei politicii monetare a Fed, ce au antrenat o creștere generalizată a randamentelor obligațiunilor guvernamentale, precum și presiuni de depreciere, mai ales pe piețele emergente.

<sup>47</sup> În contextul amplului pachet fiscal stimulat propus în SUA, al derulării campaniilor de vaccinare, dar și al creșterii susținute a prețurilor materiilor prime.

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

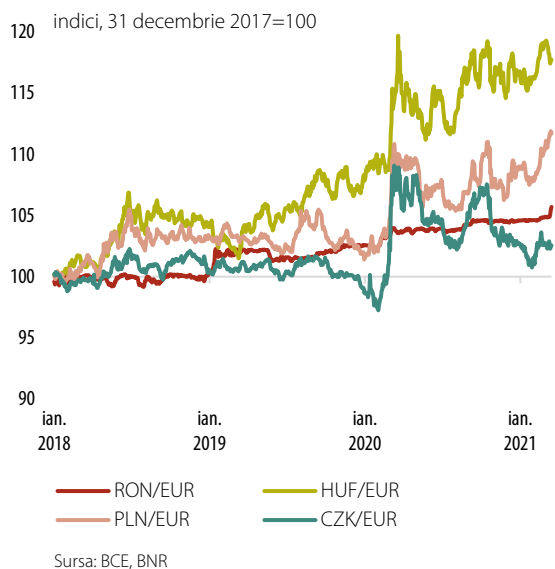
	milioane euro					
	2 luni 2020			2 luni 2021		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	3 584	4 936	-1 352	-1 304	-102	-1 202
Investiții directe	-163	512	-674	30	607	-578
Investiții de portofoliu	-66	4 842	-4 908	162	17	145
Derivate financiare	-17	x	-17	-3	x	-3
Alte investiții	927	-418	1 345	850	-727	1 576
– numerar și depozite	893	-316	1 208	740	-584	1 324
– împrumuturi	20	21	-1	-7	-220	214
– altele	14	-123	138	117	77	38
Active de rezervă ale BNR (net)	2 902	0	2 902	-2 343	0	-2 343

\*) „+” creștere/„-”scădere

Atitudinea investitorilor față de piețele financiare din regiune a fost suplimentar afectată de îngrijorările privind cel de-al treilea val pandemic, generate de creșterea accentuată a cazurilor noi de infectare cu coronavirus.

În contextul diferențialului ratelor dobânzilor și al înăsprii condițiilor lichidității de pe piața monetară, raportul leu/euro și-a păstrat totuși relativa stabilitate până la finele lunii februarie și a consemnat doar o mică ajustare ascendentă în prima decadă a lunii martie, în timp ce cursurile de schimb ale principalelor monede din regiune au crescut alert, inversându-și astfel parcursul predominant descendent urmat de la începutul anului curent. În ultimele zile ale trimestrului, cursul de schimb leu/euro a cunoscut însă o ascensiune mai fermă și a rămas apoi cantonat pe noul palier, în consonanță cu tendința unor fundamente economice interne<sup>48</sup>.

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



Pe piața valutară interbancară, volumul tranzacțiilor a crescut vizibil, apropiindu-se de cel consemnat în primele trei luni ale anului precedent, iar soldul lor negativ a rămas ridicat, în pofida ameliorării considerabile a evoluțiilor în luna martie, mai ales pe segmentul operațiunilor rezidenților (Tabel 3.1).

În raport cu trimestrul anterior<sup>49</sup>, leul s-a depreciat față de euro cu 0,3 la sută în termeni nominali<sup>50</sup> și s-a apreciat cu 1,8 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a depreciat cu 2,6 la sută în termeni nominali și cu 0,5 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea monedei americane a crescut în raport cu euro. Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul I, leul și-a diminuat deprecierea în raport cu euro și și-a majorat semnificativ aprecierea față de dolarul SUA (Grafic 3.6).

<sup>48</sup> Precum evoluția inflației și a deficitului comercial/contului curent din primele luni ale anului.

<sup>49</sup> Pe baza valorilor medii din martie, respectiv decembrie, ale cursului de schimb.

<sup>50</sup> Deprecieri mai ample în raport cu euro au consemnat în acest interval forintul (1,8 la sută) și zlotul (2,6 la sută), în timp ce coroana cehă s-a apreciat ușor față de moneda unică europeană (cu 0,5 la sută).



## 2.3. Moneda și creditul

### Moneda

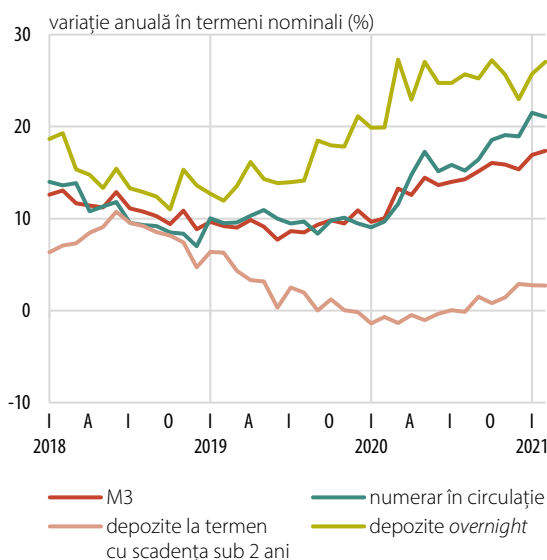
Dinamica anuală<sup>51</sup> deosebit de alertă a masei monetare (M3) a continuat să se mărească pe ansamblul perioadei ianuarie-februarie 2021, ajungând la 17,1 la sută – maximum ultimilor circa 12 ani<sup>52</sup> –, de la 15,8 la sută în precedentele trei luni<sup>53</sup>. Expansiunea monetară a reflectat în continuare caracteristicile execuției bugetare

– marcate inclusiv de măsurile de sprijin implementate în contextul crizei pandemice –, dar și dinamizarea creditului acordat sectorului privat (Tabel 3.2).

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

	variație procentuală în termeni nominali					
	2020				2021	
	I	II	III	IV	ian.	feb.
M3	11,0	13,6	14,5	15,8	16,9	17,4
M1	18,7	22,2	22,5	23,5	24,6	25,4
Numerar în circulație	10,1	15,7	15,8	18,8	21,5	21,1
Depozite <i>overnight</i>	22,4	24,9	25,2	25,3	25,7	27,0
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	-1,1	-0,6	0,5	1,7	2,7	2,7

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



În linie cu *pattern*-ul ultimelor trei trimestre din 2020, ascensiunea M3 din acest interval a fost susținută de ambele componente majore. Astfel, dinamica masei monetare în sens restrâns (M1) și-a accentuat trendul ascendent, atingând maximum ultimilor 4 ani și jumătate, în principal ca efect al accelerării creșterii numerarului în circulație (la un vârf al ultimilor 12 ani) și a depozitelor ON în lei ale societăților nefinanciare, dar și cu aportul măririi ușoare a variației plasamentelor similare ale populației, de la nivelul deja foarte înalt atins în ultimele luni din 2020. În același timp, variația depozitelor cu durata inițială de până la 2 ani a avansat mai evident în teritoriul pozitiv, pe seama ascensiunii pronunțate a dinamicii plasamentelor în lei ale societăților nefinanciare și în condițiile menținerii cvasiconstante a celei a depozitelor similare aparținând populației. Pe acest fond, ponderea M1 în M3 s-a redus marginal față de maximum perioadei post-aprilie 1994 atins în decembrie 2020, situându-se în februarie 2021 la 69,1 la sută (Grafic 3.7).

Din perspectivă sectorială, avansul dinamicii anuale a M3 s-a datorat reacclerării considerabile a creșterii plasamentelor societăților nefinanciare<sup>54</sup>, aceasta atingând cea mai înaltă valoare din ultimii peste 12 ani, în contextul redresării activității

<sup>51</sup> În absența altor precizări, în această secțiune variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni nominali.

<sup>52</sup> Evaluările de această natură sunt realizate pe baza datelor trimestriale.

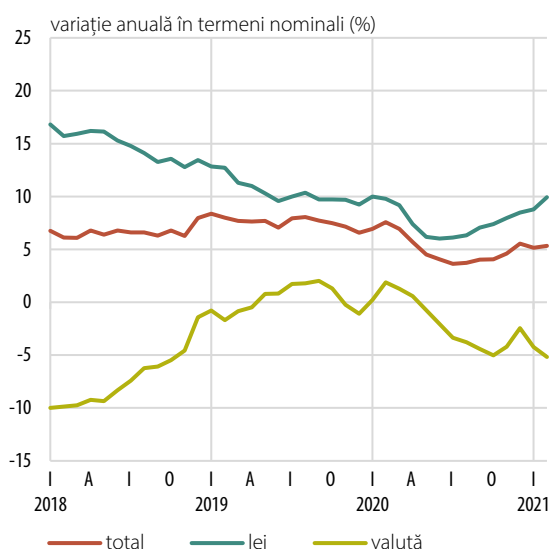
<sup>53</sup> Și în termeni reali, variația medie anuală a M3 a continuat să crească, însă mai temperat, ajungând la 13,6 la sută în primele două luni ale anului 2021, de la 13,3 la sută în trimestrul IV 2020.

<sup>54</sup> Plasamentele instituțiilor financiare nemonetare (IFNM) și-au atenuat ușor variația negativă pe ansamblul primelor două luni ale anului 2021, ponderea lor în totalul depozitelor sectorului privat rămânând însă modestă (4,4 la sută).

economice și al accentuării ascensiunii creditului acordat acestui sector, dar și pe fondul caracterului relaxat al execuției bugetare și al prelungirii pe termen scurt a măsurilor guvernamentale vizând atenuarea impactului economic al crizei pandemice, inclusiv prin susținerea lichidității firmelor<sup>55</sup>. Dinamica plasamentelor populației a rămas la rândul ei deosebit de alertă în intervalul ianuarie-februarie 2021, reducându-se doar marginal față de trimestrul IV 2020<sup>56</sup>, pe fondul creșterii susținute a veniturii disponibil, dar și în contextul evoluțiilor mixte de la nivelul cererii de consum<sup>57</sup> și al majorării variației anuale a deținerilor de titluri de stat ale acestui sector<sup>58</sup>.

Din perspectiva contrapartidelor, plusul de ritm al expansiunii monetare a venit cu precădere din accelerarea creșterii creditului net al administrației publice centrale, reflectând reamplificarea dinamicii deținerilor de titluri de stat ale instituțiilor de credit (până la maximum ultimilor 8 ani și jumătate), concomitent cu descreșterea celei a depozitelor administrației publice centrale. O influență similară ca sens, dar de amplitudine mai redusă, a decurs din majorarea variației creditului acordat sectorului privat<sup>59</sup>.

**Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede**



### Creditul acordat sectorului privat

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a continuat să se mărească pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului I 2021, ajungând la 5,2 la sută, de la 4,7 la sută în trimestrul precedent<sup>60</sup>. Avansul a fost antrenat și în acest interval de accelerarea creșterii componenteii în lei, care s-a apropiat, în consecință, de palierul de două cifre (9,3 la sută, de la 7,9 la sută în trimestrul IV 2020), în contextul redresării activității economice și al trendului descendent al ratelor dobânzilor, precum și ca efect al programelor guvernamentale (în principal „IMM Invest România”<sup>61</sup> și „Noua casă”). Creditul în valută (exprimat în euro) și-a accentuat însă vizibil declinul în termeni anuali, acesta atingând cea mai mare valoare a ultimilor

<sup>55</sup> Măsurile includ posibilitatea de amânare a achitării unor obligații fiscale, acordarea de sprijin financiar firmelor în vederea susținerii pieței muncii (inclusiv prin subvenționarea temporară și parțială a salariilor din firmele afectate de pandemie), precum și posibilitatea suspendării temporare a plății unor rate aferente creditelor bancare ale firmelor.

<sup>56</sup> Reprezentând maximum ultimilor 11 ani.

<sup>57</sup> Relevante de temperarea mai evidentă pe ansamblul perioadei ianuarie-februarie a dinamicii anuale a cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul (exclusiv auto-moto), acompaniată însă de revenirea acesteia în teritoriul pozitiv pe segmentul auto-moto și de atenuarea contracției pe cel al serviciilor de piață prestate populației.

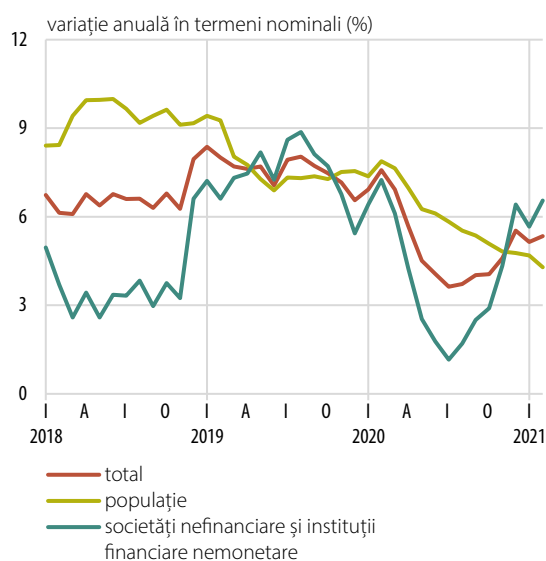
<sup>58</sup> În perioada ianuarie-februarie 2021, au fost emise prin programul „Tezaur” titluri denumite în monedă națională în valoare de 1,2 miliarde lei.

<sup>59</sup> Precum și din continuarea încetinirii avansului pasivelor financiare pe termen lung (inclusiv conturile de capital).

<sup>60</sup> În termeni reali, ritmul mediu de creștere anuală a creditului acordat sectorului privat s-a diminuat ușor (2,1 la sută în intervalul ianuarie-februarie, de la 2,5 la sută în precedentele trei luni).

<sup>61</sup> „IMM Invest România” este un program de ajutor de stat aprobat în contextul crizei pandemice prin OUG nr. 42/2020 și completat prin OUG nr. 89/2020, prin care statul garantează până la 90 la sută din valoarea unor credite în lei acordate IMM și microintreprinderilor 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. 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 programului „AGRO IMM Invest”.

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



2 ani și jumătate. Prin urmare, ponderea în total a împrumuturilor în monedă națională a urcat în februarie la 69,9 la sută – un vârf al perioadei post-ianuarie 1996 (Grafic 3.8).

Din perspectiva sectoarelor instituționale, dinamizarea creditului acordat sectorului privat a continuat să fie impulsivă de împrumuturile în lei ale societăților nefinanciare, al căror ritm și-a accelerat creșterea, urcând pe palierul de două cifre, în condițiile majorării până la un maxim al ultimilor 13 ani a variației celor pe termen mediu și lung, pe fondul programului „IMM Invest România” și al trendului descendent al ratelor dobânzilor. În contrast, creditele în valută acordate societăților nefinanciare (exprimate în euro) și-au accentuat contracția în termeni anuali (Grafic 3.9).

Dinamica anuală a creditului acordat populației și-a prelungit însă tendința lent descrescătoare, în condițiile în care temperarea decelerării creșterii componente în lei a fost acompaniată de adâncirea declinului celei în valută (exprimată în euro). Evoluția creditelor în monedă națională a reflectat inversarea traiectoriei descendente a dinamicii împrumuturilor pentru locuințe, aceasta urcând ușor pe ansamblul intervalului, în premieră pentru ultimele patru trimestre, pe fondul continuării scăderii ratelor dobânzilor aferente și al creșterii încă robuste a veniturilor salariale, dar și cu susținerea programului „Noua casă”. Dinamica împrumuturilor pentru consum, alte scopuri și dezvoltarea afacerilor și-a prelungit în schimb mersul descendent, intrând marginal în teritoriul negativ, inclusiv cu aportul contracției tot mai pronunțate a finanțării acordate sub forma liniilor de credit.

## 4. Perspectivele inflației

Scenariul de bază al proiecției macroeconomice rămâne, ca și în rundele precedente, condiționat de ipotezele referitoare la evoluția viitoare a situației epidemiologice. Astfel, se presupune detensionarea crizei de sănătate publică, gradual pe parcursul trimestrului II și accelerat în trimestrul III, la care va contribui în principal progresul campaniei de vaccinare, care este de așteptat să atingă un prag satisfăcător în lunile de vară. Rata anuală a inflației IPC este proiectată pe o traiectorie ascendentă până la sfârșitul anului curent, când se preconizează că va atinge 4,1 la sută, nivel situat peste limita superioară a intervalului țintei. Această evoluție este determinată în principal de influențele din partea componentelor coșului de consum aflate în afara sferei de control a politicii monetare, îndeosebi a celor din grupa bunurilor energetice. Odată cu disiparea celei mai mari părți a acestor influențe nefavorabile la începutul anului viitor, rata anuală a inflației IPC este prevăzută să decelereze semnificativ în trimestrul I 2022, ulterior stabilizându-se la nivelul de 3,0 la sută până la finele intervalului de prognoză, respectiv trimestrul I 2023. Rata anuală a inflației de bază este proiectată în reducere în trimestrul II 2021 și, ulterior, pe o traiectorie ușor ascendentă, atingând 2,8 la sută la sfârșitul anului curent, 3,0 la sută la finele celui viitor și 3,1 la sută la orizontul prognozei. Tendința pe termen mediu este imprimată de creșterea treptată a presiunilor inflaționiste din partea deviației PIB, a celor asociate anticipațiilor inflaționiste, precum și a celor din partea inflației bunurilor din import. Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este evaluată a fi înclinată, cu precădere pe termen scurt, în sus față de traiectoria descrisă în scenariul de bază, principalele surse de riscuri provenind din partea mediului intern.

### Scenariul de bază

#### 4.1. Ipoteze externe

Situația epidemiologică a principalilor parteneri comerciali ai României s-a menținut tensionată și pe parcursul primului trimestru al anului curent. Pe fondul măsurilor de distanțare socială, activitatea economică s-a contractat ușor la nivelul UE, sectorul serviciilor rămânând cel mai afectat. În continuare, ameliorarea crizei de sănătate publică va permite relaxarea graduală a restricțiilor de mobilitate și implicit reluarea creșterii PIB „UE efectiv”, variabilă care aproximează evoluția cererii externe. Dinamica medie anuală a acestuia va consemna valori robuste, superioare ritmului de creștere potențial, atât în 2021, cât și anul viitor (Tabel 4.1). Ca urmare, 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,

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2021	2022
Creșterea economică în UE efectiv (%)	4,3	4,3
Inflația anuală din zona euro (%)	1,5	1,2
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	1,1	1,2
Inflația anuală IPC SUA (%)	2,8	2,8
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,5	-0,5
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,20	1,20
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	61,7	59,4

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

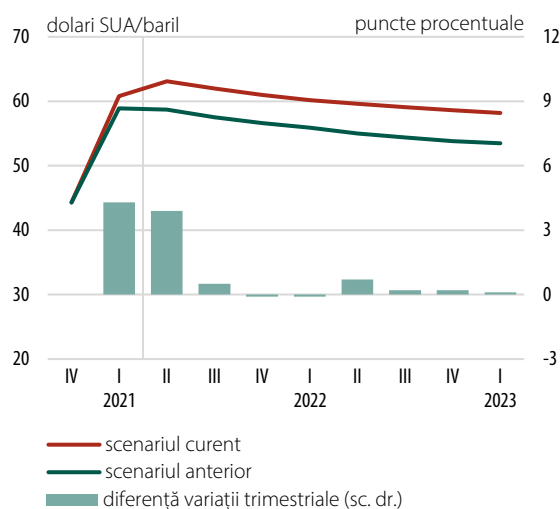
substanțial pentru 2022, pe fondul anticipării unei accelerări relativ mai alerte a activității economice în a doua jumătate a anului curent (asociată evoluțiilor în plan epidemiologic) și implicit al unui efect statistic de reportare (engl. *carry-over*) mai pronunțat.

Rata anuală a inflației IAPC din zona euro este proiectată în creștere pe parcursul anului curent, fiind prognozată la finele acestuia în apropierea valorii de referință de 2 la sută. Evoluția va fi însă marcată de impactul însemnat al unor factori cu acțiuni tranzitorie, în special în cazul componentei bunurilor energetice, sub impactul, pe de o parte, al unor efecte de bază din anul anterior, iar pe de altă parte, sub cel al accentuării în anul curent a

pantei ascendente a cotației țițeiului. Atenuarea acesteia va conduce la revenirea ratei anuale a IAPC în anul 2022 la niveluri semnificativ inferioare valorii de referință din perspectiva Băncii Centrale Europene. Tendința lentă de dinamizare, după ajustarea descendentă de la începutul anului viitor, va fi imprimată de componenta IAPC care exclude energia, sub impactul redresării activității economice, însă aceasta se va menține la valori relativ reduse pe tot intervalul de prognoză (Tabel 4.1).

În absența perspectivelor de convergență robustă a ratei inflației către nivelul de referință, pe parcursul intervalului de proiecție se anticipează menținerea caracterului stimulat al politicii monetare a BCE. Pe acest fond, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni va consemna valori negative.

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



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

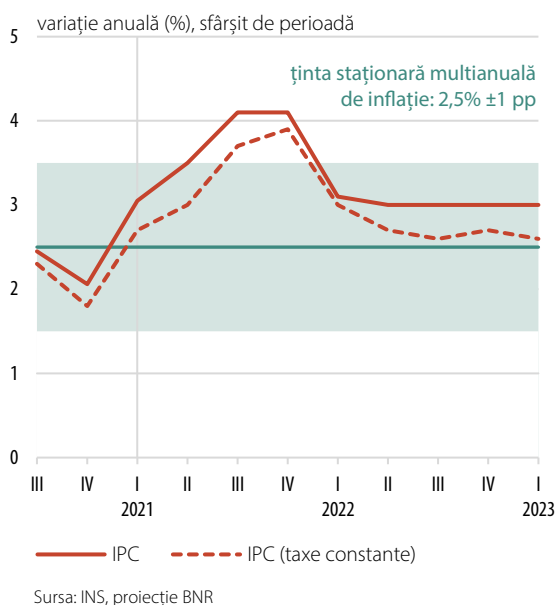
După aprecierea înregistrată de moneda euro în raport cu dolarul SUA în a doua parte a anului trecut, tendința s-a inversat la începutul anului curent. În continuare, scenariul actualizat anticipează o paritate relativ stabilă a celor două monede, marcată însă de incertitudini ample.

Traectoria viitoare a prețului petrolului Brent, bazată pe cotațiile *futures*, indică o reducere treptată a acestuia, de la 63 USD/baril în trimestrul II al anului curent până la 58 USD/baril la orizontul proiecției (Grafic 4.1). Traectoria descendentă este legată de anticipările privind echilibrarea raportului cerere-ofertă și reducerea stocurilor. Evoluțiile viitoare depind în continuare în principal de factori precum ritmul revenirii activității economice, respectiv acordurile OPEC+ privind limitarea producției.

## 4.2. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC a înregistrat o creștere amplă în primul trimestru al anului curent, imprimată de componenta energetică a coșului de consum, pe fondul liberalizării începând cu 1 ianuarie 2021 a pieței de energie electrică pentru

Grafic 4.2. Prognostica ratei inflației



Tabel 4.2. Rata anuală a inflației în scenariul de bază

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2021			2022				2023
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	3,5	4,1	4,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0
Proiecție IPC*	3,0	3,7	3,9	3,0	2,7	2,6	2,7	2,6

\*) calculat la taxe constante

consumatorii casnici și al accentuării dinamicii ascendente a cotațiilor petrolului Brent. În continuare, rata inflației este anticipată a-și menține traiectoria ascendentă până la finalul anului, când va atinge 4,1 la sută, nivel situat peste limita superioară a intervalului de variație din jurul țintei (Grafic 4.2). La această evoluție a inflației este de așteptat să contribuie și majorările prețurilor la gazele naturale preconizate pentru luna iulie 2021<sup>62</sup>, precum și dinamica prețurilor volatile ale alimentelor (LFO). Dată fiind natura tranzitorie a acestor șocuri de ofertă, rata anuală a inflației IPC este prevăzută să decelereze la începutul anului viitor, prin înglobarea unor efecte de bază favorabile, urmând să atingă 3,0 la sută atât la sfârșitul anului 2022, cât și la finele intervalului de prognoză (Tabel 4.2). Contribuția la rata anuală a inflației IPC provenind din partea modificării impozitelor indirecte<sup>63</sup> este estimată la 0,4 puncte procentuale la sfârșitul anului 2021 și la 0,2 puncte procentuale la finele anului 2022. 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 3,6 la sută atât în trimestrul IV 2021, cât și în trimestrul I 2022, după care este proiectată în reducere până la valoarea de 3,0 în trimestrul I 2023.

Față de Raportul din martie, rata anuală a inflației IPC a fost revizuită în sens ascendent cu 0,7 puncte procentuale pentru sfârșitul anului 2021, preponderent pe seama dinamicii grupei bunurilor

energetice, și cu 0,2 puncte procentuale pentru finele anului 2022, în principal ca urmare a unei contribuții mai ridicate din partea indicelui CORE2 ajustat (Tabel 4.3).

Rata anuală a inflației de bază este proiectată în reducere în trimestrul II al anului curent pe fondul unor efecte de bază favorabile asociate creșterii prețurilor alimentelor procesate în urmă cu un an<sup>64</sup>, dar și al reducerii în intensitate a șocurilor de natura

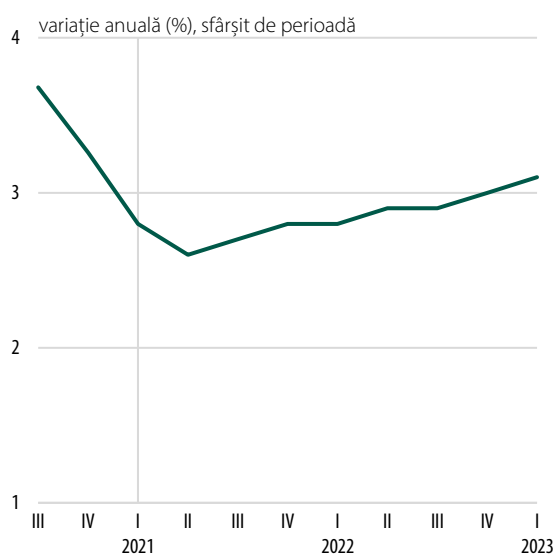
<sup>62</sup> Creșterile recente ale prețurilor pe piața gazelor naturale nu s-au reflectat încă pe deplin în cele aplicate consumatorilor finali, deoarece aceste contracte se actualizează cu o frecvență mai redusă de timp, de regulă anuală.

<sup>63</sup> 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.

<sup>64</sup> Îndeosebi în contextul declanșării pandemiei și al restrângerii mobilității din acea perioadă, care au creat, pe de o parte, o creștere a cererii din motive de precauție, iar pe de altă parte, o majorare a costurilor, cu repercusiuni asupra prețurilor practicate de comercianți.

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

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă								
	2021			2022				2023	
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	
CORE2 ajustat	2,6	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	3,0	3,1	

**Grafic 4.3. Inflația anuală CORE2 ajustat**

Sursa: INS, proiecție BNR

**Tabel 4.4. Contribuția componentelor la rata anuală a inflației\***

	puncte procentuale	
	2021	2022
Bunuri energetice	1,6	0,3
Prețuri LFO	0,2	0,3
Prețuri administrate	0,2	0,2
CORE2 ajustat	1,8	1,9
Produse din tutun și băuturi alcoolice	0,4	0,3

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

ofertei asociate efectelor crizei COVID-19 (Tabel 4.3). În sens opus, al exercitării unor presiuni inflaționiste în dinamizare pe termen scurt, este de așteptat să acționeze majorarea recentă a cotațiilor internaționale ale materiilor prime agroalimentare, cu efecte potențiale de creștere a costurilor de producție ale companiilor. Ulterior, rata anuală a inflației de bază este prevăzută a se înscrie pe o traiectorie ușor crescătoare atingând nivelul de 2,8 la sută la sfârșitul anului curent, 3,0 la sută la finele celui viitor și 3,1 la sută la orizontul prognozei. Această tendință este imprimată de creșterea treptată a presiunilor inflaționiste din partea deviației PIB<sup>65</sup>, inclusiv pe fondul menținerii avansului salariilor la niveluri relativ robuste, dar, totuși, substanțial mai diminuate relativ la cele înregistrate în perioada precriză. La acestea se adaugă cele asociate anticipațiilor inflaționiste poziționate pe termen mediu în jumătatea superioară a intervalului țintei, cele provenind din mediul extern<sup>66</sup>, cu impact asupra prețurilor bunurilor din import, precum și efectele persistente ale creșterilor cotațiilor materiilor prime agroalimentare. Aceste influențe sunt preconizate a fi parțial contrabalansate de restrângerea în continuare a presiunilor inflaționiste de natura ofertei asociate preponderent efectelor crizei COVID-19 (Grafic 4.3).

Comparativ cu *Raportul* din martie, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a fost revizuită în sus, cu 0,1 puncte procentuale pentru sfârșitul anului curent și cu 0,3 puncte procentuale pentru finele anului viitor. Reevaluarea survine pe fondul revizuirii ascendente a deviației PIB, al corecției în același sens a anticipațiilor inflaționiste, precum și al efectelor persistente pe intervalul de prognoză ale creșterilor recente ale cotațiilor produselor agroalimentare.

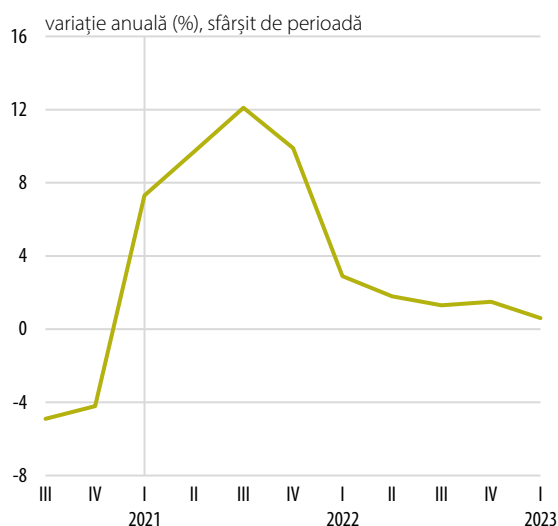
Nivelul prognozat al contribuției cumulate a componentelor de inflație aflate în afara sferei de influență a politicii monetare – prețurile bunurilor energetice, cele volatile ale alimentelor, cele administrate și cele ale produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC pentru sfârșitul anului curent (2,4 puncte procentuale, valoare revizuită ascendent cu 0,6 puncte procentuale) reprezintă un maxim al ultimilor opt ani. Saltul semnificativ de la o valoare aproximativ nulă în

<sup>65</sup> Pentru detalii, a se consulta Secțiunea 4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție.

<sup>66</sup> Cuantificată prin intermediul ratei inflației IAPC exclusiv energie din zona euro.

decembrie 2020 este imprimat de componenta energie a coșului de consum. Pentru finele anului viitor este anticipată o decelerare, până la valoarea de 1,2 puncte procentuale (mai ridicată cu 0,1 puncte procentuale față de nivelul proiectat în *Raportul anterior*) (Tabel 4.4).

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor bunurilor energetice



Sursa: INS, proiecție BNR

Componenta bunurilor energetice – combustibili, energie electrică și gaze naturale – este prognozată a cunoaște o dinamizare a ratei de creștere a prețurilor pe parcursul următoarelor două trimestre, după valoarea deja ridicată înregistrată la finele trimestrului I 2021 (7,3 la sută), cu precădere pe fondul evoluțiilor anticipate pentru prețurile gazelor naturale și ale celor ale combustibililor. Valoarea previzionată pentru finele anului curent este de 9,9 la sută. Ulterior, începând cu anul 2022, pe fondul manifestării unui efect de bază substanțial, dinamica anuală este proiectată a se înscrie pe un trend descendent și a atinge nivelul de 1,5 la sută în decembrie 2022, respectiv de 0,6 la sută în trimestrul I 2023 (Grafic 4.4).

Ritmul anual de creștere a prețurilor combustibililor este prognozat în accelerare până în trimestrul III 2021, în contextul majorărilor recente ale cotațiilor

țigiei, urmând a decelera ulterior, odată cu ieșirea din baza de calcul a segmentului temporal afectat de aceste creșteri. Prognoza indică nivelul de 7,5 la sută la sfârșitul anului curent și de 1,8 la sută la finele anului 2022. Traectoria a fost revizuită ascendent față de *Raportul asupra inflației* precedent, mai substanțial pe parcursul anului 2021 (cu 2,5 puncte procentuale la finele anului curent, respectiv cu 0,4 puncte procentuale la sfârșitul celui viitor). Această reevaluare s-a produs ca urmare a actualizării traectoriei prețului petrolului Brent, pe baza cotațiilor *futures*, la valori mai ridicate decât cele previzionate anterior, dar și a anticipării unei traectorii mai apreciate pentru dolarul SUA în raport cu euro, cu impact asupra cursului de schimb USD/RON, relevant pentru evoluția prețurilor în lei ale acestei categorii de produse.

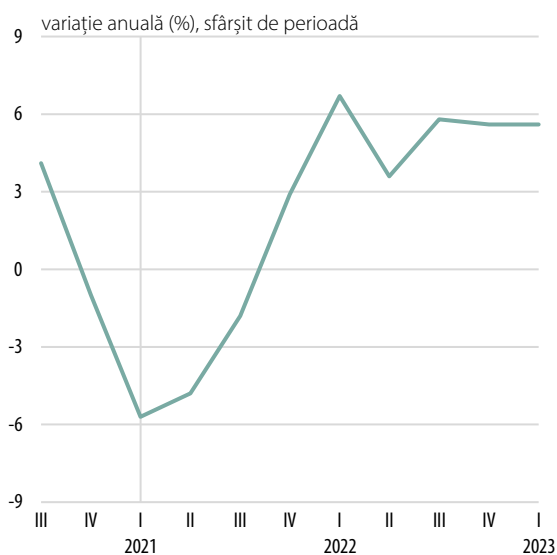
După majorarea substanțială înregistrată în luna ianuarie (18,4 la sută) de prețurile la energia electrică, prognoza prevede o ajustare descendentă a acestora în luna iulie de aproximativ 5 la sută, în condițiile reducerilor comerciale care ar urma să fie oferite de furnizori pentru a compensa diferența dintre prețul serviciului universal și cel aferent celei mai bune oferte din portofoliu (în baza Ordinului ANRE nr. 5/2021). Traectoria proiectată rămâne însă marcată de incertitudini ridicate, în contextul comportamentului marilor furnizori de a manifesta un grad relativ ridicat de rigiditate a ofertelor pe piața liberă, ajustările observate până în prezent vizând corecții ascendente ale ofertelor mai avantajoase, spre media pieței. Comparativ cu proiecția precedentă, doar rata pentru finele anului curent (13,4 la sută) a fost revizuită în sens ușor ascendent, cu 0,9 puncte procentuale, pe fondul evoluțiilor recente, în timp ce valoarea proiectată pentru sfârșitul anului 2022 se menține la 2,1 la sută.



Traectoria prețurilor la gazele naturale – previzionate în *Raportul asupra inflației* din luna martie a se plasa la nivelul înregistrat la finele anului 2020 și pe parcursul anului 2021 – este marcată în runda curentă de o majorare semnificativă în luna iulie, în cuantum de 10 la sută, în contextul previzionării unor ajustări ascendente cu ocazia reînnoirii anuale a contractelor între furnizori și clienții finali, pe fondul creșterilor semnificative ale cotațiilor pe Bursa Română de Mărfuri. Ulterior, în lipsa unor informații relevante, nu sunt anticipate alte modificări importante ale prețurilor până la orizontul prognozei.

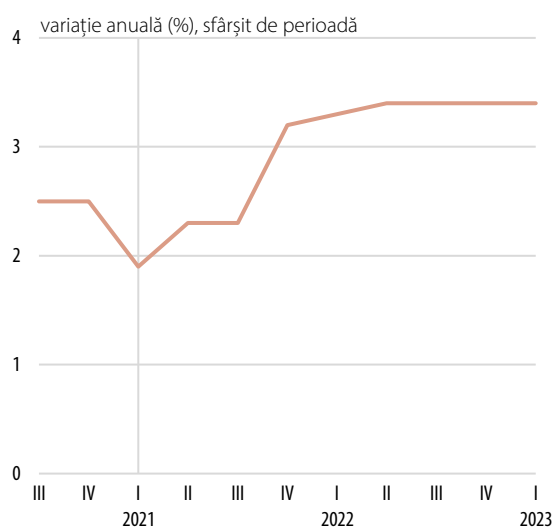
Dinamica anuală a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) este prevăzută a se poziționa la finele anilor 2021 și 2022 la nivelul de 2,9 la sută și, respectiv, de 5,6 la sută (Grafic 4.5). Comparativ cu prognoza anterioară, sunt anticipate evoluții mai nefavorabile pe termen scurt, astfel că dinamica anuală în decembrie 2021 este reevaluată în sus cu 1,7 puncte procentuale. Pentru finele anului viitor revizuirea este marginală (+0,1 puncte procentuale). În ambii ani ai proiecției traiectoria a fost fundamentată în ipoteza înregistrării unor producții agricole normale<sup>67</sup>.

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor administrate



Sursa: INS, proiecție BNR

Traectoria prețurilor administrate<sup>68</sup> prevede creșteri de 3,2 la sută și 3,4 la sută la sfârșitul anilor 2021 și 2022 (Grafic 4.6), fiind fundamentă pe baza evoluțiilor istorice. Valorile proiectate sunt relativ similare celor anticipate în runda anterioară.

Dinamica anuală a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este prognozată la 4,9 la sută la finele anului curent și 4,4 la sută la sfârșitul anului viitor, niveluri relativ similare celor proiectate anterior. Traectoria este fundamentată pe

<sup>67</sup> Raportat la mediile multianuale calculate ale variabilei.

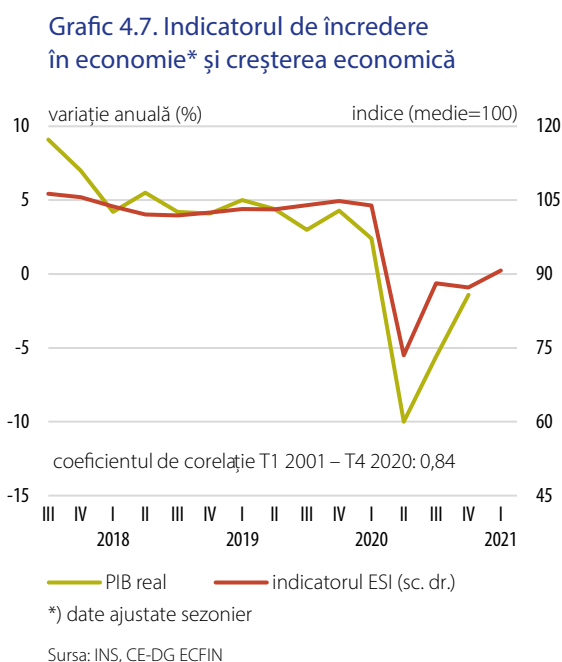
<sup>68</sup> Odată cu excluderea prețurilor la energia electrică și gazele naturale din grupa celor administrate, circa 75 la sută din structura componentei prețuri administrate sunt reprezentate de medicamente și apă, canal, salubritate.

baza evoluțiilor istorice, dar și a majorărilor de accize prevăzute în legislație, luând în considerare și comportamentul operatorilor din acest domeniu privind ajustarea prețului final.

### 4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție<sup>69</sup>

#### Deviația PIB

Cele mai recente date PIB – în varianta provizorie 2<sup>70</sup> – au reconfirmat revenirea puternică a economiei în trimestrul IV 2020 (+4,8 la sută – cea mai ridicată valoare din perspectivă europeană). În structură, comparativ cu setul de date provizorii 1, disponibile la momentul elaborării *Raportului asupra inflației* anterior, se remarcă o contribuție pozitivă mai substanțială din partea cererii interne, respectiv una negativă mai mare a exporturilor nete. De menționat este însă menținerea la un nivel ridicat a contribuției discrepanței statistice și a celei a variației stocurilor (pentru care evoluțiile istorice fac dificilă atribuirea unui conținut economic explicit), ce s-ar putea transpune în revizuri viitoare importante ale seriilor istorice aferente componentelor PIB.



Pentru trimestrul I 2021, similar *Raportului* precedent, se estimează o menținere a activității economice la un nivel apropiat de cel (ridicat) atins la finele anului anterior. Avansul ușor al PIB este susținut de reziliența sectoarelor neafectate direct de măsurile de distanțare socială și adaptarea majorității agenților economici la condițiile actuale. În pofida debutului celui de-al treilea val al pandemiei, indicatorii conjuncturali par să ateste menținerea unei bune robusteți a economiei interne. Pe acest fundal, în primul trimestru al anului a crescut și încrederea agenților economici (Grafic 4.7), continuată și în prima lună a trimestrului II. Prognozele pe termen scurt continuă să fie suplimentate de monitorizarea unei suite extinse de indicatori cu frecvență ridicată<sup>71</sup> corelați cu dinamica activității economice.

Pentru trimestrul II 2021, se anticipează o dinamică moderat pozitivă a PIB, relativ mai alertă față de cea din trimestrul I. Se prefigurează în continuare o divergență între ramurile economiei direct afectate de măsurile administrative de distanțare socială și restul sectoarelor. Totodată, prognoza ia în calcul relaxarea recentă a mai multor restricții sociale la nivel local/regional, pe

<sup>69</sup> În absența altor precizări, variațiile procentuale trimestriale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MF, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Reuters.

<sup>70</sup> Comunicatul nr. 86/8 aprilie 2021.

<sup>71</sup> Pentru trimestrul I 2021, în luna martie, semnale favorabile privind activitatea economică provin din partea unor indicatori precum consumul de energie electrică, înmatriculări de societăți și PFA, stocul creditelor acordate sectorului privat, sumele refuzate la plată cu instrumente de debit sau indicele Sentix. În ceea ce privește trimestrul II, semnalele favorabile provin în principal din partea indicilor VIX și Sentix, a traficului rutier din București și a ROBOR la 3 luni.

fondul ameliorării situației sanitare în luna aprilie. De asemenea, sub ipoteza atingerii unei mase critice de persoane vaccinate în ultima parte a trimestrului<sup>72</sup>, pe fondul progresului campaniei întreprinse de autorități, agenții economici ar putea beneficia de pe urma unor noi relaxări ale restricțiilor de mobilitate, inclusiv la nivel național. Tot în contextul desfășurării campaniilor de vaccinare și, în consecință, al prefigurării unei ameliorări a crizei sanitare, o dinamizare este de așteptat și în rândul economiilor partenerilor comerciali externi. De subliniat sunt însă posibilitățile multiple în ceea ce privește evoluția viitoare a situației medicale, pe fondul apariției unor noi tulpini ale virusului și al ritmului în continuare destul de lent al campaniilor de vaccinare din majoritatea statelor europene.

Pe ansamblul anului 2020, economia a înregistrat un declin de -3,9 la sută. Această valoare a fost imprimată de contracția severă din trimestrul II, evoluție compensată în a doua jumătate a anului de o succesiune de creșteri trimestriale alerte. De subliniat este că acestea din urmă exercită un efect de reportare (engl. *carry-over*) important<sup>73</sup> asupra creșterii economice aferente anului curent, proiectată a fi semnificativ pozitivă, chiar și în condițiile estimării unor ritmuri trimestriale mult mai temperate în primele două trimestre comparativ cu cele înregistrate în semestrul II 2020. Pentru a doua parte a anului, se anticipează o intensificare a activității economice, condiționată de ipoteza relaxării graduale a măsurilor de distanțare socială. Un aport favorabil suplimentar la creșterea economiei din anul curent este dat și de tranziția prevăzută către un an normal din punct de vedere meteorologic, ce implică dispărarea contribuției negative a agriculturii la dinamica PIB din anul precedent. În structură, dinamica medie anuală a PIB (proiectată a fi ridicată atât pe parcursul anului curent, cât și al celui următor) 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 este negativ, dar cu valori semnificativ atenuate față de anul precedent. Comparativ cu perspectivele din *Raportul asupra inflației* publicat în luna martie, prognoza privind activitatea economică a fost revizuită în sens ascendent, efecte pozitive suplimentare urmând a proveni din includerea, în premieră, în scenariul de bază, a unei ipoteze privind atragerea de fonduri europene asociate programului „Next Generation EU”<sup>74</sup> (de natură să contribuie de o manieră consistentă la redresarea economiei românești), precum și din reevaluarea favorabilă pe termen mediu a profilului în redresare al cererii externe efective.

În paralel cu dispărarea efectelor nefavorabile asociate crizei pandemice, dinamica PIB potențial este evaluată în revenire consistentă pe parcursul anului curent, inclusiv pe seama unui efect statistic important de tip *carry-over*, componenta având un aport semnificativ la creșterea economică anuală. În anii următori, revigorarea este presupusă a continua treptat, pe fondul unor contribuții îmbunătățite din partea tuturor factorilor de producție. Aportul forței de muncă este anticipat în redresare,

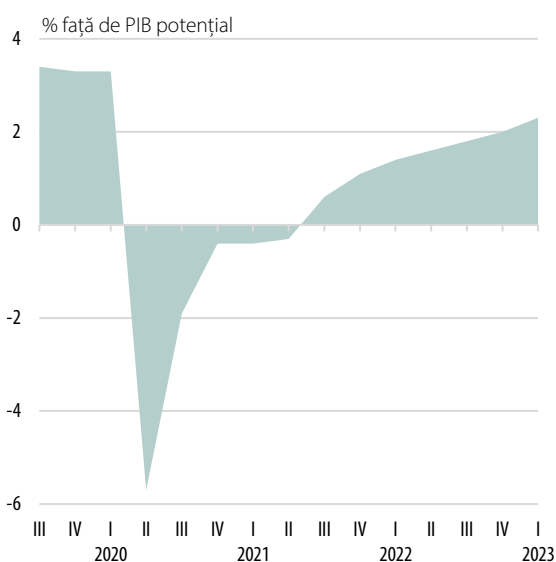
<sup>72</sup> De menționat este și faptul că, la nivelul UE, atingerea pragului de vaccinare a 70 la sută din populația adultă este preconizată a avea loc în prima lună a trimestrului III.

<sup>73</sup> Evaluat la 3,3 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.

<sup>74</sup> Gradualitatea accesării acestor fonduri este condiționată de momentul aprobării de către oficialitățile europene a Planurilor Naționale de Redresare și Reziliență.

reflectând tendințele favorabile ale ratei de activitate și ale numărului mediu de ore lucrate pe angajat, coroborate cu o tendință de plafonare a șomajului pe intervalul de prognoză, în contextul unui cadru macroeconomic favorabil. Acumularea robustă a stocului de capital surprinde traiectoria investițiilor sprijinite inclusiv de impactul presupus benefic (cu relevanță pe o perioadă de mai mulți ani) al ipotezei privind utilizarea de fonduri UE structurale și de investiții alocate prin intermediul Cadrelor financiare multianuale și prin programul „Next Generation EU”<sup>75</sup>. Acestea sunt condiționate însă de redactarea și implementarea unor proiecte viabile. Aportul trendului TFP<sup>76</sup> este susținut de câștiguri de eficiență asociate unor schimbări impuse la nivelul strategiei de afaceri a firmelor, prin reorganizare, accelerarea digitalizării și automatizarea proceselor operaționale, reflectând eforturile acestora de a se adapta la contextul pandemic<sup>77</sup>. În acest context, comparativ cu *Raportul asupra inflației* anterior, traiectoria PIB potențial a fost ușor reevaluată în sens ascendent, în paralel cu revizuirea creșterii activității economice.

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

Avansul notabil al PIB din ultimele două trimestre ale anului 2020 a implicat o revenire în apropierea nivelului PIB înregistrat înainte de declanșarea pandemiei. În aceste condiții, după contracția puternică din trimestrul II, componenta ciclică a activității economice (deviația PIB – Grafic 4.8) este evaluată să își fi comprimat considerabil magnitudinea negativă încă din a doua parte a anului trecut<sup>78</sup>. În prima jumătate a anului curent, *gap*-ul PIB are un profil aplatizat, reflectând anticiparea unor ritmuri trimestriale moderate ale PIB. Similar precedentului Raport asupra inflației, *gap*-ul PIB este proiectat a trece în teritoriul pozitiv în trimestrul III 2021. Indicatorul se menține apoi pe o pantă ușor ascendentă, atingând valoarea de 2,3 la sută la orizontul proiecției (trimestrul I 2023, când magnitudinea proiectată a *gap*-ului PIB va continua să rămână semnificativ sub cea din anul 2019, înainte de declanșarea pandemiei). Această

traiectorie graduală a *gap*-ului PIB este corelată cu rolul însemnat al PIB potențial în determinarea creșterii economice (ce reflectă traseul favorabil al investițiilor și

<sup>75</sup> În condițiile în care Planul Național de Redresare și Reziliență al României ar urma să fie înaintat oficial Comisiei Europene, spre a fi analizat până la finele lunii mai 2021, scenariul de bază curent a fost construit pe ipoteza conservatoare a unei absorbții moderate de fonduri raportat la totalul alocărilor de care beneficiază România.

<sup>76</sup> 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 modești, pe ultima poziție în rândul statelor europene).

<sup>77</sup> Aprecieri formulate 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.

<sup>78</sup> Deviațiile componentelor PIB sunt, de asemenea, evaluate la valori ușor negative la începutul anului curent, excepție făcând FBCF, a cărei deviație este pozitivă, în condițiile creșterilor înregistrate pe parcursul anului trecut. Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria proiectată a deviației PIB este imprimată de cele ale cererii interne, în timp ce exporturile nete exercită o contribuție ușor negativă pe cvasitotalitatea intervalului de prognoză.

reziliența pieței muncii, inclusiv pe seama măsurilor guvernamentale adoptate în contextul pandemiei). La profilul *gap*-ului PIB intern contribuie și traiectoria celui al partenerilor comerciali externi. 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 ipotezei demarării procesului de corecție fiscală.

Comparativ cu *Raportul asupra inflației* publicat în luna martie, începând cu trimestrul III 2021, *gap*-ul PIB se plasează la valori mai ridicate, însă fără a se deschide excesiv, în contextul proiectării unei revigorări mai echilibrate a activității economice, bazate nu doar pe consum, ci și pe investiții. Magnitudinea *gap*-ului PIB va continua să rămână, la orizontul prognozei, sub cea evaluată înaintea declanșării pandemiei. Revizuirea indicatorului rezultă din: (i) efectele așteptate din partea fondurilor „Next Generation EU” asupra componentelor cererii agregate (inclusiv a consumului – prin impactul generat la adresa pieței muncii –, nu doar a investițiilor, deși acestea sunt vizate în mod special), (ii) profilul mai favorabil, începând cu a doua jumătate a anului curent, al *gap*-ului aferent activității economice a partenerilor externi (deși acesta este proiectat a rămâne negativ o perioadă mai lungă de timp comparativ cu cel aferent economiei românești) și (iii) impactul ușor mai stimulat din partea setului condițiilor monetare reale pe întregul interval de prognoză. Influența conduitei discreționare a politicii fiscale este evaluată a fi similară celei din runda precedentă.

### Componentele cererii agregate

Ulterior contracției din anul 2020, atenuată de cheltuielile excepționale și măsurile de sprijin ale guvernului, consumul final este anticipat a înregistra o creștere robustă, aproape exclusiv pe fondul contribuției consumului individual al gospodăriilor populației. Evoluția acestei componente o reflectă pe cea a venitului disponibil<sup>79</sup>, a cărui dinamică pozitivă proiectată în 2021 se datorează contribuției salariilor, în condițiile prelungirii, în prima parte a anului, a măsurilor întreprinse de autorități în vederea atenuării efectelor adverse asociate pandemiei și unui efect de impulsie a salariilor pe fondul revenirii mai semnificative a economiei în a doua parte a anului. Contribuții favorabile la dinamica venitului disponibil sunt așteptate și din partea transferurilor lucrătorilor din străinătate și, respectiv, a transferurilor sociale. Pe termen mediu, dinamica consumului individual al gospodăriilor se menține semnificativă, reflectând: (i) perspectivele favorabile ale pieței muncii, în special în ceea ce privește veniturile salariale, (ii) opțiunea de folosire, într-o anumită măsură, a resurselor financiare de natura economisirilor acumulate pe parcursul anului precedent, precum și (iii) o probabilă revenire a înclinației spre consum, sub ipoteza refacerii încrederii agenților economici.

În continuarea dinamicii pozitive<sup>80</sup> înregistrate în anul 2020, formarea brută de capital fix este proiectată a manifesta o creștere consistentă și în 2021, pe fondul menținerii evoluțiilor pozitive privind investițiile publice, ori cele ale companiilor private, mai ales în sensul achiziționării de tehnică din domeniul informațional și al comunicațiilor.

<sup>79</sup> Pe termen scurt și mediu, evoluția venitului disponibil este grevată de decelerarea substanțială a dinamicii anuale a transferurilor sociale față de anii anteriori.

<sup>80</sup> Excepționale în contextul anului 2020, marcat semnificativ de pandemia de coronavirus.

Pe termen mediu, FBCF este prognozată a înregistra creșteri anuale de amploare, dinamica componentei depinzând însă de conduita autorităților cu privire la cheltuielile publice destinate investițiilor<sup>81</sup>, inclusiv a celor ce au ca surse de finanțare fonduri europene, anticipate a avea un impact în sensul dinamizării redresării economice. Acestea sunt prevăzute a fi alocate prin intermediul Cadrelor financiare multianuale (extinderea celui în derulare – 2014-2020 – și debutul celui nou – 2021-2027) și al programului „Next Generation EU”, absorbția efectivă a sumelor alocate depinzând inclusiv de capacitatea administrativă de implementare a proiectelor de investiții. Totodată, recuperarea pe termen mediu a fluxurilor de investiții directe (după comprimarea semnificativă suferită pe parcursul anului 2020) este strict condiționată de normalizarea activității economice interne și a celei a partenerilor externi și este presupusă a fi una graduală, eșalonată pe o perioadă de câțiva ani.

După contracția de amploare din anul 2020, exporturile de bunuri și servicii sunt proiectate a manifesta o revenire în anul curent (care surprinde inclusiv efectele statistice de reportare ale recuperării alerte din a doua jumătate a anului anterior), dar și pe restul intervalului de prognoză. În acest context, evoluția anticipată a componentei are în vedere redresarea graduală a cererii externe efective, precum și caracterul cursului de schimb real efectiv, proiectat a deveni cvasineutru în ceea ce privește efectele asupra competitivității prin preț a produselor românești. La acestea se adaugă, pe termen mai lung, cu efect inhibitor, 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 apropiate celor ale exporturilor, având în vedere și efectul de antrenare din partea acestora, în condițiile în care numeroase sectoare exportatoare din economie utilizează pe scară largă bunuri intermediare din import. Pe ansamblu, exportul net de bunuri și servicii este estimat a exercita noi contribuții negative la creșterea PIB în anii 2021 și 2022, dar cu valori semnificativ atenuate comparativ cu anul precedent.

În anul 2020, deficitul contului curent și-a continuat deteriorarea, atingând nivelul de 5,2 la sută din PIB, cu precădere pe fondul unei contracții a exporturilor de bunuri de mai mare amploare decât în cazul importurilor. În aceste condiții, deficitul contului curent a continuat să depășească și în anul 2020 valoarea de tip „reper” de 4 la sută din PIB în perspectivă multianuală, stipulată de Comisia Europeană ca indicator de performanță pentru țările membre ale Uniunii Europene. Pe termen scurt și mediu, deficitul de cont curent exprimat ca pondere în PIB este anticipat a se plafona. O corecție a acestuia este împiedicată de presiunile de creștere a importurilor, exercitate pe fondul capacității reduse a ofertei interne de a acomoda surplusul de cerere. 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, dar este anticipată, în același timp, a se plasa la valori superioare celor din anul precedent, atât în anul curent, cât și în 2022. Implementarea unor proiecte de investiții prin instrumentul de redresare „Next Generation EU” creează premisele unui

<sup>81</sup> Planul Național de Investiții și Relansare Economică prevede scheme de garantare și instrumente pentru susținerea lichidității din economie printre care: programul „IMM Invest România” (prelungit până la 30 iunie 2021) pentru garantarea creditelor pentru capital de lucru și investiții pentru IMM (cu un plafon de 20 miliarde lei), la care se adaugă subprogramul „AGRO IMM Invest” sau garanții de stat pentru creditarea companiilor mari pentru capital de lucru și investiții.

climat investițional mai favorabil, de așteptat să se reflecte și într-o creștere relativ mai alertă a volumului investițiilor directe, implicit în revenirea mai rapidă a acestora la valorile pre-pandemie. În același timp, transferurile de capital sunt anticipate a crește semnificativ, pe fondul suprapunerii cadrului financiar multianual 2014-2020, deja în stadiu avansat, cu instrumentul „Next Generation EU”, dar și cu resursele standard din cadrul financiar multianual 2021-2027.

### Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul cumulat asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor în lei și în valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebankari și al evoluției cursului de schimb real efectiv<sup>82</sup> al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici<sup>83</sup>.

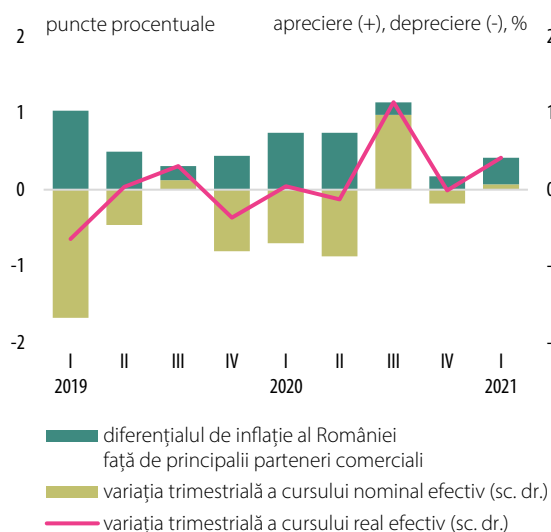
Scenariul de bază al proiecției prevede menținerea la valori stimulative a caracterului condițiilor monetare reale în sens larg asupra activității economice, de o amplitudine ușor superioară celei din *Raportul* anterior. În structură, ratele reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și la depozitele noi la termen sunt anticipate a avea un impact stimulativ aproape constant pe parcursul intervalului de proiecție, reflectând inclusiv creșterea ușoară a anticipațiilor de inflație pe parcursul anului curent. Relativa stabilitate proiectată în termeni nominali înglobează impactul favorabil al ultimelor decizii ale Consiliului de administrație al BNR privind reducerile succesive ale ratei

dobânzii de politică monetară și îngustarea coridorului simetric format de ratele dobânzilor la facilitățile permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară<sup>84</sup>.

În cadrul indicelui condițiilor monetare reale în sens larg, componenta aferentă efectului cursului de schimb real efectiv (Grafic 4.9) este estimată a exercita, prin intermediul canalului exporturilor nete, o contribuție cvasineutră pe întregul interval de prognoză.

Aportul efectului de avuție și de bilanț la setul de condiții monetare reale în sens larg este estimat a fi ușor stimulatив pe parcursul anului curent și cvasineutru ulterior. Printre componentele acestuia se remarcă, pe de o parte, poziționarea favorabilă a ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni) în cursul anului 2021. Pe de altă parte, însă,

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

<sup>82</sup> Cursul de schimb relevant pentru modelul de analiză și prognoză macroeconomică al BNR este construit pe baza celor dintre leu și euro, respectiv dintre leu și dolarul SUA, sistemul de ponderare reflectând importanța celor două monede în comerțul exterior al României.

<sup>83</sup> Relevanța acestui canal a cunoscut o diminuare treptată în perioadele recente, dată fiind reducerea ponderii creditelor denominate în valută în totalul stocului de credite acordate sectorului privat, în condițiile creșterii superioare a fluxurilor denominate în lei față de cele în valută.

<sup>84</sup> Acest impact acționează, conform mecanismului de transmisie a politicii monetare, cu un decalaj temporal.



contrabalansează efectul nefavorabil al creșterii anticipate a primei de risc suveran. Această evoluție are loc în contextul fluctuațiilor aversiunii la risc a investitorilor față de piețele emergente, fiind susceptibile îndeosebi cele caracterizate de dezechilibre macroeconomice acumulate anterior declanșării actualei crize, acestea fiind amplificate de contextul pandemic. Trebuie însă menționat că asistăm la o îmbunătățire a așteptărilor<sup>85</sup> cu privire la evoluțiile viitoare ale acestor dezechilibre – îndeosebi în cazul deficitului bugetar. Materializarea acestor așteptări ar putea contribui la reconfigurarea traiectoriei primei de risc la un nivel inferior celui preconizat la momentul actual. În același timp, variația deviației cursului de schimb real efectiv al leului este anticipată a avea un impact cvasineutru, prin intermediul acestui canal, pe parcursul întregului interval de prognoză.

În contextul particular al persistenței crizei de sănătate, conduita politicii monetare a BNR a fost calibrată din perspectiva menținerii stabilității prețurilor pe termen mediu corespunzător țintei staționare de inflație de 2,5 la sută  $\pm 1$  punct procentual, într-o manieră de natură să susțină redresarea activității economice în contextul procesului de consolidare fiscală și în condiții de protejare a stabilității financiare.

#### 4.4. Riscuri asociate proiecției

Odată cu progresul în ceea ce privește imunizarea populației, criza de sănătate publică este anticipată a se detensiona gradual. Totuși, aceasta rămâne principala sursă de riscuri la adresa proiecției macroeconomice. Noi puseuri în ceea ce privește rata de infectare cu SARS-CoV-2 sunt posibile, în special pe fondul unor potențiale variații în genomul virusului cu un grad mai ridicat de contagiozitate și o eventuală rezistență sporită la serurile imunizante existente. În plus, chiar și în cazul unei eficiențe sporite a vaccinurilor existente în fața posibilelor tulpini genomice, persistă încă necunoscute cu privire la gradul de protecție de care ar urma să beneficieze, în timp, persoanele care au fost deja complet imunizate. Resurgența infecțiilor ar impune menținerea sau chiar reînăsprirea măsurilor de distanțare socială atât pe plan local, cât și global, creând noi obstacole în calea unei reveniri cu celeritate și sustenabile a activității economice. Incertitudini suplimentare planează și asupra impactului economic al crizei sanitare, atât pe termen scurt, pe fondul adaptării agenților economici la noile condiții, cât și pe termen mediu, date fiind modificările structurale induse de pandemie, cu consecințe asupra potențialului productiv al economiei.

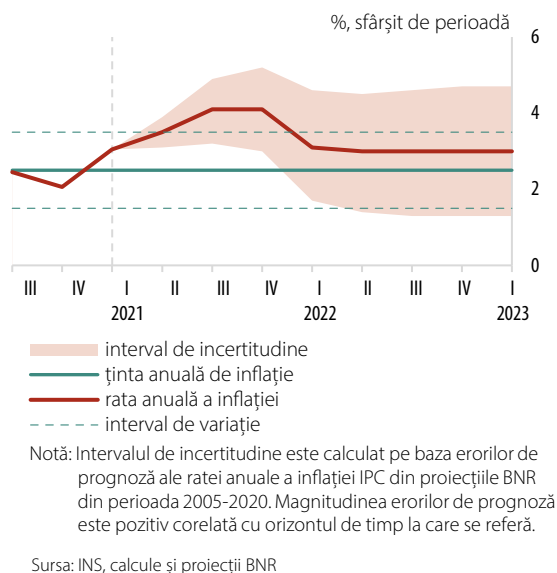
Riscurile induse de criza pandemică s-au ameliorat în contextul demarării campaniilor de imunizare. Incertitudini sunt însă asociate dinamicii vaccinării, privite din perspectiva relației acesteia cu avansul cazurilor noi de infectare cu virusul SARS-CoV-2. O trenare a progresului acestui proces ar putea avea loc în cazul apariției unor sincope în procesul de producție și distribuție a vaccinurilor de la nivel global, al apariției unor dificultăți logistice pe plan local (cu precădere în mediul rural), dar și al unei posibile acutizări a reticenței populației de a se vaccina. O astfel de evoluție ar întârzia detensionarea situației epidemiologice și ar putea conduce la

<sup>85</sup> Îmbunătățirea acestor așteptări este semnalată și de revizuirea pozitivă, din data de 17 aprilie 2021, de către Agenția Standard & Poor's a perspectivelor cu privire la ratingul țării noastre.



permanentizarea unei dinamici a economiei specifică situațiilor de prevalență a distanțării sociale, de natură a afecta de o manieră persistentă cererea pentru anumite tipuri de servicii (cele care au la bază interacțiunea umană).

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



Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației (Grafic 4.10) este apreciată a fi înclinată în sensul unor abateri în sus de la valorile proiectate în scenariul de bază, cu precădere pe parcursul anului curent. În actuala conjunctură, riscuri ridicate cu caracter mai degrabă inflaționist sunt asociate evoluției viitoare a prețurilor bunurilor energetice. Atât situația în perspectivă a pieței muncii, cât și conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri își mențin relevanța ca surse de incertitudine. Totodată, riscuri provin și din mediul extern, în corelație directă cu evoluția viitoare a crizei pandemice, dar și a cotațiilor internaționale ale materiilor prime.

Un factor de risc a cărui importanță s-a amplificat în perioada recentă se referă la dinamica viitoare a prețurilor la gazele naturale și la energia electrică.

Piața gazelor naturale a fost afectată de temperaturile reduse înregistrate în această iarnă la nivel global. Din această perspectivă, în contextul reînnoirii contractelor de furnizare a utilităților (de regulă, cu frecvență anuală), riscuri sunt induse de comportamentul celor doi mari furnizori pe plan local, existând premisele unor ajustări ascendente suplimentare celor considerate în scenariul de bază ale prețurilor pentru consumatorii finali. În cazul energiei electrice, presiuni inflaționiste pot rezulta tot din acțiunile viitoare ale principalilor actori ai pieței. În pofida liberalizării pieței energiei electrice de la 1 ianuarie 2021 și a anticipării unei intensificări a concurenței ce ar fi avut drept consecință presiuni de diminuare a prețurilor, ofertele pe piața liberă au manifestat o rigiditate sporită. Date fiind evoluțiile istorice observate, nu este exclus ca în perspectivă portofoliile de oferte privind furnizarea energiei electrice să se alinieze prețurilor practicate de cei mai mari operatori de energie electrică, cu impact potențial asupra dinamicii agregate a prețurilor din economie. Materializarea unor asemenea riscuri ar putea avea efecte asupra percepției agenților economici asupra ratei anuale a inflației, alimentând astfel presiuni inflaționiste suplimentare.

Similar rundelor precedente de proiecție, conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri își mențin importanța ca sursă de incertitudini. Deși programul bugetar pentru anul 2021 confirmă inițierea procesului de consolidare fiscală, etapele viitoare ale acestuia sunt marcate de un grad ridicat de incertitudine. Din această perspectivă, ritmul consolidării fiscale, configurația pachetului măsurilor de corecție a deficitului bugetar și, implicit, impactul acestora asupra ratei anuale a inflației rămân incerte. Eventuale abateri de la procesul de corecție a derapajului fiscal asumat de autorități (de exemplu, un posibil volum mai amplu de resurse alocate gestionării crizei de sănătate publică) ar putea impune adoptarea în perspectivă a unor măsuri fiscale ceva mai restrictive.

În ceea ce privește evoluțiile de pe piața muncii, situația acesteia rămâne grevată de incertitudini ridicate, amplificate de perspectiva retragerii măsurilor de sprijin din partea autorităților publice. Ulterior epuizării acestor stimuli, anumite entități economice pot întâmpina dificultăți financiare ce ar putea conduce, în ipoteza rămânerii pe piață a firmelor, la ajustarea costurilor de producție (materializate sub forma unor comprimări ale celor salariale). În schimb, o posibilă sursă de presiuni inflaționiste se referă la transpunerea costurilor suplimentare induse de adaptarea la noul context macroeconomic în prețurile finale suportate de consumatori. Oferta de forță de muncă ar putea suferi, de asemenea, reconfigurări pe seama unei posibile creșteri a populației inactive, cu precădere în eventualitatea prelungirii crizei pandemice.

Pe plan extern, parcursul viitor al pandemiei COVID-19 alimentează în continuare riscuri și, mai ales, incertitudini. O potențială reinflamare a crizei de sănătate publică ar îngreuna procesul de revenire economică. Noi sincope ale lanțurilor globale de valoare adăugate ar putea apărea. În același timp, incertitudini ridicate sunt asociate acutizării asimetriilor existente între țări privind dinamica vaccinării. Din această perspectivă, un avans lent al campaniilor de imunizare, în special în economiile emergente, ar putea conduce la adâncirea disparităților deja existente. Noi episoade de scădere a apetitului global pentru risc ar putea genera realocări ale portofoliilor pe plan global, cu impact advers asupra economiilor cu vulnerabilități sporite. Un alt factor de incertitudine se referă la impactul viitor al conduitei politicii monetare a diverselor economii, în contextul deciziilor viitoare ale marilor bănci centrale și al unor potențiale abateri de la tendințele concretizate în jurul acestora.

Perspective favorabile sunt însă asociate accesării fondurilor europene alocate prin intermediul instrumentului „Next Generation EU”, de natură să dinamizeze redresarea economică atât pe plan local, cât și european. Efectele de antrenare asupra capacității productive a economiilor ar putea fi substanțiale, condiționate de complexitatea proiectelor de investiții derulate și de îndeplinirea țințelor asumate de autoritățile naționale de profil în Planurile Naționale de Redresare și Reziliență în vederea obținerii finanțării europene. Deși România ar putea beneficia de fonduri consistente în cadrul programului „Next Generation EU”, incertitudini inerente sunt asociate ritmului absorbției acestora în contextul unor eventuale sincope la nivelul capacității instituționale de pregătire și implementare a proiectelor de investiții.

Un risc a cărui importanță este reconfirmată și în runda actuală de proiecție se referă la dinamica viitoare a cotațiilor internaționale ale materiilor prime. Acestea au înregistrat creșteri substanțiale în perioada recentă, pe fondul îmbunătățirii așteptărilor privind revenirea economiei globale, dar și al unor șocuri de ofertă. Nu este exclusă prevalența unor astfel de șocuri și în perioadele viitoare. Presiuni inflaționiste suplimentare ar putea proveni din partea unor posibile acutizări ale sincopei de la nivelul lanțurilor globale de producție și distribuție. Eventuale fragmentări ale acestora ar putea afecta disponibilitatea anumitor bunuri, cu impact advers asupra prețurilor acestora. Totodată, în cazul materialelor de construcții, ascensiunea cotațiilor materiilor prime ar putea fi amplificată de perspectivele favorabile privind proiecte de infrastructură și de cele privind energia „verde” (mai ales în contextul pachetelor de stimuli de la nivel global). În același timp, riscuri

inerente sunt asociate fluctuațiilor climatice, de natură să afecteze oferta de bunuri agroalimentare atât pe plan local, cât și regional sau chiar internațional. La acestea se adaugă cele legate de achiziții crescute pentru rezerve strategice – deja demarate de unele economii importante ale lumii –, precum și cele care au ca sursă răspândirea focarelor de pestă porcină africană, cu impact advers asupra prețului cărnii de porc.

În același timp, incertitudini sunt asociate și evoluțiilor viitoare ale cotațiilor petrolului Brent. Riscurile decurg dintr-o posibilă exacerbare a volatilității, fiind astfel posibile evoluții în dublu sens. Reconfigurări ale traiectoriei cotațiilor petrolului descrise în scenariul de bază pot surveni pe latura ofertei, pe fondul unor factori cu caracter mai degrabă inflaționist (decizii ale OPEC+, incertitudini privind durata acordurilor existente, dar și posibile intensificări ale tensiunilor militare în Peninsula Arabică). În același timp, noi puseuri inflaționiste ar putea surveni pe latura cererii, mai ales pe seama manifestării unui optimism sporit cu privire la redresarea activității economice (inclusiv în contextul pachetului de stimuli fiscali acordat în SUA, dar și la nivel european, din perspectiva implementării unor proiecte de investiții finanțate prin programul de redresare economică „Next Generation EU”) și a unei posibile relaxări mai alerte a restricțiilor de mobilitate. Evoluții de sens contrar pot fi induse în eventualitatea creșterii neașteptate a numărului de noi infectări.

# Abrevieri

ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în domeniul Energiei
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
BRM	Bursa Română de Mărfuri
CE	Comisia Europeană
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FAO	Organizația Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură
FBCF	formarea brută de capital fix
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>
OPCOM	Operatorul Pieței de Energie Electrică și de Gaze Naturale
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TFP	productivitatea totală a factorilor de producție
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

## Lista tabelelor din text

---

### Casetă

Tabel A	Indicatori statistici descriptivi pentru distribuția modificării prețurilor	18
Tabel B	Frecvența și amplitudinea modificărilor de prețuri la nivelul unor categorii din coșul de consum	20
Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	47
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	48
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	52
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației în scenariul de bază	53
Tabel 4.3	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat în scenariul de bază	54
Tabel 4.4	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației	54

## Lista graficelor din text

---

	Prognoza ratei inflației	9
Grafic 1.1	Evoluția inflației	14
Grafic 1.2	Cotația țițeiului și prețul carburanților	15
Grafic 1.3	Prețurile energiei electrice și gazelor naturale	15
Grafic 1.4	Evoluția prețurilor principalelor componente ale inflației de bază CORE2 ajustat	16
<b>Casetă</b>		
Grafic A	Distribuția modificărilor de preț efective	19
Grafic B	Frecvența/amplitudinea medie a modificărilor de preț și rata inflației	22
Grafic 1.5	Anticipații privind evoluția prețurilor	25
Grafic 1.6	IAPC mediu anual	25
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	26
Grafic 2.2	Sectoare economice	27
Grafic 2.3	Activitatea comercială și servicii pentru populație	27
Grafic 2.4	Investiții	28
Grafic 2.5	Indicii ale perspectivei pe termen scurt în investiții	29
Grafic 2.6	Investiții directe și absorbția de fonduri europene pentru investiții	30
Grafic 2.7	Exporturi	31
Grafic 2.8	Importuri	32

Grafic 2.9	Contul curent și principalele modificări în structură (2 luni 2021)	32
Grafic 2.10	Productivitatea sectoarelor economice	33
Grafic 2.11	Gradul de utilizare a capacităților de producție în industrie	33
Grafic 2.12	Câștigul salarial nominal brut	34
Grafic 2.13	Efectivul salariaților din economie	35
Grafic 2.14	Așteptările operatorilor economici privind numărul de salariați în următoarele 3 luni	35
Grafic 2.15	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	36
Grafic 2.16	Prețurile producției industriale pentru piața internă	38
Grafic 2.17	Prețurile producției agricole	38
Grafic 2.18	Costurile unitare cu forța de muncă	39
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	40
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	44
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	44
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	45
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	46
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	47
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	48
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	49
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	50
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	52
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației	53
Grafic 4.3	Inflația anuală CORE2 ajustat	54
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor bunurilor energetice	55
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor LFO	56
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor administrate	56
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	57
Grafic 4.8	Deviația PIB	59
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	62
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	64

