



BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației mai 2022

Anul XVIII, nr. 68

Raport asupra inflației

Mai 2022

NOTE

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

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

Toate drepturile rezervate.

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

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

ISSN 1582-2923 (versiune tipărită)

ISSN 1584-093X (versiune *online*)

ISSN 1584-093X (versiune e-Pub)

Cuvânt înainte

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

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

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

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

Raportul asupra inflației a fost aprobat în ședința Consiliului de administrație al BNR din data de 10 mai 2022, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 4 mai 2022.

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

Cuprins

Sinteză	7
1. Evoluția inflației	15
2. Evoluții ale activității economice	20
1. Cererea și oferta	20
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	28
2.1. Prețurile de import	28
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	30
3. Politica monetară și evoluții financiare	34
1. Politica monetară	34
2. Piețe financiare și evoluții monetare	39
2.1. Ratele dobânzilor	39
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	42
2.3. Moneda și creditul	44
4. Perspectivele inflației	48
Scenariul de bază	48
4.1. Ipoteze externe	48
Casetă. Evaluări curente ale impactului războiului din Ucraina asupra economiei românești	51
4.2. Perspectivele inflației	55
4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	59
4.4. Riscuri asociate proiecției	66
Abrevieri	69
Lista tabelor din text	70
Lista graficelor din text	70

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC și-a continuat trendul puternic ascendent în trimestrul I 2022, avansând cu 1,96 puncte procentuale, până la 10,15 la sută în luna martie (de la 8,19 la sută în decembrie) într-un context de presiuni inflaționiste generalizate la nivel global. Principalul determinant al acestui avans a fost reprezentat de creșterea costurilor de producție, rezultat conjugat al crizei energetice declanșate la jumătatea anului precedent și al undei de șoc transmise de conflictul ruso-ucrainean pe piețele de materii prime, în special cele energetice și agroalimentare.

Pe acest fond, rata anuală a inflației de bază CORE2 ajustat s-a majorat în intervalul ianuarie-martie 2022 cu 2,4 puncte procentuale, până la 7,1 la sută. În schimb, în același interval, contribuția inflaționistă a componentelor exogene a fost modestă (0,5 puncte procentuale), impactul creșterii accelerate a cotațiilor materiilor prime fiind în bună măsură atenuat de extinderea, în luna februarie 2022, a schemei de compensare și plafonare a facturilor la utilități pentru consumatorii casnici. Comparativ cu prognoza publicată în *Raportul asupra inflației* din februarie 2022, rata anuală de creștere a prețurilor de consum în luna martie a fost semnificativ mai ridicată (10,2 la sută față de 8,0 la sută). La rândul său, rata medie anuală a inflației a crescut simțitor: indicatorul determinat pe baza metodologiei naționale a atins 6,5 la sută în martie (față de 5,1 la sută în decembrie 2021), iar cel calculat pe baza IAPC s-a plasat la 5,6 la sută (față de 4,1 la sută la finele anului 2021), valoare egală cu cea înregistrată în Letonia, dar inferioară totuși celor din Lituania, Estonia, Ungaria și Polonia.

Exacerbarea presiunii factorilor de pe latura ofertei și deteriorarea anticipațiilor inflaționiste, au implicat accelerarea ritmului de creștere a inflației de bază CORE2 ajustat în trimestrul I 2022, în timp ce condițiile de cerere din economie, reflectate de deviația scăzută a PIB față de nivelul potențial, au jucat un rol modic. Pe latura costurilor de producție s-a evidențiat majorarea semnificativă a cheltuielilor cu materiile prime, a celor cu transportul și cu utilitățile. Transmiterea acestora în prețuri a fost cea mai rapidă în cazul produselor alimentare, dată fiind, pe de o parte, cererea mai puțin elastică de astfel de produse, iar pe de altă parte, expunerea ridicată a sectorului la evoluția cotațiilor materiilor prime. Având în vedere comportamentul de formare a prețurilor în economia românească, este de așteptat ca majorările acestora la bunurile alimentare să continue pe parcursul mai multor luni. În paralel, presiuni pot să apară și în cazul costurilor cu forța de muncă, majorarea salariului minim pe economie punându-și amprenta asupra dinamicii salariilor în prima parte a anului, alături de ascensiunea alertă a inflației, a cărei influență se manifestă în contextul renegocierii contractelor de muncă.

Costurile unitare cu forța de muncă pe total economie au înregistrat o nouă atenuare a dinamicii anuale negative în trimestrul IV 2021, până la -6,2 la sută (de la -10,6 la sută

în intervalul anterior). Traectoria indicatorului continuă să fie însă afectată de schimbarea metodologică operată la începutul anului trecut la nivelul ocupării forței de muncă¹. Dinamica indicatorului obținut prin ajustarea acestui efect² a cunoscut o accelerare până la 4,3 la sută (față de -1,0 la sută în trimestrul III), fiind mai redusă însă față de valorile pre-pandemice. În intervalul ianuarie-februarie 2022, rata anuală de creștere a costurilor salariale unitare în industrie s-a menținut la un nivel ridicat, similar celui consemnat în trimestrul IV 2021, respectiv la 9,5 la sută, pe fondul unei majorări a dinamicii salariilor.

Politica monetară în perioada parcursă de la data Raportului precedent

În ședința din 9 februarie 2022, Consiliul de administrație al BNR a hotărât majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 2,5 la sută pe an, de la 2 la sută, și păstrarea controlului ferm asupra lichidității de pe piața monetară. Totodată, coridorul simetric format de ratele dobânzilor facilităților permanente în jurul ratei dobânzii de politică monetară a fost menținut la ± 1 punct procentual. Rata anuală a inflației IPC a continuat să crească deasupra limitei superioare a intervalului țintei în luna decembrie 2021, urcând la 8,19 la sută, de la 7,8 la sută în noiembrie și 6,29 la sută în septembrie. Ascensiunea ratei anuale a inflației IPC pe parcursul trimestrului IV 2021 a fost antrenată, și de această dată, în principal de componente exogene ale IPC, mai cu seamă de majorările consemnate de prețurile gazelor naturale și energiei electrice, precum și de prețul combustibililor – preponderent pe seama categoriei non-benzină și motorină –, cărora li s-au alăturat influențe mai modeste provenind de pe segmentul LFO și de pe cel al prețurilor administrate. La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accelerat ușor creșterea în trimestrul IV 2021, până la 4,7 la sută în decembrie, de la 3,6 la sută în septembrie. Dinamica acesteia a continuat să reflecte creșterile cotațiilor mărfurilor agroalimentare și pe cele ale costurilor cu energia și transportul, precum și influențele blocajelor persistente în lanțurile de producție și aprovizionare, potențate de așteptările inflaționiste pe termen scurt tot mai ridicate și de ponderea însemnată a bunurilor importate în coșul de consum. Cea mai recentă prognoză, elaborată pe baza datelor disponibile și a reglementărilor în vigoare, evidențiază o înrăutățire considerabilă a perspectivei pe termen scurt a inflației, sub impactul puternic al șocurilor de ofertă, în principal al prețurilor la energie.

Principalele incertitudini și riscuri asociate perspectivei inflației decurgeau din conduita politicii fiscale, date fiind coordonatele programului bugetar, ce vizau progresul consolidării fiscale conform angajamentelor asumate în cadrul procedurii de deficit excesiv, dar într-un context economic și social dificil pe plan intern și la nivel global. De asemenea, un factor relevant de risc rămânea evoluția pandemiei, în contextul fazei ascendente a valului de infectări provocat de varianta Omicron a coronavirusului. Totodată, o sursă importantă de incertitudini și riscuri a continuat să o reprezinte absorbția fondurilor europene, în special a celor aferente programului „Next Generation EU”, în care alocarea de fonduri este condiționată de îndeplinirea cu strictețe a unor ținte și jaloane.

¹ În cazul României, cea mai importantă modificare o constituie excluderea din rândul populației ocupate a persoanelor care produc exclusiv sau majoritar pentru autoconsum, desfășurându-și activitatea în agricultură.

² Indicator calculat pe baza datelor privind populația ocupată din *Ancheta Forței de Muncă în Gospodăria (AMIGO)*, seria fiind recalculată conform noii metodologii până în anul 2009.

Ulterior, rata anuală a inflației IPC a continuat să crească gradual în primele două luni din 2022, urcând la 8,35 la sută în ianuarie și la 8,53 la sută în februarie. Contribuția componentelor exogene ale IPC a fost de această dată dezinflaționistă pe ansamblu, ca urmare a scăderilor de dinamică înregistrate de prețurile energiei electrice și gazelor naturale, pe fondul unui efect de bază și al schemelor extinse de plafonare, care au devansat consistent influențele creșterii relativ mai pronunțate a prețului combustibililor, a prețurilor LFO și a celor administrate. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accentuat peste așteptări trendul ascendent în primele două luni ale trimestrului I 2022, mărindu-se la 5,2 la sută în ianuarie și la 5,9 la sută în februarie, de la 4,7 la sută în decembrie 2021, în principal ca efect al accelerării creșterilor generalizate ale prețurilor alimentelor procesate. Evoluția componentei a continuat să reflecte majorările ample ale cotațiilor mărfurilor agroalimentare și ale costurilor cu energia și transportul, alături de influențele blocajelor persistente în lanțurile de producție și aprovizionare. Acestea au fost potențate de cotele tot mai înalte ale așteptărilor inflaționiste pe termen scurt, de reziliența cererii pe anumite segmente, precum și de ponderea însemnată deținută în coșul de consum de produse alimentare și de cele importate. Activitatea economică a continuat să slăbească în intensitate în trimestrul IV 2021 mai mult decât s-a anticipat, comprimându-se cu 0,1 la sută față de trimestrul precedent, însă exclusiv ca urmare a deteriorării semnificative a performanțelor agriculturii. Evoluțiile au făcut probabilă menținerea excedentului de cerere agregată la o valoare scăzută în acest interval, conform prognozelor anterioare, date fiind inclusiv implicațiile revizuirii datelor statistice privind creșterea economiei pe parcursul anilor 2020 și 2021. Concomitent, dinamica anuală a PIB a consemnat în trimestrul IV 2021 o scădere sensibil mai pronunțată față de cea prognozată, la 2,4 la sută, de la 6,9 la sută în trimestrul III, dar aproape integral pe seama trecerii în teritoriul negativ a contribuției variației stocurilor. Consumul gospodăriilor populației și-a diminuat doar foarte ușor aportul pozitiv, care a rămas astfel deosebit de ridicat, iar formarea brută de capital fix și-a ameliorat întrucâtva contribuția. La rândul său, exportul net și-a redus ușor aportul negativ la dinamica anuală a PIB, în condițiile în care scăderea variației importurilor de bunuri și servicii a devansat-o pe cea a exporturilor. Pe acest fond, creșterea anuală a soldului negativ al balanței comerciale a decelerat semnificativ față de trimestrul III, dată fiind și restrângerea decalajului nefavorabil dintre dinamica prețurilor importurilor și cea a prețurilor exporturilor. În schimb, deficitul de cont curent și-a mărit substanțial avansul în termeni anuali, sub influența deteriorării semnificative a balanței veniturilor secundare, pe seama scăderii intrărilor de fonduri europene de natura contului curent, în raport cu perioada similară a anului precedent.

În ședința Consiliului de administrație al BNR din 5 aprilie 2022, cele mai recente evaluări relevau o creștere a ratei anuale a inflației IPC ceva mai pronunțată în următoarele luni decât s-a anticipat anterior, sub impactul șocurilor pe partea ofertei. Determinante pentru noua înrăutățire a perspectivei apropiate a inflației au fost majorările mult mai ample anticipate a fi consemnate de prețul combustibililor, și mai ales de prețurile alimentelor procesate, în principal sub influența creșterii mai puternice a cotațiilor țițeiului și ale materiilor prime agroalimentare, pe fondul invaziei Rusiei în Ucraina și al sancțiunilor internaționale instituite. Efectele inflaționiste astfel exercitate erau așteptate să prevaleze pe orizontul apropiat de timp, față de impactul dezinflaționist substanțial prezumat a fi generat de prelungirea cu încă un an a schemelor de plafonare a prețurilor la energia electrică și gazele naturale pentru

consumatorii casnici. Incertitudini însemnate au persistat, totuși, asociate modului de evaluare și de includere în calculul IPC a impactului acestor scheme.

Pe baza evaluărilor și a datelor disponibile la acel moment, precum și în condițiile incertitudinilor foarte ridicate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 3 sută pe an, de la 2,50 la sută pe an. De asemenea, s-a decis majorarea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*) la 4 la sută pe an, de la 3,50 la sută pe an, și creșterea ratei dobânzii la facilitatea de depozit la 2 la sută pe an, de la 1,50 la sută, precum și păstrarea controlului ferm asupra lichidității de pe piața monetară. Totodată, Consiliul de administrație a subliniat că urmărește ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, precum și stimularea economisirii prin creșterea ratelor dobânzilor bancare, în vederea reducerii durabile a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile în contextul procesului de consolidare fiscală.

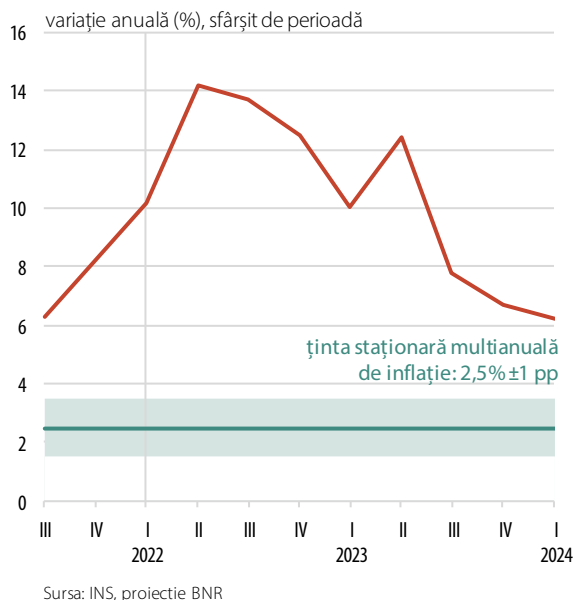
Perspectivile inflației

Anul 2021 a marcat continuarea revenirii activității economice, atât în România, cât și pe plan global. În *Raportul asupra inflației* din luna februarie 2022, se evidențiază perspectiva unei consolidări a redresării economice pe parcursul acestui an, deși procesul continua să fie grevat de o serie de riscuri și incertitudini. Acestea erau asociate, pe de o parte, evoluției situației medicale, iar pe de altă parte, dinamicilor cotațiilor materiilor prime, date fiind tensiunile încă ridicate din lanțurile de producție

și distribuție. La foarte scurt timp după publicarea *Raportului asupra inflației*, invazia Ucrainei de către Rusia, prin consecințele ample atât în plan geopolitic, cât și economic, a produs reevaluări importante ale contextului economic. Pe acest fond, proiecțiile macroeconomice sunt inevitabil grevate de o multitudine de riscuri și, mai ales, de incertitudini, majoritatea fiind plasate în afara sferei obișnuite a analizelor economice (evoluția conflictului militar, contextul geopolitic, impunerea de sancțiuni). Războiul din Ucraina a intensificat problemele pe latura ofertei care afectau deja o serie de piețe-cheie de la nivel global – în special cele ale materiilor prime –, aflate anterior acestui moment într-un proces gradual de resorbire a efectelor induse de pandemia COVID-19. Pe acest fond, dezechilibrul între cererea și oferta globală în cazul a numeroase materii prime și produse finite s-a reamplificat începând de la finele lunii februarie. Această situație conduce, pe de o parte, la o reaccentuare a presiunilor inflaționiste, iar

pe de altă parte, la încetiniri de ritm ale activității economice. În scenariul de bază al proiecției, se presupune că efectele economice cele mai ample ale războiului din Ucraina se vor produce în acest an, urmând să se resoarbă treptat în 2023 și 2024. În schimb, sancțiunile impuse Rusiei și altor state care încurajează sau susțin agresiunea militară, precum și răspunsurile provenite din partea autorităților acestor state vor

Proгноza ratei inflației



rămâne în vigoare până cel puțin în anul 2024. Pe acest fond, traiectoria ratei anuale a inflației din scenariul de bază actualizat a fost revizuită din nou, consistent, în sus. Intensitatea presiunilor asupra prețurilor având ca resort principal conflictul militar va fi mai accentuată în lunile imediat următoare astfel că, exceptând componenta „energie” (influențată semnificativ de măsurile de plafonare), ritmul lunar de creștere a IPC se va înscrie pe o traiectorie de reducere graduală pe parcursul intervalului de prognoză. Totuși, prin modul de construcție, indicatorul rata anuală a inflației IPC va reflecta aceste presiuni pe o perioadă de 12 luni. Un nou salt consistent al ratei anuale a inflației IPC este așteptat să aibă loc în aprilie 2023, odată cu expirarea prelungirii schemelor de plafonare a prețurilor la energia electrică și gazele naturale. Deși realinierea acestor prețuri la cele prevalente pe piețe este de așteptat să aibă loc preponderent pe parcursul lunii aprilie 2023, impactul de majorare a ratei anuale a inflației IPC va fi, de asemenea, unul persistent pe o perioadă de 12 luni, până la finele trimestrului I 2024, orizontul prognozei curente. Ca efect al războiului din Ucraina, majorările ample ale prețurilor produselor energetice și ale celor ale altor materii prime (în special agroalimentare), precum și escaladarea la cote neuzual de ridicate a incertitudinii din economie sunt de natură să inducă o deteriorare a perspectivelor de evoluție a activității economice, mai ales pe termen scurt.

Atât expunerea comercială, cât și cea financiară a României în relațiile bilaterale cu Rusia și Ucraina sunt reduse, ceea ce face ca impactul economic transmis prin canalele directe să fie unul extrem de redus. Efecte mai substanțiale se vor propaga, însă, printr-o serie de canale indirecte. De exemplu, ponderea ridicată deținută de Rusia și Ucraina în producția globală de energie, alimente și unele metale a creat deja perturbări ample în comerțul internațional. Pe acest fond, diminuarea cererii partenerilor externi, escaladarea incertitudinii și răsfrângerea acesteia asupra deciziilor de consum și investiții ale agenților economici, precum și înăsprirea generalizată a condițiilor de finanțare vor conduce la o probabilă cvasistagnare a economiei românești în trimestrul II. O redresare economică în a doua parte a anului este previzibilă, în ipoteza unui debut al detensionării conflictului militar, însă procesul de recuperare va fi doar unul gradual. În aceste condiții, dinamica anuală a PIB a fost încă o dată revizuită în sens descendent, în special în 2022 și, într-o mai mică măsură, în 2023. La rândul său, *gap*-ul pozitiv al PIB a suferit o nouă comprimare de nivel, de așteptat să continue și pe termen mediu, cu contribuții în proporții diferite induse de efectele contracționiste ale războiului din Ucraina, de normalizarea politicii monetare și, respectiv, de continuarea procesului de consolidare fiscală.

Pe termen mediu, contribuția majoritară la creșterea economică va continua să revină consumului gospodăriilor populației, însă pe termen scurt variabila va consemna atenuări de ritm comparativ cu proiecția din *Raportul* anterior. Consumul populației va fi impulsivat de majorarea cheltuielilor sociale din prima parte a acestui an, ce a vizat categorii de populație cu o înclinație mai ridicată spre consum, iar în intervalul 1 aprilie 2022 – 31 martie 2023, de prelungirea măsurilor de plafonare a prețurilor la energia electrică și gazele naturale. În schimb, pe termen scurt, piața muncii va resimți cel puțin parțial încetinirea de ritm a activității economice, în timp ce pe termen mediu, o detensionare a constrângerilor induse de războiul din Ucraina ar putea încuraja o redresare mai substanțială a acesteia, cu efect de consolidare și a evoluțiilor favorabile ale consumului populației.

Pe termen mediu, continuă să rămână foarte plauzibilă impulsivitatea formării brute de capital fix ca urmare a debutului încă din acest an a atragerii de fonduri din programul „Next Generation EU”, care beneficiază de alocări extrem de generoase și pentru finanțarea reformelor structurale. În perspectivă imediată însă, nivelul extrem de ridicat al incertitudinii indus de conflictul militar de la granița României (tensiuni geopolitice, probleme în alimentarea cu energie, persistența războiului, posibile noi sancțiuni impuse Rusiei) va imprima componentei dinamici considerabil mai atenuate, dificil de compensat chiar și printr-o eventuală extindere a volumului de cheltuieli investiționale ale sectorului public. În ipoteza detensionării relativ rapide a conflictului militar, se reconfirmă perspectiva ca dinamica formării brute de capital fix să o depășească, ca ritm, pe cea a consumului populației începând de anul viitor. Aceasta ar restabili un aport solid al componentei atât la creșterea PIB, cât și la dinamizarea potențialului economiei pe termen mediu.

Impunerea de sancțiuni comerciale și financiare în relațiile internaționale cu Rusia, precum și blocajele extinse din lanțurile globale de distribuție vor conduce, probabil, la o comprimare în acest an a comerțului internațional, implicit și a volumului de importuri ale României. În schimb, pe fondul amplificării, în unele cazuri fără precedent, a creșterilor de prețuri la o gamă largă de materii prime – atât energetice, cât și non-energetice –, este extrem de probabil un avans consistent, în termeni valorici, al importurilor. Totodată, rolul jucat de Rusia și Ucraina în producția globală a unor metale și subcomponente, precum și constrângerile care continuă să afecteze capacitățile de transport vor continua să perturbe sectoare ale economiei (de exemplu, industria auto) cu o contribuție tradițional pozitivă și semnificativă la dinamica exporturilor românești. Pe acest fond, quantumul deficitului de cont curent din 2022 ar putea depăși, ca procent din PIB, deși nu semnificativ, nivelul din 2021. Pe termen mediu, o reluare a corecției deficitului extern este strict condiționată de disiparea problemelor din lanțurile globale induse de conflictul militar din Ucraina. În plus, o corecție mai consistentă a deficitului de cont curent va depinde și de progresul consolidării fiscale, de ritmul de revenire a activității economice a partenerilor externi, precum și de adresarea cât mai rapidă a problemelor structurale persistente ale economiei.

Încă din perioada anterioară declanșării războiului din Ucraina a fost vizibil un avans mai consistent al prețurilor comparativ cu traiectoria proiectată în *Raportul* din februarie. În fapt, aceste evoluții au confirmat materializarea unor factori de risc care fuseseră menționați în *Rapoartele* anterioare, în special posibilitatea ca șocurile sincronizate de ofertă de la nivel global să accelereze transmisia de către companii a majorărilor de costuri în prețurile finale. În aceste condiții, presiuni inflaționiste mai pronunțate au fost deja vizibile și urmează să se amplifice, ca efect al conflictului ruso-ucrainean, și în perioada următoare în cazul ratei anuale a inflației CORE2 ajustat, în special al componentei de alimente procesate. În paralel, dinamica viitoare a prețurilor energiei electrice și gazelor naturale este marcată de o serie de oscilații induse de prelungirea schemei de plafonare a prețurilor energiei și gazelor, care își vor pune amprenta și asupra traiectoriei ratei anuale a inflației *headline*.

În scenariul de bază, rata anuală a inflației IPC a fost revizuită la 12,5 la sută în luna decembrie 2022 (față de 9,6 la sută în *Raportul* din februarie), cu un maxim al indicatorului localizat pe parcursul trimestrului II. Pentru decembrie 2023, proiecția

indică o valoare de 6,7 la sută (față de 3,2 la sută în *Raportul* din februarie), în condițiile unor presiuni inflaționiste mai ample din partea tuturor subcomponentelor coșului de consum față de *Raportul* anterior. La acest orizont, revizuirea cea mai semnificativă a vizat componenta „energie electrică și gaze naturale”, în urma prelungirii schemei de plafonare de către autorități, atenuând vârful inflaționist al acesteia din luna aprilie 2022, dar generând un nou salt în luna aprilie 2023, cu valori ridicate ce persistă până la finele intervalului de prognoză, trimestrul I 2024. În ceea ce privește rata anuală a inflației CORE2 ajustat, față de *Raportul* din februarie noua proiecție este mai ridicată cu 4,2 puncte procentuale pentru finele anului curent și cu 1 punct procentual pentru sfârșitul anului 2023. Pe fondul șocurilor sincronizate de ofertă, presiunile din partea prețurilor bunurilor din import au fost revizuite la valori mai ridicate compensate parțial de cele asociate cererii agregate interne, care și-au atenuat atât nivelul, cât și dinamica față de *Raportul* anterior.

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

Deși riscuri inflaționiste asociate evoluției prețurilor unei multitudini de materii prime s-au materializat deja ca efect al războiului din Ucraina, ce au condus la reconfigurarea substanțială a coordonatelor scenariului de bază, portofoliul de riscuri ce grevează perspectivele economiei rămâne consistent, cu implicații potențial divergente asupra principalelor variabile macroeconomice. O parte dintre acești factori vor produce efecte mai degrabă pe termen mediu și lung asupra economiei globale. De exemplu, se conturează riscul unei fragmentări, posibil de durată, a economiei mondiale și, astfel, de apariție a unor blocuri organizate după criterii distincte, geopolitice și chiar tehnologice, risc cu potențial de a fi amplificat în cazul extinderii listei deja existente a sancțiunilor economice și financiare. Principalul pericol, însă, este ca războiul din Ucraina să întârzie redresarea postpandemie a economiei, durata și magnitudinea acestui proces fiind esențiale din perspectiva realizării unei recuperări economice sustenabile. O trenare a acestui proces va favoriza persistența și chiar amplificarea încordărilor de la nivelul lanțurilor globale de producție și distribuție, creșterea incertitudinii până la niveluri care ar putea deprima consistent atât consumul, cât și investițiile ori genera continuarea spiralei ascendente a prețurilor materiilor prime. În final, acești factori ar putea conduce la prelungirea și chiar accelerarea presiunilor inflaționiste din economie, în paralel unei comprimări a activității economice de natură să suprimă progresele realizate în ultimele trimestre.

Pentru a contrabalansa efectele adverse asupra economiei ale majorării prețurilor materiilor prime, atât autoritățile naționale, cât și cele transfrontaliere ar putea decide continuarea schemelor de sprijin deja existente ori, după caz, introducerea unora noi, mai cuprinzătoare. Cu informațiile disponibile la acest moment, sunt dificile evaluarea gradului de persistență pe termen mediu a șocurilor adverse, implicit estimarea duratei pe care s-ar putea aplica pachetele de sprijin și, respectiv, configurația finală a acestora. În aceste condiții, asumând finanțarea preponderentă a pachetelor de sprijin din fonduri publice, conduita politicii fiscale și a celei de venituri continuă să

rămână grevate de o serie de riscuri, adoptarea unor măsuri de protecție extinse putând intra în opoziție cu nevoia continuării într-un ritm ambițios a corecției deficitului bugetar, având ca termen de finalizare anul 2024.

În cazul României, care beneficiază de alocări extrem de generoase de fonduri europene, atragerea în volume cât mai ample ale acestora, în special a celor investiționale din programul „Next Generation EU”, ar putea acționa ca un amortizor al șocurilor adverse. Astfel, prin impactul favorabil asupra cadrului macroeconomic, atragerea acestor fonduri ar putea facilita procesul de consolidare fiscală. Pe fondul demarării procesului de normalizare a politicii monetare la nivel global, atragerea fondurilor europene va implica finanțări la costuri mult mai reduse comparativ cu cele, în creștere, de pe piețele financiare. În sfârșit, în fața șocului advers de ofertă indus de majorarea generalizată a cotațiilor materiilor prime, firmele locale ar trebui să urmărească eficientizarea suplimentară a proceselor de producție, o parte dintre finanțările pentru aceste scopuri putând proveni, de asemenea, din fonduri europene cu destinație investițională. În pofida tuturor beneficiilor potențiale, performanța istorică a României în atragerea de fonduri europene, precum și criteriile mai riguroase de accesare în cazul unora dintre programe, condiționate de îndeplinirea unor ținte și jaloane stricte, ridică o serie de riscuri în calea derulării fără sincope și, respectiv, a finalizării acestui proces până la orizontul anului 2026.

Evoluțiile viitoare asociate pieței muncii își mențin importanța ca factor de risc, deși acestea vor reflecta, în bună măsură, impactul direct, precum și pe cele indirecte ale războiului din Ucraina. Astfel, creșterile generalizate de prețuri induse inclusiv pe acest fond vor continua să erodeze puterea de cumpărare a populației și ar putea ocaziona, în perioada următoare, o serie de presiuni ascendente asupra salariilor, deși diferențiate, atât ca magnitudine, cât și ca potențial de acomodare, în raport cu sectorul de activitate vizat. În plus, pe termen mediu, este posibilă exacerbarea penuriei de forță de muncă calificată, cu precădere în sectoarele care presupun tranziția către o economie verde și un nivel ridicat al digitalizării (segmente ce se prefigurează a fi impulsionate prin alocări semnificative de fonduri europene).

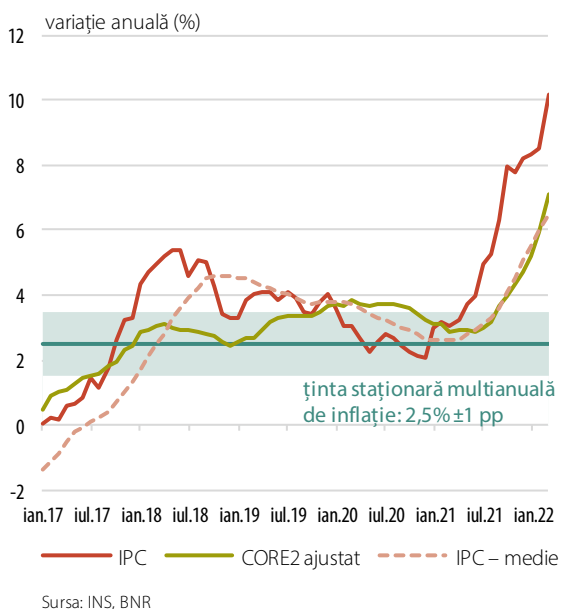
Decizia de politică monetară

Date fiind înrăutățirea considerabilă a perspectivei inflației pe întregul orizont de prognoză, sub impactul șocurilor globale pe partea ofertei, amplificate și prelungite de războiul din Ucraina și de sancțiunile asociate, precum și nevoia ancorării anticipațiile inflaționiste pe termen mediu și cea de stimulare a economisirii prin mărirea ratelor dobânzilor la depozitele bancare, în vederea readucerii durabile a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 10 mai 2022 majorarea cu 0,75 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, până la nivelul de 3,75 la sută. De asemenea, s-a decis majorarea cu 0,75 puncte procentuale a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*), până la 4,75 la sută, și creșterea cu 0,75 puncte procentuale a ratei dobânzii la facilitatea de depozit, până la 2,75 la sută, precum și păstrarea controlului ferm asupra lichidității de pe piața monetară. Totodată, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC și-a continuat trendul puternic ascendent în primul trimestru din 2022, avansând cu 1,96 puncte procentuale, până la 10,15 la sută în luna martie (de la 8,19 la sută în decembrie). Evoluția nefavorabilă a avut în prim-plan de această dată inflația de bază CORE2 ajustat, care s-a majorat în intervalul ianuarie-martie 2022 cu 2,4 puncte procentuale, până la 7,1 la sută. Principalul factor explicativ este reprezentat de creșterea costurilor de producție, rezultat conjugat al crizei energetice declanșate la jumătatea anului precedent și al undei de șoc transmise de conflictul ruso-ucrainean pe piețele de materii prime (în primul rând, energetice și agroalimentare). În același sens a acționat deteriorarea semnificativă a anticipațiilor inflaționiste, în timp ce erodarea progresivă a puterii de cumpărare a continuat să submineze cererea de consum. Contribuția inflaționistă a componentelor exogene a fost modestă în primele luni ale anului (0,5 puncte procentuale), impactul creșterii accelerate a cotațiilor materiilor prime fiind în bună măsură compensat la nivelul inflației IPC de extinderea, în luna februarie 2022, a schemei de compensare și plafonare a facturilor la utilități pentru consumatorii casnici (Grafic 1.1).

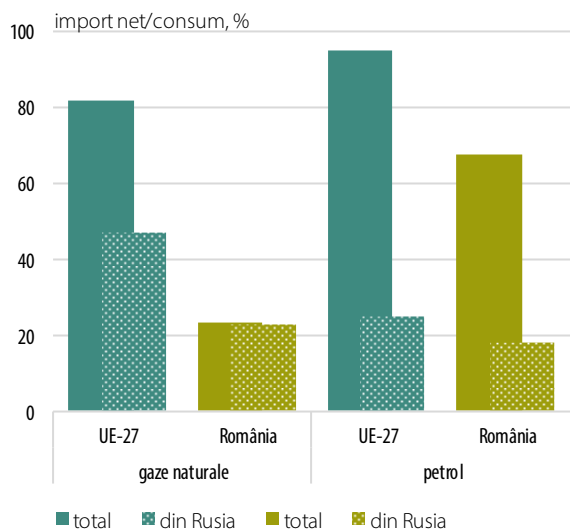
Grafic 1.1. Evoluția inflației



Ulterior vârfurilor atinse la finele anului precedent, cotațiile energiei electrice și gazelor naturale s-au corectat ușor în primele luni ale anului 2022, în contextul reorientării către surse alternative de energie (gaz natural lichefiat și cărbune), dar și al unei ierni blânde pe întregul continent. Tendința s-a inversat odată cu invazia Ucrainei, prețurile de pe piețele europene de profil atingând la începutul lunii martie puncte de maxim absolut ale seriilor istorice; evoluția scoate în evidență rolul central al Rusiei în asigurarea necesarului de produse energetice al statelor europene și nevoia unei reconfigurări accelerate a acestei piețe în vederea diversificării surselor (Grafic 1.2). Cotația petrolului s-a situat pe o traiectorie crescătoare în întregul interval analizat, inițial pe fondul disipării îngrijorărilor cu privire la consecințele economice ale răspândirii tulpinii Omicron, iar apoi în perspectiva limitării accesului producției rusești pe piața globală, hotărâre anunțată

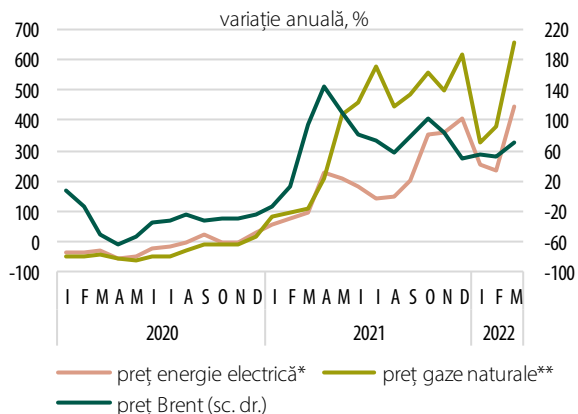
la nivel comunitar la începutul lunii mai. Deși măsurile luate până în prezent în cadrul UE nu includ un embargo asupra importurilor de gaze naturale și petrol (situație care a adus corecții descendente importante ale cotațiilor în luna aprilie), posibilitatea introducerii unor astfel de sancțiuni va continua să susțină cotațiile materiilor prime energetice la niveluri înalte, cel puțin până la aplanarea conflictului. În luna martie,

Grafic 1.2. Dependența de importuri în anul 2021



Sursa: Eurostat, calcule și estimări BNR

Grafic 1.3. Cotațiile bunurilor energetice pe piețele europene



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

**) indice de referință al pieței europene furnizat de Facilitatea de Transfer de Titluri (TTF) – Bursa de gaze din Rotterdam

Sursa: Bloomberg, calcule BNR

acestea înregistrau valori de cinci, respectiv șapte ori mai mari pentru energia electrică și gazele naturale comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior, și cu peste 70 la sută mai mari în cazul petrolului Brent (Grafic 1.3).

Tendința s-a regăsit în dinamica prețurilor de consum ale combustibililor, rata anuală a inflației pe acest segment urcând până la 34,2 la sută în martie. Contribuții în același sens au revenit și aprecierii relativ ample a dolarului SUA, dată fiind calitatea sa de monedă de refugiu, indexării accizei de la 1 ianuarie, precum și achizițiilor în exces realizate de populație la începutul lunii martie sub impulsul panicii, în contextul războiului din Ucraina. În plus, dependența ridicată de Rusia în ceea ce privește consumul intern de motorină, constrângerile create de conflict la nivelul ofertei³ au amplificat majorarea prețurilor pe acest segment, diferențialul față de benzină lărgindu-se considerabil. Componenta „energie electrică și gaze naturale” a beneficiat în primul trimestru de extinderea schemei de sprijin pentru consumatorii casnici începând cu 1 februarie 2022, prin reducerea plafoanelor aplicate prețurilor finale, respectiv relaxarea criteriilor de eligibilitate privind limitele de consum ale gospodăriilor pentru intervalul februarie-martie. În absența schemelor de sprijin, este estimat că rata anuală a inflației IPC în trimestrul I ar fi fost superioară cu peste 6 puncte procentuale⁴ celei efective, exclusiv din impactul direct al prețurilor în facturile finale (Grafic 1.4).

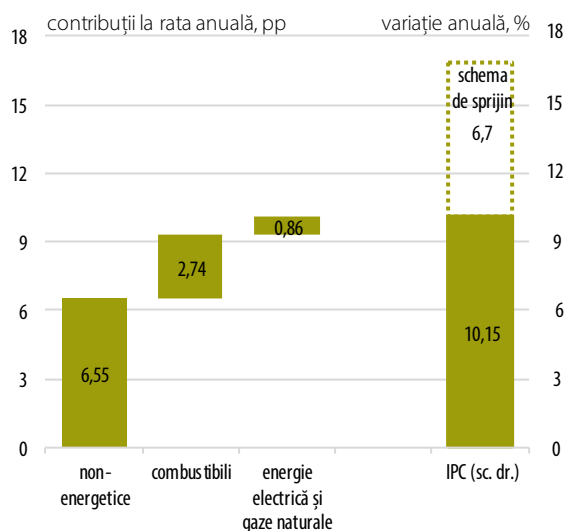
Șocul energetic s-a propagat rapid la nivelul cotațiilor bunurilor agroalimentare, canalele de transmisie vizând costurile cu transportul, cu îngrășămintele și cu furajele. Agresiunea armată din Ucraina a oferit un impuls suplimentar prețurilor agricole (dinamica anuală a indicelui FAO al

prețurilor alimentelor a urcat în luna martie la 33,6 la sută), dat fiind faptul că țările beligerante sunt exportatori importanți de astfel de materii prime, iar combinația de sancțiuni comerciale și recolte deficitare în zonele de război va determina restrângerea ofertei disponibile la nivel mondial în acest an. Escaladarea conflictului a avut efecte și în planul cotațiilor altor bunuri folosite în scop industrial, Rusia și Ucraina deținând ponderi semnificative în exporturile globale de paladiu, platină, aluminiu, nichel,

³ Deși rafinăriile din Rusia furnizează în continuare combustibili în Europa, unele companii de transport, bănci și intermediari manifestă reticență în a se implica în tranzacții cu produse energetice cu această proveniență (sancțiuni autoimpuse), determinând producătorii ruși să reducă producția.

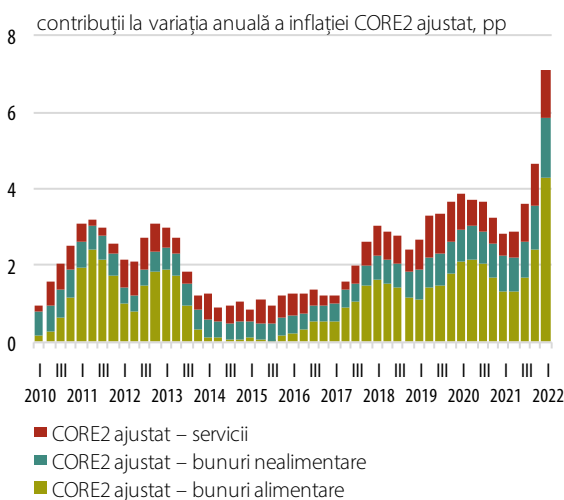
⁴ Acest efect se va reduce ușor după luna aprilie, prelungirea schemei pentru o perioadă de un an, până în martie 2023, aducând o nouă revizuire a principalelor prevederi, de data aceasta într-un sens mai restrictiv.

Grafic 1.4. Contribuția energiei și a schemei de sprijin la inflația IPC – martie 2022



Sursa: INS, calcule și estimări BNR

Grafic 1.5. Componentele inflației de bază CORE2 ajustat



Notă: Exclusiv efectul direct al modificărilor cotelor TVA.

Sursa: INS, calcule BNR

cupru, neon, argon sau lemn; impactul tensionării piețelor respective afectează inclusiv ramurile producătoare de bunuri de consum (autoturisme, electrocasnice, mobilă).

Pe fondul exacerbării presiunii factorilor de pe latura ofertei și al deteriorării anticipațiilor inflaționiste, inflația de bază CORE2 ajustat și-a accelerat ritmul de creștere în trimestrul I 2022, rata anuală ajungând la 7,1 la sută în martie (de la 4,7 la sută în decembrie), condițiile de cerere din economie jucând un rol neesențial în această evoluție, dată fiind deviația pozitivă scăzută a PIB față de nivelul potențial (Grafic 1.5). Pe latura costurilor de producție, se remarcă majorarea considerabilă a cheltuielilor cu materiile prime, a celor cu transportul și cu utilitățile. Estimările interne arată că de la debutul șocului energetic, respectiv din iulie 2021 și până în martie 2022, acesta a adus, pe canalul indirect al costurilor de producție ale companiilor, cel puțin 2 puncte procentuale în plus la inflația de bază, calculele pe baza seriilor istorice subestimând cel mai probabil acest impact, dată fiind amplitudinea fără precedent a șocului⁵.

Presiuni pot să apară și în cazul costurilor cu forța de muncă, majorarea salariului minim pe economie punându-și amprenta asupra dinamicii salariilor în prima parte a anului, alături de ascensiunea alertă a inflației, a cărei influență se manifestă în contextul renegocierii contractelor de muncă. Presiunile s-au transmis cel mai rapid și puternic pe segmentul alimentar (rată anuală de creștere de 10,5 la sută în martie), în contextul cererii mai puțin elastice de care beneficiază acest sector și al expunerii mult mai ridicate (comparativ cu alte sectoare de activitate) la evoluția costurilor cu materiile prime, a celor cu transportul și cu utilitățile. Astfel, dacă pe ansamblul

economiei acestea reprezintă, în medie, circa 24 la sută din cifra de afaceri⁶, în industria alimentară procentul variază între 40 la sută (în fabricarea produselor de brutărie) și 70 la sută (în producerea uleiurilor și a grăsimilor). Deși segmentul alimentar este cel în care operatorii ajustează cel mai frecvent prețurile (relativ la alte bunuri și servicii incluse în inflația de bază), doar 21 la sută dintre acestea se modifică, în medie, într-o lună⁷, astfel că răspunsul la șocuri este încorporat de către agenții

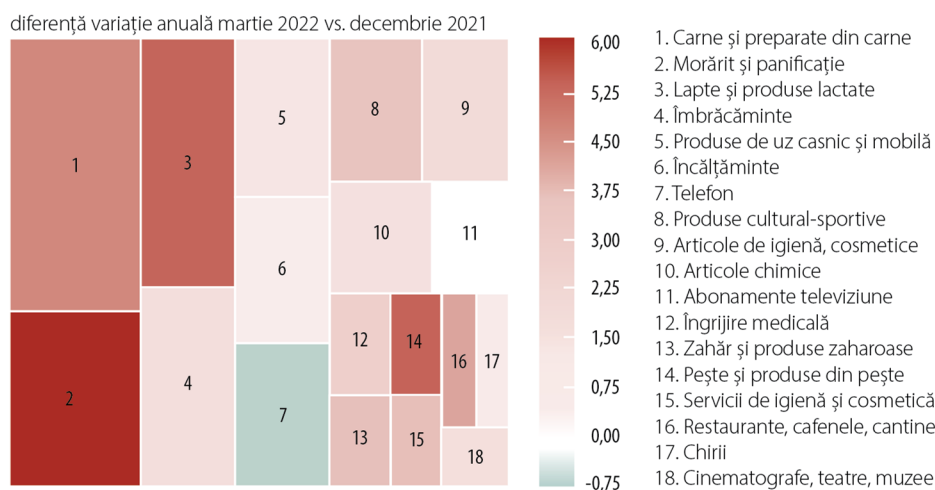
⁵ Pentru detalii metodologice a se vedea Caseta „Creșterea prețurilor energiei: impact asupra ratei inflației și a activității economice” din *Raportul asupra inflației*, ediția noiembrie 2021.

⁶ Conform datelor bilanțiere aferente anului 2020.

⁷ Rezultat care are la bază un set extins de date vizând prețurile bunurilor și serviciilor din coșul de consum, aferente perioadei 2015-2020. Este posibil însă ca în perioada analizată, marcată de șocuri multiple și ample, comportamentul să fie diferit de cel relevat de analiza seriilor istorice.

economici în prețurile de desfacere pe parcursul mai multor luni. În structură, principalele contribuții inflaționiste au revenit în primele trei luni ale anului produselor de panificație, preparatelor din carne și lactatelor, dar dinamici anuale alerte, de două cifre, ale prețurilor continuă să fie vizibile și în cazul zahărului sau al uleiului (Grafic 1.6). Contribuția subcomponentei alimentare la creșterea inflației de bază din trimestrul I 2022 (1,7 puncte procentuale) a fost accentuată de creșterea coeficientului de ponderare aferent (+3,5 puncte procentuale, până la 41 la sută), referința fiind anul 2020, în care contextul pandemic a impus modificări substanțiale în comportamentul de consum. Deși bunurile nealimentare și serviciile incluse în inflația de bază au cunoscut scumpiri mai moderate în perioada analizată, variațiile anuale au atins și în aceste cazuri valori superioare celor prevalente în ultimii 10 ani (4,3 la sută, respectiv 5,5 la sută în luna martie 2022).

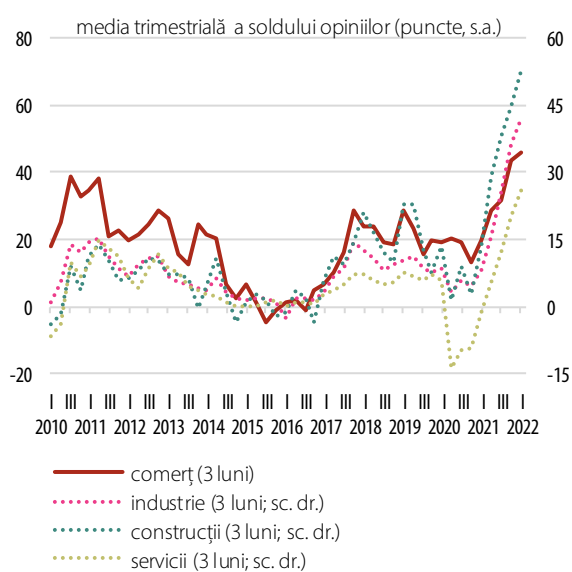
Grafic 1.6. Evoluția prețurilor principalelor componente ale inflației de bază CORE2 ajustat



Notă: Produsele reprezentate în grafic acoperă aproximativ 85 la sută din coșul de consum aferent inflației de bază în 2022. Aria unui dreptunghi este proporțională cu ponderea produsului reprezentat în CORE2 ajustat, iar intensitatea culorii cu diferența dintre variația anuală a prețului în martie 2022 comparativ cu decembrie 2021.

Sursa: INS, calcule BNR

Grafic 1.7. Anticipații privind evoluția prețurilor

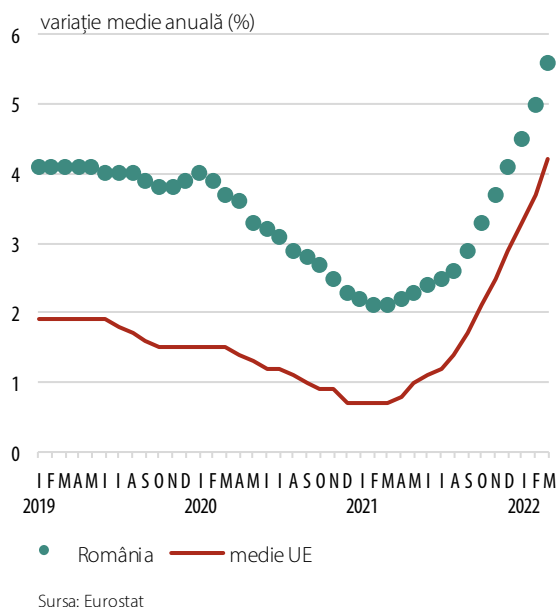


Sursa: CE-DG ECFIN

Anticipațiile reprezintă în continuare un factor important al evoluției curente a ratei inflației, tot mai mulți agenți economici din toate sectoarele economiei așteptându-se la creșteri de prețuri în perioada următoare (Grafic 1.7). De asemenea, așteptările analiștilor bancari în ceea ce privește rata anuală a inflației IPC peste un an, respectiv doi ani, s-au majorat consistent, depășind limita superioară a intervalului asociat țintei staționare pe ambele orizonturi.

Rata medie anuală a inflației a crescut simțitor în primul trimestru al anului: indicatorul determinat pe baza metodologiei naționale a atins 6,5 la sută în martie (față de 5,1 la sută în decembrie 2021), iar cel calculat pe baza IAPC s-a plasat la 5,6 la sută (față de 4,1 la sută la finele anului 2021), valoare egală cu cea

Grafic 1.8. IAPC mediu anual



înregistrată în Letonia, dar inferioară totuși celor din Lituania, Estonia, Ungaria și Polonia (Grafic 1.8).

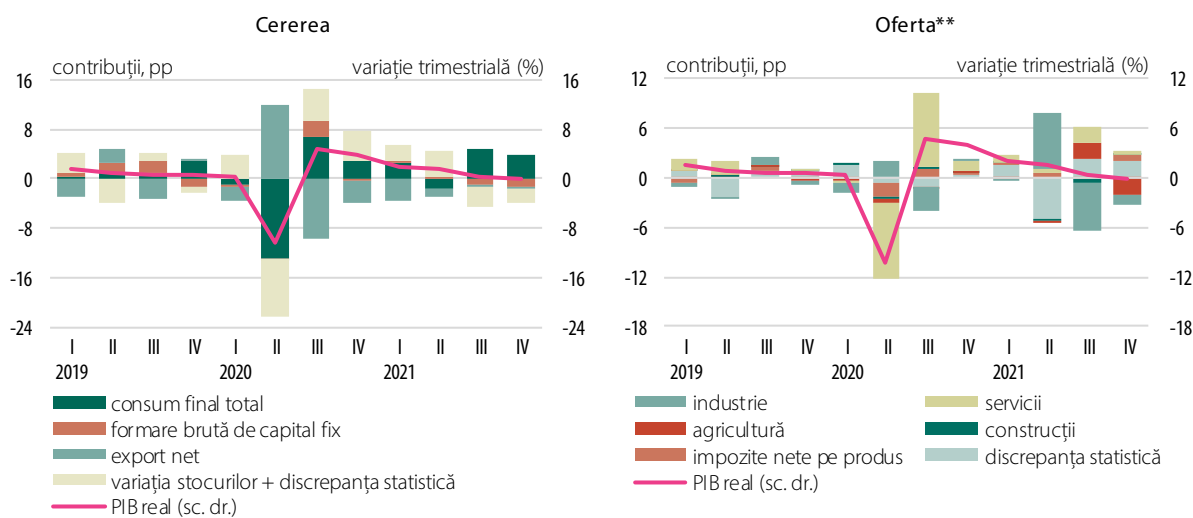
Comparativ cu prognoza publicată în ediția din februarie 2022 a *Raportului asupra inflației*, rata anuală de creștere a prețurilor de consum în luna martie a fost semnificativ mai ridicată (10,2 la sută față de 8,0 la sută). Mai mult de un punct procentual din diferență se datorează creșterii substanțial peste așteptări a cotației petrolului și, în consecință, a prețurilor combustibililor, iar circa 1 punct procentual reflectă scumpirile mai accentuate față de cele anticipate ale bunurilor alimentare. În sens opus au acționat tarifele utilităților, impactul dezinflaționist al extinderii schemei de compensare și plafonare începând cu luna februarie fiind mai amplu decât cel estimat.

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

Trimestrul IV 2021 a fost marcat de persistența problemelor de natura ofertei (în principal asociate blocajelor globale în aprovizionare, creșterii costurilor de producție, îndeosebi a celor cu energia, precum și limitărilor induse de un nou val pandemic), care s-au regăsit într-o reducere cu 0,1 la sută a PIB real (variație trimestrială). Către sfârșitul perioadei și la începutul anului curent se contura, totuși, perspectiva unei redresări a economiei locale, constrângerile la nivelul ofertei atenuându-se într-o anumită măsură. Perturbările provocate de conflictul ruso-ucrainean temperează însă optimismul așteptărilor (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică*



*) serii ajustate sezonier

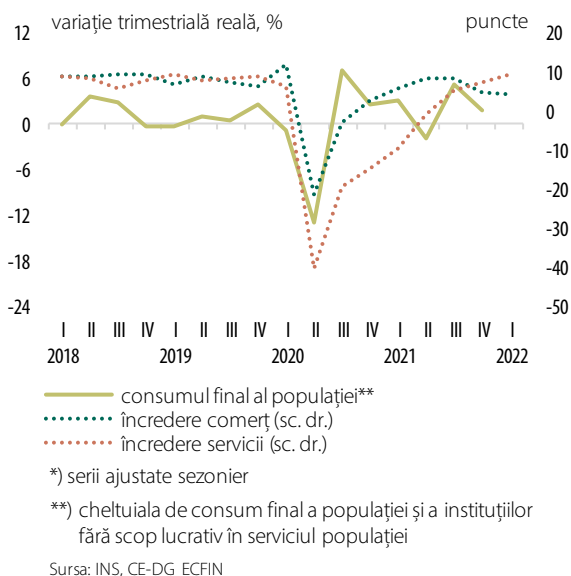
**) diferența dintre total și suma componentelor este explicată de ajustarea prin metoda directă a poziției „servicii”

Sursa: INS, calcule BNR

În trimestrul IV, consumul privat și-a redus cu 3,5 puncte procentuale rata trimestrială de creștere, până la 1,7 la sută (9,4 la sută în termeni anuali), sub efectul erodării puterii de cumpărare a populației în contextul creșterii generalizate a prețurilor de consum⁸, dar și al îngrijorării provocate în rândul populației de creșterea prețurilor la energie (Grafic 2.2). În consecință, activitatea comercială a rămas la o intensitate scăzută (0,3 la sută, variație trimestrială). Achizițiile de bunuri durabile s-au restrâns cu 1,9 la sută, în timp ce ritmul trimestrial al vânzărilor de bunuri de uz curent s-a menținut în teritoriul pozitiv (0,6 la sută), fiind susținut de creșterea preferinței populației

⁸ Salariu mediu real a scăzut cu 0,4 la sută față de media trimestrului anterior.

Grafic 2.2. Consumul populației și așteptările operatorilor din comerț și servicii*



pentru produsele „marcă proprie” ale principalelor lanțuri comerciale sau pentru magazine de tip *discount*.

Primele luni ale anului 2022 par să fi cunoscut o ușoară revigorare a achizițiilor de bunuri (surprinsă de avansul cu 0,8 la sută a volumului cifrei de afaceri din comerț în intervalul ianuarie-februarie comparativ cu media trimestrului IV 2021, precum și de semnale ale pieței pentru luna martie), pe fondul unor influențe temporare, cum ar fi atenuarea dificultăților de aprovizionare pe latura ofertei de bunuri durabile (în special autoturisme), afluxul de refugiați ucraineni, care a impulsionat cumpărările de produse de bază sau reacția excesivă a consumatorilor indusă de propagarea unor informații cu privire la scumpirea carburanților, în contextul conflictului din Ucraina. Pe acest din urmă segment, traiectoria crescătoare a vânzărilor este posibil să se prelungească, datorită

creșterii mobilității populației ca urmare a eliminării tuturor restricțiilor asociate pandemiei în luna martie. Cu toate acestea, pe parcursul anului evoluția cererii de consum va rămâne probabil modestă, în condițiile în care efectele inhibitoare generate de contextul inflaționist vor fi însoțite de conturarea unui comportament prudent, alimentat de conjunctura geopolitică tensionată din regiune, care va greva în special segmentul bunurilor de folosință îndelungată.

În ultimul trimestru din 2021, deficitul bugetar s-a amplificat la 35,7 miliarde lei (echivalent cu 3,0 la sută din PIB)⁹, nivel comparabil cu cel consemnat în același trimestru din anul precedent (34,5 miliarde lei, respectiv 3,3 la sută din PIB). Creșterea s-a datorat majorării substanțiale a cheltuielilor bugetare totale¹⁰, în principal pe seama componentelor cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile¹¹ și, respectiv, de capital¹². În același sens, dar cu intensitate mai redusă, a acționat mărirea cheltuielilor cu bunuri și servicii și cu alte transferuri¹³. Impactul acestora a fost doar în mică măsură compensat de scăderea cheltuielilor cu asistența socială¹⁴.

Veniturile bugetare au crescut, la rândul lor, dar mai modest¹⁵, prioritar sub influența majorării sumelor primite de la UE, dar și cu aportul încasărilor din TVA, din contribuții

⁹ După ce în trimestrul anterior s-a redus la 10,5 miliarde lei (0,9 la sută din PIB).

¹⁰ Dinamica lor anuală reală s-a mărit astfel la 3,7 la sută, comparativ cu o contracție de 4,4 la sută în trimestrul anterior.

¹¹ Includ și subvențiile de la UE pentru sectorul agricol.

¹² Ritmul anual de creștere reală a acestora redevenind pozitiv.

¹³ S-au înregistrat creșteri și la nivelul cheltuielilor cu subvenții, dobânzi și altor cheltuieli.

¹⁴ Dinamică lor anuală reală a coborât și mai vizibil în teritoriul negativ; la rândul lor, cheltuielile de personal au continuat să se reducă în termeni anuali.

¹⁵ Creșterea anuală reală a acestora încetinind la 6,6 la sută, de la 9,3 la sută în trimestrul anterior.

de asigurări și din impozitul pe profit, contrabalansate doar parțial de diminuarea veniturilor nefiscale¹⁶ și din accize.

Pe ansamblul anului 2021, execuția bugetară s-a soldat astfel cu un deficit de 80,0 miliarde lei (6,8 la sută din PIB) – ușor inferior țintei stabilite la ultima rectificare bugetară din 2021 și semnificativ mai redus decât cel înregistrat în anul precedent (101,8 miliarde lei, respectiv 9,6 la sută din PIB).

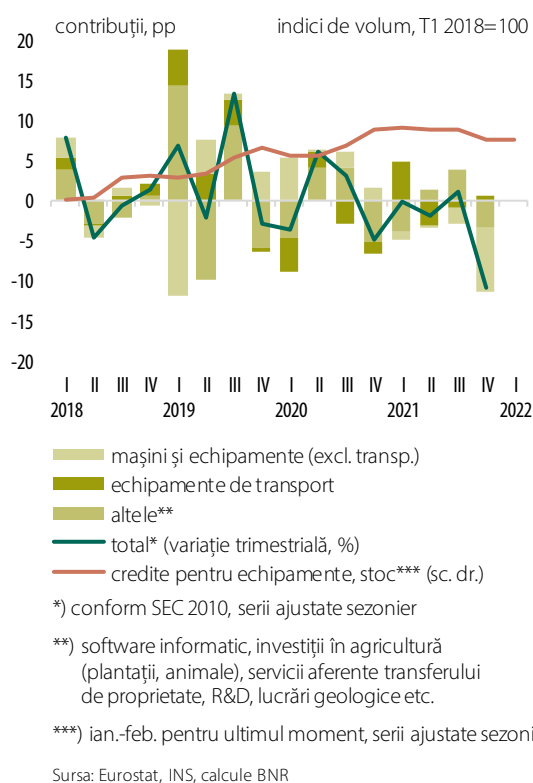
În primul trimestru al anului curent, deficitul bugetar a atins valoarea de 15,7 miliarde lei, ușor superioară celei consemnate în intervalul similar din 2021 (14,6 miliarde lei), dar echivalând cu 1,19 la sută din PIB, față de 1,24 la sută din PIB în trimestrul I 2021.

Formarea brută de capital fix a înregistrat o nouă contracție în termeni trimestriali (cu 4,2 la sută), plasându-se astfel cu 6 la sută sub nivelul din ultima parte a anului 2020. Anul 2022 a debutat însă într-o notă moderat optimistă (vizând segmentul achizițiilor de echipamente și cel al construcțiilor inginerești), a cărei prelungire este condiționată, în bună măsură, de capacitatea economiei locale de a valorifica fondurile europene asociate suprapunerii celor două cadre financiare standard¹⁷ cu instrumentul NGEU, în special prin îndeplinirea țăintelor și jaloanelor asumate în

cadrul PNRR. Realizarea proiectelor de investiții în domeniile infrastructurii, digitalizării și eficientizării energetice cuprinse în acest program este de natură a impulsiona și interesul investitorilor străini, ceea ce s-ar putea reflecta într-o revigorare a participațiilor la capital (componentă a ISD care s-a plasat în 2021 la un minim istoric, dacă excludem fluxurile nete aferente anului 2020, și s-a situat în perioada ianuarie-februarie sub nivelul din același interval al anului 2021). Rolul canalelor de finanțare nerambursabilă pentru consolidarea stocurilor de capital este cu atât mai important în contextul în care climatul investițional global va resimți efectul aversiunii la risc, imprimat de acutizarea tensiunilor geopolitice la începutul primăverii.

Achizițiile de echipamente au consemnat în trimestrul IV o nouă contracție (cu 8 la sută), pe fondul efectului limitativ indus pe parcursul anului asupra resurselor financiare ale companiilor de sincopel în aprovizionarea cu inputuri, precum și de nivelul înalt al cotațiilor materiilor prime și al cheltuielilor de transport (Grafic 2.3). Ameliorarea temporară a crizei semiconductorilor pe final de an

Grafic 2.3. Investiții exclusiv construcții

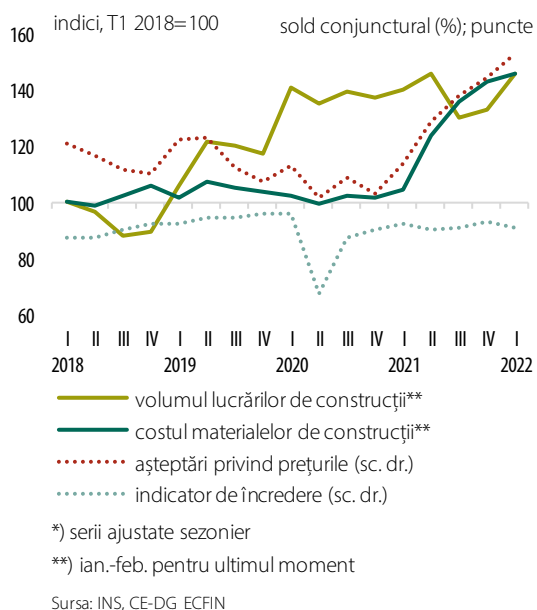


¹⁶ Dinamica anuală reală a acestora a redevenit totuși pozitivă.

¹⁷ Din alocările de fonduri structurale și de investiții aferente exercițiului financiar precedent (2014-2020), la jumătatea lunii aprilie 2022 România mai avea la dispoziție circa 42 la sută.

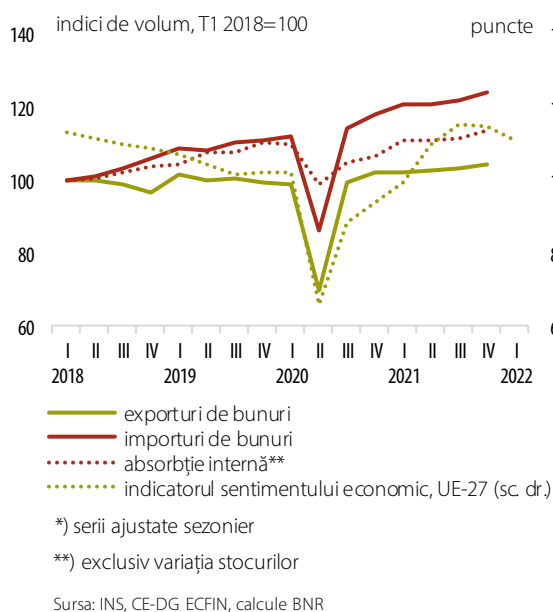
și perspectiva atenuării problemei sanitare conturau posibilitatea unei reveniri a acumulărilor de capital în 2022, un indiciu în acest sens oferindu-l dinamizarea volumului de comenzi interne adresate industriilor producătoare de bunuri de capital (exclusiv auto). Totuși, presiunile suplimentare generate de conflictul din Ucraina asupra activității companiilor (prin intermediul costurilor de producție, mai ales al celor cu energia, dar și al întreruperii lanțurilor de aprovizionare care implică cele două țări beligerante) fac puțin probabilă o redresare semnificativă a achizițiilor de echipamente în trimestrele următoare.

Grafic 2.4. Construcții*



Investițiile în construcții și-au revenit în ultima parte a anului 2021, iar datele pentru primele două luni ale acestui an sugerau prelungirea pantei ascendente (Grafic 2.4). Perspectiva moderat-positivă este posibil să se mențină chiar și în pofida accentuării, către finalul trimestrului I, a dificultăților în derularea activității, asociate persistenței costurilor mari cu energia și cu materialele, precum și dependenței, pe alocuri ridicate (bitum, oțel-beton), de importurile din Rusia și Ucraina (fie prin expunere directă, fie pe filiera furnizorilor a căror ofertă se bazează pe materii prime din aceste țări). Parcurusul pozitiv este mai probabil pe segmentul lucrărilor ingineresti, inclusiv datorită sprijinului guvernamental acordat proiectelor aflate în procedură de achiziție sau în execuție, finanțate integral sau parțial din surse publice, pentru care se poate solicita o ajustare a valorii contractelor de lucrări și a celor de produse (dotări, utilaje și echipamente tehnologice), în conformitate cu variația prețurilor la materiale¹⁸. În cazul construcțiilor de clădiri, perspectiva este însă rezervată, majorarea diferenței dintre prețurile efective și cele precontractate (ca urmare a scumpirii inputurilor) continuând să genereze întâzieri în execuția lucrărilor și amânarea demarării de proiecte noi. Influențe negative suplimentare, de natura cererii, se prefigurează pe segmentul rezidențial, în asociere cu scăderea puterii de cumpărare a populației și cu înăsprirea condițiilor de creditare.

Grafic 2.5. Comerț exterior*

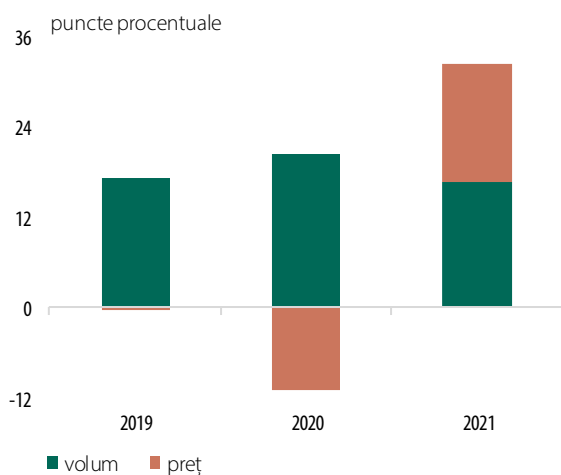


Detensionarea temporară a lanțurilor internaționale de producție către finalul anului 2021 a impulsionat relațiile comerciale globale, ceea ce s-a reflectat și la nivelul schimburilor externe ale României (Grafic 2.5). Contextul creat de conflictul ruso-ucrainean va avea, cel mai probabil, un efect direct limitat asupra

¹⁸ Potrivit Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 47/15 aprilie 2022.

exporturilor locale, având în vedere ponderea modestă a celor două țări. Impactul direct se prefigurează a fi relativ mai pronunțat pe partea importurilor, dată fiind expunerea față de Rusia în sfera energetică, România rămânând totuși una dintre țările europene cu dependență redusă.

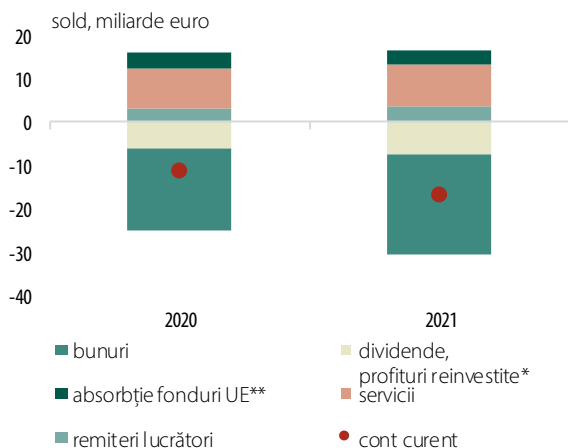
Grafic 2.6. Contribuții la adâncirea deficitului comercial*



*) deficit fob-fob pe baza datelor privind comerțul internațional de bunuri

Sursa: Eurostat, calcule BNR

Grafic 2.7. Contul curent și principalele componente



*) firme ISD

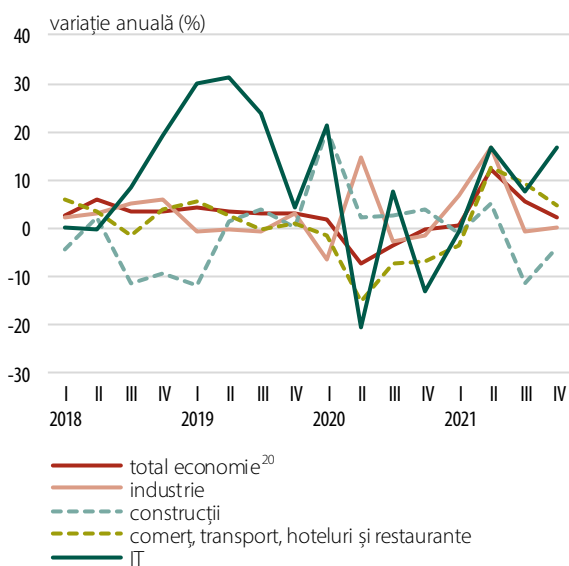
**) înregistrate în conturile de venituri

Sursa: BNR

Dinamica exporturilor de bunuri a accelerat comparativ cu perioada anterioară (până la 1 la sută, variație trimestrială), traiectorie care s-a prelungit și la începutul anului curent, după cum sugerează creșterea cu 4,4 la sută înregistrată în intervalul ianuarie-februarie de volumul cifrei de afaceri industriale pentru piața externă (variație față de media trimestrului IV 2021). Cele mai importante contribuții au revenit livrărilor de produse ale industriei auto, de echipamente electrice, cauciuc, mașini și utilaje, dar și exporturilor de produse din petrol, produse metalurgice și construcții metalice. Importurile s-au intensificat până la 1,8 la sută în termeni trimestriali, evoluție vizibilă la nivelul tuturor marilor categorii de bunuri¹⁹ (bunurile intermediare au avut cea mai alertă dinamică, respectiv 4 la sută). În termeni anuali, importurile au avansat mai rapid decât exporturile pe tot parcursul anului 2021, contribuția cererii externe nete la dinamica PIB atingând -1,4 puncte procentuale. Din perspectiva balanței comerciale, dezechilibrul generat de această evoluție a fost însoțit de inversarea raportului de schimb – de la un nivel supraunitar în anul 2020 (100,1 la sută) la unul nefavorabil în 2021 (99,2 la sută), componenta de preț determinând astfel aproape jumătate din adâncirea deficitului bunurilor (Grafic 2.6). Evoluția s-a transmis și asupra contului curent, al cărui sold s-a deteriorat cu aproape 54 la sută în anul 2021 (până la 16,8 miliarde euro), balanța bunurilor fiind responsabilă pentru 72 la sută din această variație. Primele două luni ale anului 2022 nu au relevat o îmbunătățire în această privință (deficitul contului curent a crescut cu circa 56 la sută în termeni anuali), Grafic 2.7.

¹⁹ Conform clasificării comerțului internațional – BEC (Sursa: Eurostat).

Grafic 2.8. Productivitatea muncii în economie



Productivitatea muncii

Productivitatea muncii pe ansamblul economiei a avansat în termeni anuali și în ultimul trimestru al anului 2021, cu 2,1 la sută, ritm ușor mai redus comparativ cu cel din perioada anterioară. Contribuții pozitive importante continuă să revină segmentului IT, printre cele mai dinamice din economie în 2021, dat fiind apetitul în continuare ridicat al companiilor pentru digitalizare, dar și activităților care au putut beneficia de pe urma relaxării parțiale a restricțiilor de mobilitate: activitățile culturale și recreative, comerț și HoReCa (Grafic 2.8).

În industrie, indicatorii privind productivitatea muncii reflectă pentru trimestrul IV 2021 o relativă stagnare în termeni anuali sau chiar un declin în cazul seriilor lunare de date. Acestea au decurs însă din minimul local consemnat de activitatea segmentului prelucrător în luna octombrie, când problemele de aprovizionare

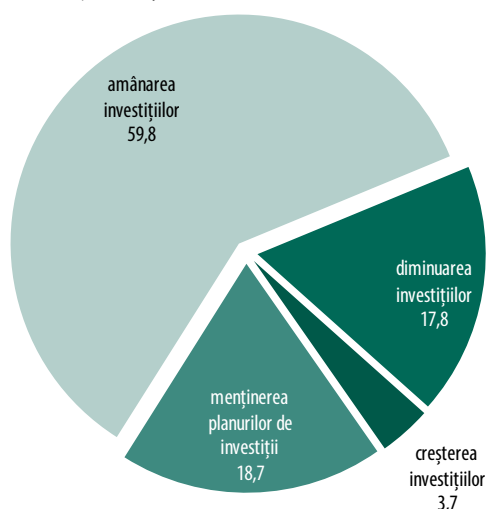
cu componente electronice au culminat, împingând producția mai multor ramuri către dinamici anuale profund negative (industria auto, fabricarea altor mijloace de transport, echipamente electrice sau mașini și echipamente). Ulterior, pe măsură ce perturbările din lanțurile internaționale de producție și aprovizionare s-au moderat, producția și-a revenit puternic, indicatorii de încredere s-au îmbunătățit, ritmul anual al comenzilor noi adresate sectorului prelucrător reintrând în teritoriul pozitiv în luna decembrie după patru luni de contracții severe. Mai mult, începutul anului a venit cu

semnale pozitive în ceea ce privește proiectele de investiții în ramuri precum fabricarea mobilei, a altor mijloace de transport, industria farmaceutică, fabricarea hârtiei și a ambalajelor sau a materialelor de construcții, multe dintre acestea vizând inclusiv o formă de eficientizare energetică sau producție a energiei în regim propriu. În industria auto, evoluțiile favorabile din primele luni ale anului curent au fost antrenate de demararea producerii unui nou model pe plan local, de cifrele privind înmatriculările europene ale mașinilor fabricate în România, precum și de îmbunătățirea (temporară) a funcționării lanțurilor de aprovizionare.

Izbucnirea războiului din Ucraina amenință însă să schimbe peisajul investițional din economia românească, în contextul adâncirii crizei energetice, al întreruperilor din lanțurile globale de valoare adăugată care includ țările beligerante și al unui

Grafic 2.9. Planurile de investiții ale companiilor locale în contextul războiului din Ucraina

% din respondenți



²⁰ Indicatorul a fost determinat utilizând datele privind ocuparea din *Ancheta Forței de Muncă în Gospodăria (AMIGO)*, date care au fost recalculat potrivit metodologiei actuale până în anul 2009. Seria de date privind ocuparea forței de muncă realizată potrivit metodologiei conturilor naționale (care are la bază ancheta statistică AMIGO) nu a fost revizuită încă, astfel că cifrele aferente anului 2021 nu sunt comparabile cu valorile din anii anteriori.

climat marcat de incertitudini majore. Cotațiile ridicate ale bunurilor energetice au determinat producătorii din ramuri prelucrătoare energo-intensive (metalurgie, industria chimică) să își reducă activitatea, iar scumpirea puternică a celor mai multe materii prime industriale (aluminiu, paladiu, platină, neon, nichel, argon sau titan) riscă să afecteze puternic firmele din industria bunurilor de capital, inclusiv auto. Conform unui sondaj derulat de CNIPMMR la aproximativ o lună de la declanșarea invaziei, aproape 80 la sută dintre cele 2 600 de companii respondente au anunțat intenția de a-și amâna sau reduce investițiile până la clarificarea situației din Ucraina, cu potențiale efecte negative asupra capacității productive din economie (Grafic 2.9).

Evoluții pe piața muncii

Evoluțiile de pe piața muncii s-au menținut relativ favorabile în trimestrul IV 2021 și la debutul anului 2022, influențele asociate blocajelor în lanțurile globale de producție sau creșterii costurilor, îndeosebi a celor cu energia, precum și cele aferente valului patru al pandemiei fiind, pentru moment, limitate. Este de așteptat ca această

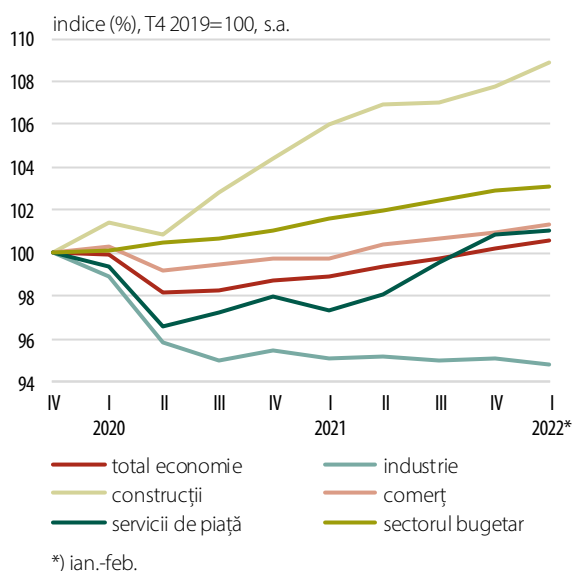
tendință să persiste pe ansamblul primului trimestru, după cum sugerează anticipațiile companiilor cu privire la cererea de forță de muncă, însă o anumită deteriorare a perspectivei ar putea caracteriza următorul trimestru, ca urmare a invaziei Ucrainei de către Rusia la finele lunii februarie.

Dinamica anuală a efectivului de salariați din economie a accelerat în perioada ianuarie-februarie 2022, la 1,8 la sută (față de 1,5 la sută în trimestrul IV 2021), numărul angajaților atingând un nou maxim istoric al seriei disponibile. În structură, evoluțiile au rămas mixte: industria a continuat să evolueze modest, cu excepția anumitor ramuri care au scheme de personal vizibil superioare nivelului prepandemic (industria echipamentelor electrice, a materialelor nemetalice și cea farmaceutică), în timp ce în sectorul auto, cel energetic și în industria ușoară companiile au continuat să disponibilizeze forță de muncă.

O creștere alertă a angajărilor s-a menținut în domeniile favorizate de contextul pandemic, precum sănătate, IT și poștă și curierat, dar și în construcții și comerț, iar în HoReCa s-au recuperat locurile de muncă pierdute la începutul pandemiei; alte sectoare din sfera serviciilor au avut evoluții mai degrabă modeste (transport și depozitare, intermediari financiare, imobiliare, activități recreative; Grafic 2.10).

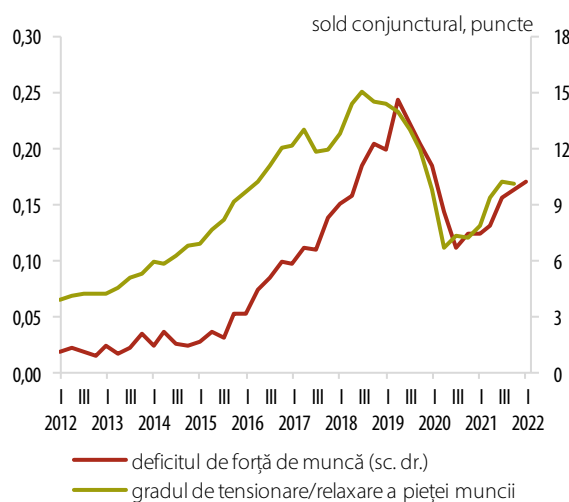
Rata șomajului BIM (date cu frecvență lunară) a urcat la 5,7 la sută în intervalul ianuarie-februarie 2022 (față de 5,4 la sută și 5,6 la sută în ultimele două trimestre ale anului 2021), plasându-se cu aproape 1 punct procentual peste nivelul prepandemic. În condițiile unei creșteri a ocupării, extinderea ofertei de forță de muncă în această perioadă reflectă în bună măsură tranziția unor persoane inactive, dar apte de muncă, în populația activă. Astfel, în ultimele două trimestre din anul 2021 creșterea numărului de șomeri a fost însoțită de o diminuare a numărului de persoane inactive descurajate, care au început probabil să caute activ un loc de muncă și sunt disponibile să înceapă

Grafic 2.10. Efectivul salariaților din economie



Sursa: INS, calcule și estimări BNR

Grafic 2.11. Gradul de tensionare/relaxare a pieței muncii



Notă: Indicatorul privind tensionarea pieței muncii este calculat ca raport între rata locurilor de muncă vacante și rata șomajului BIM. Deficitul de forță de muncă se referă la diferența între ponderea opiniilor companiilor care percep că dificultatea de a găsi forță de muncă reprezintă un factor care le limitează activitatea economică și ponderea celor care consideră că nu se confruntă cu această problemă; indicatorul vizează industria prelucrătoare, construcțiile și serviciile și a fost agregat în funcție de numărul de angajați din fiecare sector.

Sursa: INS, Eurostat, CE-DG ECFIN, calcule și estimări BNR

lucrul imediat, printre factorii determinanți posibili numărându-se majorarea costurilor de trai, dar și politicile active implementate în acest sens (de pildă, stimularea inserției pe piața muncii a beneficiarilor de ajutor social²¹ și oferirea unor programe educaționale pentru această categorie de persoane, stimulente financiare pentru firmele care angajează tineri și persoane peste 50 de ani, creșterea stimulentei pentru părinții care se întorc mai devreme din concediul de creștere a copilului). În același timp, plasarea ratei șomajului BIM peste nivelul prepandemic poate semnala accelerarea unor schimbări structurale în economie, respectiv distrugerea permanentă a unor locuri de muncă în industrie concomitent cu extinderea schemelor de personal în alte sectoare economice, în unele cazuri cu lucrători extracomunitari (creștere cu 67 la sută a contingentului în 2021, până la 50 000 de persoane, urmată de o dublare în anul 2022). Rata locurilor de muncă vacante a consemnat o relativă stabilitate în trimestrul IV, conducând la stagnarea indicatorului care evaluează gradul de relaxare/tensionare a condițiilor pe piața muncii²² la un nivel inferior celui consemnat înaintea

izbucnirii pandemiei; deficitul de forță de muncă raportat de companii (sold conjunctural al răspunsurilor cu privire la influența limitativă a acestui factor asupra activității extras din Sondajul DG ECFIN) s-a plasat, de asemenea sub valorile prepandemice, însă indicatorul a continuat să se extindă (Grafic 2.11).

Pentru începutul anului 2022, semnalele au fost pozitive, indicatorul DG ECFIN privind numărul de angajați majorându-se în trimestrul I 2022 la 108,5 puncte, față de 107,4 în intervalul anterior. Totuși, probabilitatea ca trimestrul II să aducă o deteriorare a perspectivei este ridicată, pe fondul efectelor economice generate de invazia Ucrainei de către Rusia.

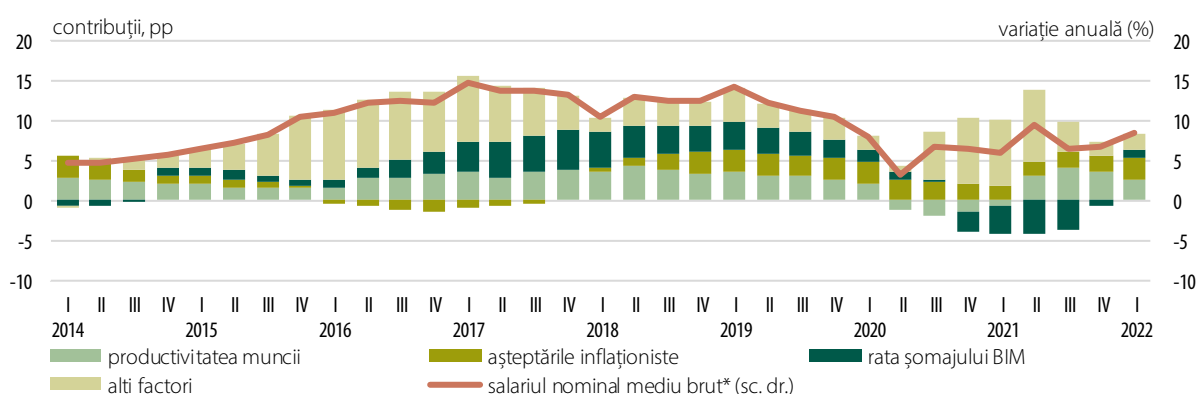
Rata anuală de creștere a câștigului salarial mediu brut pe economie a accelerat în perioada ianuarie-februarie 2022 până la 9,5 la sută (+2,8 puncte procentuale față de trimestrul IV 2021). În sectorul privat, dinamica salarială s-a intensificat până la 11,7 la sută (+3,2 puncte procentuale), factorii determinanți incluzând majorarea salariului minim pe economie cu aproape 11 la sută și ascensiunea alertă a inflației, în contextul în care renegocierile contractelor de muncă care au loc la început de an includ probabil o formă implicită sau explicită de ajustare a salariilor la rata inflației. Spre deosebire de trimestrele anterioare, în prima parte a anului 2022 o contribuție pozitivă moderată la dinamica anuală a salariului mediu brut a revenit îmbunătățirii

²¹ Măsurile prevăd menținerea acordării ajutorului social pentru o perioadă de 6 luni de la data încadrării în muncă a unei persoane apte de muncă din familia beneficiară de ajutor social, cu condiția încheierii unui raport de muncă pentru o perioadă de cel puțin 24 de luni.

²² Raportul dintre rata locurilor de muncă vacante și rata șomajului BIM.

graduale a condițiilor pe piața muncii, cu precădere în prima jumătate a anului anterior, odată cu redresarea economică ce a urmat primului val pandemic; în acest context, rata șomajului BIM s-a ajustat treptat de la 6,3 la sută în ultima parte a anului 2020 la 5,4 la sută în trimestrul III 2021, efectele la nivelul variației salariale trimestriale manifestându-se cu un anumit *lag* și fiind preluate treptat în variația anuală. În sectorul bugetar, dinamica salarială a rămas moderată, în condițiile înghețării salariilor, remarcându-se însă o ușoară intensificare de ritm, până la 3,0 la sută (de la 0,9 la sută în trimestrul IV), imprimată de excepția de la plafonare a salariilor în învățământ și a anumitor categorii de angajați din sănătate și, posibil, de o distribuire mai uniformă a tichetelor de vacanță pe parcursul anului 2022 (Grafic 2.12).

Grafic 2.12. Contribuția factorilor determinanți la dinamica salariului mediu brut pe economie



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

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

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

Seriile de date au fost ajustate sezonier. Estimarea a fost realizată folosind rate trimestriale de creștere (date staționarizate), ulterior fiind calculate rata anuală a câștigului salarial și contribuțiile aferente ale factorilor determinanți.

Productivitatea muncii a fost calculată utilizând datele privind ocuparea din Ancheta Forței de Muncă în Gospodăria (AMIGO), date care au fost recalculate potrivit metodologiei actuale până în anul 2009.

Sursa: INS, Eurostat, estimări și prognoze BNR

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

Ascensiunea cotațiilor materiilor prime a continuat să își pună amprenta asupra dinamicii prețurilor de import și a celor de producție pentru piața internă, acestea din urmă atingând chiar valori maxime istorice la începutul anului 2022. De asemenea, costurile ridicate cu îngrășămintele și utilitățile s-au materializat în accelerări importante ale ritmului de creștere a prețurilor produselor agricole. Tendințele se vor accentua în perioada următoare, declanșarea războiului amplificând tensiunile deja existente pe piața materiilor prime, în timp ce pe plan intern se formează presiuni pe latura costurilor unitare cu forța de muncă.

2.1. Prețurile de import

Prețurile materiilor prime energetice și-au continuat ascensiunea puternică – indicele agregat al Băncii Mondiale a înregistrat o dinamică anuală de aproape 80 la sută în

primul trimestru al anului 2022, ușor mai moderată comparativ cu finalul anului 2021, rezultat datorat însă exclusiv manifestării unor efecte statistice. Pe piața țițeiului, menținerea cererii robuste, mai puțin afectată de răspândirea variantei Omicron față de estimările inițiale și limitările de ofertă determinate de înțelegerile OPEC+, la care s-au adăugat ulterior incertitudinea generată de conflictul militar dintre Rusia și Ucraina și sancțiunile comunității internaționale, au generat puseuri de creștere, cotația de referință Brent atingând pe parcursul lunii martie maximul ultimilor 14 ani (valori zilnice de peste 130 dolari SUA/baril). Cotațiile gazelor naturale în Europa au consemnat o corecție ușoară în primele două luni ale anului 2022, în contextul apelării la combustibili alternativi pentru producția de energie electrică și al unei ierni mai blânde, însă izbucnirea conflictului ucrainean a propulsat dinamica anuală a prețurilor la aproape 600 la sută în luna martie, față de 313 la sută în perioada ianuarie-februarie.

În cazul metalelor, ascensiunea cotațiilor din primele două luni s-a accentuat în luna martie, având în vedere poziția de exportator important a Rusiei. Stocurile reduse și restrângerea producției de aluminiu din China (pe fondul eforturilor acesteia de reducere a poluării și al restricțiilor impuse de reapariția cazurilor de COVID) au

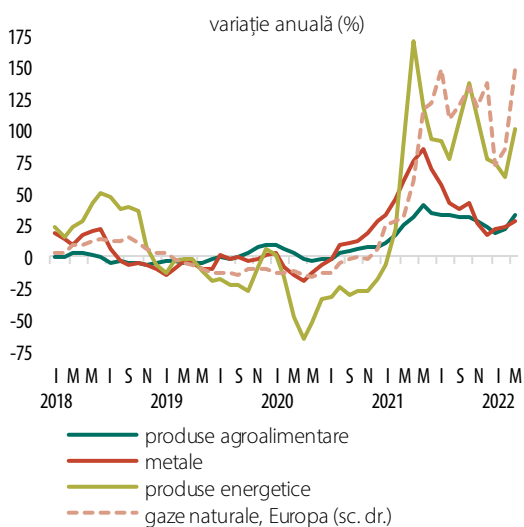
favorizat creșterea cotațiilor acestuia, în timp ce întreruperea activității la unele puncte de exploatare din Brazilia și intensificarea interesului Chinei pentru proiecte de infrastructură au condus la ascensiunea prețului minereului de fier. Alte metale, precum staniu, nichel sau zinc, folosite cu precădere în industria electronică, își păstrează, de asemenea, creșterile ample.

Indicele FAO al prețurilor alimentelor urmează în continuare un trend ascendent, luna martie consemnând și în acest caz un vârf istoric – variație anuală de 33,6 la sută, majorările de prețuri fiind generalizate (Grafic 2.13). În cazul cerealelor, cotațiile sunt impulsionate de perspectiva reducerii sau chiar întreruperii livrărilor din Rusia și Ucraina – conform datelor Băncii Mondiale, cele două țări cumulează circa 30 la sută din exporturile mondiale de grâu și 18 la sută din exporturile de porumb. Tensiuni mai

puternice se manifestă pe piața semințelor oleaginoase, circa 64 la sută din exporturile mondiale provenind din statele aflate în conflict. Majorări au consemnat și cotațiile la carne și produse lactate, pe fondul dezechilibrului cerere-ofertă²³ și al creșterii costurilor de producție.

În trimestrul IV 2021²⁴, indicele valorii unitare a importurilor s-a majorat cu încă 1,7 puncte procentuale față de intervalul precedent, până la 113,6 la sută. Suplimentar,

Grafic 2.13. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, calcule BNR

²³ Revenirea cererii în luna martie odată cu eliminarea restricțiilor s-a suprapus unei oferte deficitare, asociată în special de penuria de forță de muncă, determinată de răspândirea variantei Omicron. Deficitul s-a accentuat în ultima parte a intervalului, mai ales în cazul cărnii de pui, pe fondul focarelor de gripă aviară și al izbucnirii războiului din Ucraina (exportator semnificativ pe acest segment), dar și al celei de porc, efect al reducerii efectivelor.

²⁴ Pentru care sunt disponibile cele mai recente date privind evoluția indicelui valorii adăugate a importurilor.

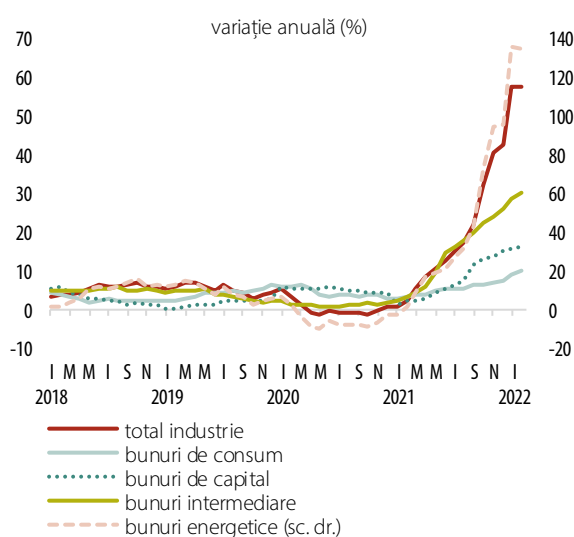
aportul nefavorabil al cursului de schimb s-a accentuat în cazul dolarului SUA²⁵, afectând prețurile de import ale materiilor prime și ale unor bunuri de consum (textile, încălțăminte, combustibili) care provin, în general, din afara Uniunii Europene.

Contribuții mai importante la această evoluție au avut bunurile intermediare (produse chimice, hârtie și metale comune) și unele bunuri relevante pentru coșul de consum, atât pe segmentul alimentar (grăsimi, zahăr), cât și nealimentar (produse farmaceutice, combustibili). O traiectorie diferită a avut valoarea unitară a importurilor de minereu de fier, în contextul supraofertei generate de reducerea capacităților de producție a oțelului; corecția descendentă de peste 40 puncte procentuale, până la 144 la sută, se va inversa însă în perioada următoare, dată fiind evoluția cotațiilor pe piața internațională (avans trimestrial de peste 27 la sută).

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

Dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă și-a continuat ascensiunea în intervalul ianuarie-februarie 2022, nivelul de 57,5 la sută reprezentând maximumul seriei istorice. Saltul față de ultimul trimestru al anului anterior a fost de 19 puncte procentuale, aportul dominant revenind amplificării tensiunilor pe piața

Grafic 2.14. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Sursa: INS, Eurostat

energiei, care s-au repercutat și asupra prețurilor celorlalte categorii de bunuri (Grafic 2.14). Dinamica robustă a prețurilor de producție se va păstra și în perioada următoare, după cum sugerează Sondajul de conjunctură DG ECFIN din martie 2022, care relevă o nouă majorare a soldului conjunctural referitor la evoluția viitoare a prețurilor de producție, până la nivelul maxim din ultimele două decenii (48 la sută). Determinanții rămân creșterea costurilor cu materiile prime, în special a celor energetice, fenomen agravat de izbucnirea războiului dintre Rusia și Ucraina, blocajele în lanțurile de aprovizionare și costurile ridicate cu transportul mărfurilor.

Cea mai amplă accelerare de ritm a avut loc în cazul prețurilor de producție ale bunurilor energetice, 47,1 puncte procentuale față de trimestrul IV, până la 135,2 la sută în intervalul ianuarie-februarie, exclusiv pe seama evoluției prețului gazelor naturale și al energiei electrice. Astfel, în primele două luni ale

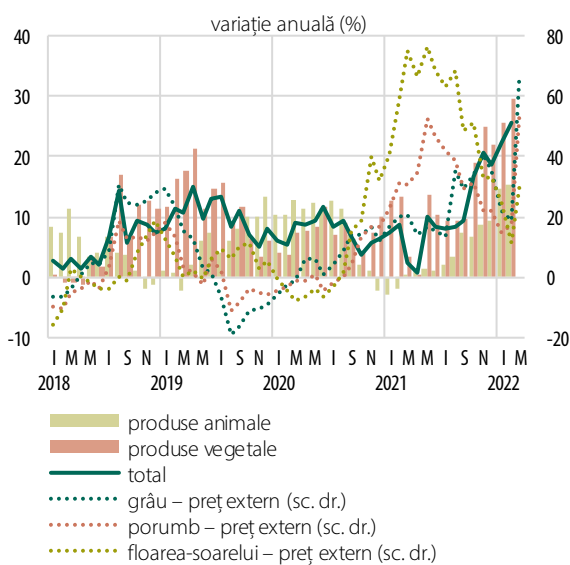
anului curent cotațiile spot pe piețele interne *en gros* ale acestora au înregistrat majorări, în medie, de cinci ori, respectiv de patru ori față de perioada similară a anului anterior, în linie cu tendința de pe piețele externe. În cazul energiei electrice, în același sens au acționat creșterea tarifelor de distribuție și de transport, precum și a cotei de achiziție de certificate verzi, începând cu 1 ianuarie 2022. Astfel, dinamica anuală a prețurilor pentru producția și furnizarea de energie electrică, termică și gaze a urcat în ianuarie-februarie la 146,3 la sută (față de o medie de 89,5 la sută în trimestrul IV 2021). În ramura de prelucrare a țigăiului ritmul anual consemnează o temperare, dar rămâne pronunțat

²⁵ Deprecierea monedei naționale față de dolarul SUA s-a adâncit în trimestrul IV 2021 față de trimestrul anterior.

(69,6 la sută), în perioada următoare fiind așteptată reluarea mișcării ascendente pe fondul saltului abrupt înregistrat de cotația țițeiului pe piețele internaționale.

Trendul crescător al costurilor cu materiile prime²⁶ și materiale și-a pus amprenta asupra dinamicii prețurilor bunurilor intermediare și de capital (accelerări de ritm de 5,5 puncte procentuale, respectiv 2,1 puncte procentuale, până la 29,5 la sută, respectiv 15,9 la sută). Traectoria ascendentă a prețului lemnului a fost imprimată nu doar de diminuarea ofertei interne (cantitate redusă de lemn la licitații), ci și de oferta externă limitată (taxe mai mari la export în Rusia, orientarea Chinei către protejarea fondului forestier, condiții meteo nefavorabile în Canada). Reluarea ascensiunii cotațiilor metalelor, în special minereu de fier, a condus la creșteri de prețuri în ramura construcțiilor metalice, în timp ce costurile ridicate cu energia și tranziția către economia verde²⁷ s-au reflectat în prețurile materialelor de construcții, transmisia acestor costuri fiind facilitată de cererea internă încă ridicată din aceste sectoare. Totodată, presiunea indusă de scumpirea gazelor naturale a generat reducerea ofertei de îngrășăminte la nivel global²⁸, efectul fiind escaladarea prețului acestora, cu repercusiuni asupra cotațiilor materiilor prime agricole.

Grafic 2.15. Prețurile producției agricole



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

În ceea ce privește prețurile bunurilor de consum, dinamica anuală a avansat încă 2,6 puncte procentuale, până la 9,5 la sută. O contribuție importantă a venit evoluției din industria alimentară, unde costurile în creștere (materii prime și utilități, în primul rând) au împins ritmul anual de creștere a prețurilor la 13,3 la sută (față de 9,3 la sută în trimestrul IV).

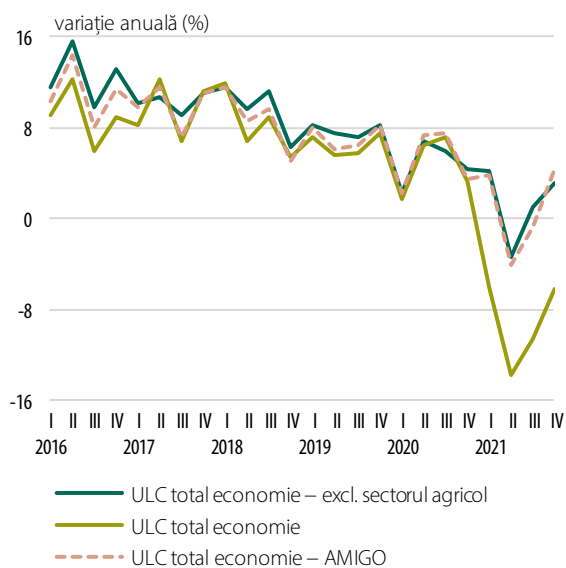
Variația anuală a prețurilor producției agricole și-a continuat avansul în primele două luni ale anului, majorându-se până la 23,9 la sută, nivel cu 5,3 puncte procentuale peste cel înregistrat în ultimul trimestru al anului trecut (Grafic 2.15). La parcursul ascendent al acestora au contribuit atât produsele vegetale (+5,7 puncte procentuale, până la 27,6 la sută), cât și cele animale (+6,7 puncte procentuale, până la 15,0 la sută). În primul caz, costurile ridicate cu energia și îngrășămintele au favorizat creșteri ample în plaja valorilor de două cifre a prețului cerealelor,

florii soarelui, dar și al cartofilor – pe cel din urmă segment acționând și oferta limitată, dată fiind producția mai scăzută din anul anterior. În ceea ce privește produsele animale, majoritatea au consemnat dinamici consistente ale prețurilor, factorul explicativ fiind furnizat și de această dată de majorarea costurilor de producție (furaie, utilități); excepție a făcut carnea de porc, unde ritmul anual s-a menținut la 1,6 la sută, reducerea în termeni trimestriali observată fiind indusă de restrângerea cererii din partea Chinei, care – odată cu refacerea efectivelor interne de animale, ulterior

²⁶ Produse energetice, metale, lemn, hârtie.

²⁷ În condițiile în care o pondere importantă în producția unor materiale de construcții o dețin reziduurile de cărbune.

²⁸ Rusia și China au restricționat exporturile, iar unii producători importanți din Europa, inclusiv din țara noastră, și-au redus activitatea.

Grafic 2.16. Costurile unitare cu forța de muncă


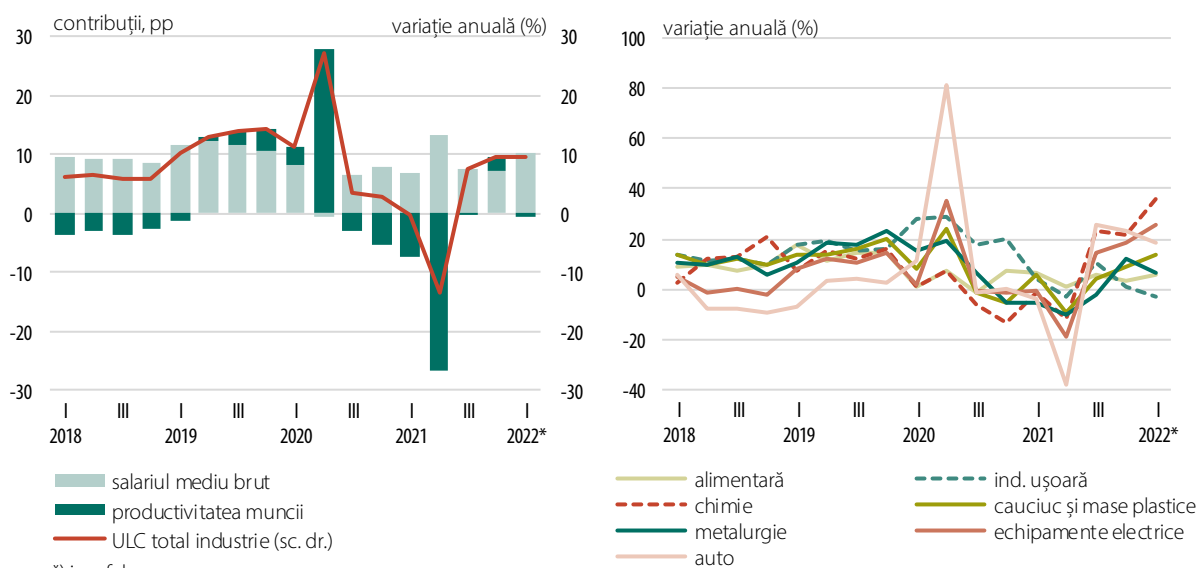
Sursa: INS, Eurostat, calcule BNR

epidemiei de pestă porcină africană – a introdus începând cu 1 ianuarie 2022 o suprataxă pentru descurajarea importurilor.

Costurile unitare cu forța de muncă

Costurile unitare cu forța de muncă pe total economie au înregistrat o nouă atenuare a dinamicii anuale negative în trimestrul IV 2021, până la -6,2 la sută, de la -10,6 la sută în intervalul anterior. Traectoria indicatorului continuă să fie afectată de schimbarea metodologică operată la începutul anului la nivelul ocupării forței de muncă, respectiv excluderea unui număr considerabil de persoane care produc bunuri agricole destinate exclusiv sau majoritar autoconsumului din această categorie. Ajustând acest efect²⁹, rata anuală de creștere a ULC ar fi cunoscut o accelerare până la 4,3 la sută (față de -1,0 la sută în trimestrul III), sub nivelul de circa 7 la sută înregistrat înainte de izbucnirea pandemiei (Grafic 2.16).

În perioada ianuarie-februarie 2022, rata anuală a costurilor salariale unitare în industrie s-a menținut la un nivel ridicat, similar celui consemnat în trimestrul IV 2021, respectiv la 9,5 la sută. Deși productivitatea muncii s-a ameliorat simțitor în majoritatea ramurilor industriale, producția reacționând pozitiv la îmbunătățirea funcționării lanțurilor de valoare adăugată, evoluția a fost însoțită de o accelerare generalizată a dinamicii salariilor, factori precum creșterea salariului minim sau așteptările inflaționiste căpătând o relevanță sporită în procesul de stabilire/ajustare a acestora (Grafic 2.17).

Grafic 2.17. Costurile unitare salariale în industrie


*) ian.-feb.

Sursa: INS, calcule BNR

²⁹ Indicator calculat pe baza datelor privind populația ocupată din *Ancheta Forței de Muncă în Gospodăria (AMIGO)*, seria fiind recalculată conform noii metodologii până în anul 2009.

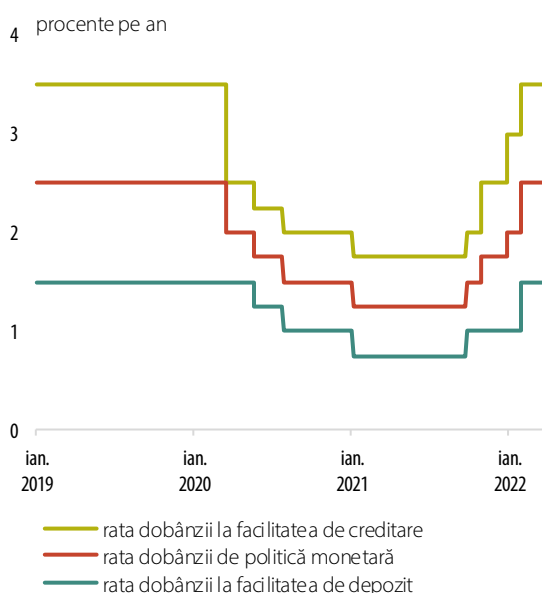
Creșteri alerte ale ULC au înregistrat industria echipamentelor electrice, cea chimică, prelucrarea lemnului și fabricarea mobilei (între 20 la sută și 36 la sută), urmate de industria auto (19 la sută), cea a băuturilor (18 la sută) și fabricarea cauciucului și a maselor plastice (14 la sută). În schimb, creșteri mai moderate ale ULC au fost vizibile în industria alimentară, fabricarea mașinilor și echipamentelor și în metalurgie (ritmuri cuprinse între 3,5 la sută și 6,9 la sută), în timp ce dinamica productivității a depășit-o pe cea a salariilor în anumite sectoare precum industria ușoară (extinderea activității concomitent cu scheme de personal mai reduse), fabricarea materialelor de construcții, alte mijloace de transport, activitatea extractivă și cea de prelucrare a țiteiului.

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

BNR a mărit la 0,50 puncte procentuale pasul de creștere a ratei dobânzii de politică monetară în februarie și a păstrat acest pas de majorare în luna aprilie, rata dobânzii-cheie fiind astfel ridicată la 3,00 la sută. Concomitent, rata dobânzii pentru facilitatea de creditare a fost crescută la 4 la sută, iar rata dobânzii la facilitatea de depozit a fost majorată la 2 la sută (Grafic 3.1). În același timp, banca centrală a păstrat controlul ferm asupra lichidității de pe piața monetară și a menținut nivelurile în vigoare ale ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit (de 8 la sută, respectiv 5 la sută). Prin aceste măsuri s-a urmărit ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și stimularea economisirii, în vederea readucerii durabile a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Deciziile Consiliului de administrație al BNR din luna februarie au fost justificate de majorarea peste așteptări a ratei anuale a inflației la finele anului 2021 și de înrăutățirea considerabilă a perspectivei acesteia sub impactul șocurilor adverse pe partea ofertei, ce riscă să deterioreze anticipațiile inflaționiste pe termen mediu și să genereze, pe această cale, efecte secundare.

Astfel, rata anuală a inflației a urcat în decembrie 2021 la 8,19 la sută, de la 7,80 la sută în noiembrie, în principal ca efect al continuării scumpirii produselor energetice. Prin urmare, ea a înregistrat o nouă creștere semnificativă în trimestrul IV 2021³⁰, dar mai modestă decât în trimestrul anterior, în condițiile plafonării și compensării prețurilor la energie pentru populație, începând cu luna noiembrie. Ascensiunea a fost antrenată, și de această dată, prioritar de componente exogene ale IPC, mai cu seamă de

³⁰ De la nivelul de 6,29 la sută în septembrie.

majorările consemnate de prețurile gazelor naturale și energiei electrice, precum și de prețul combustibililor³¹.

În același timp, prognoza pe termen mediu actualizată în luna februarie a evidențiat o înrăutățire considerabilă a perspectivei pe termen scurt a inflației, sub impactul puternic al șocurilor pe partea ofertei, în principal al prețurilor la energie. Potrivit acesteia, rata anuală a inflației era așteptată să-și accelereze creșterea în trimestrul II 2022 – până la 11,2 la sută în iunie, comparativ cu 8,6 la sută în proiecția precedentă –, și să descrească doar gradual pe parcursul următoarelor două trimestre, rămânând la 9,6 la sută în decembrie 2022, față de 5,9 la sută în prognoza anterioară. Ea urma însă să cunoască o ajustare descendentă relativ abruptă în prima parte a anului viitor, pe fondul unor ample efecte de bază, și să reintre în trimestrul IV 2023 în intervalul țintei, doar ușor mai târziu decât se anticipase anterior, coborând în decembrie la 3,2 la sută, marginal sub nivelul indicat de prognoza din noiembrie 2021.

Principalele efecte inflaționiste suplimentare erau așteptate să vină din majorări mult mai ample ale prețurilor gazelor naturale și energiei electrice, ce urmau să se evidențieze pregnant după suspendarea în luna aprilie a schemelor de compensare aplicate pentru consumatorii casnici³². Caracteristicile schemelor de sprijin erau totuși incerte, iar riscuri notabile continuau să vină din evoluția cotațiilor materiilor prime, mai ales ale produselor energetice și agroalimentare, inclusiv în contextul situației geopolitice Rusia-Ucraina, precum și din blocajele persistente în lanțurile de producție și aprovizionare.

Perspectiva ascensiunii ratei anuale a inflației la un nivel de două cifre în trimestrul II³³, precum și probabila menținere a dinamicii inflației mult deasupra intervalului țintei până spre mijlocul anului viitor făceau necesară creșterea pasului de majorare a ratei dobânzii-cheie, în vederea ancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și a prevenirii declanșării unei creșteri autoîntreținute a nivelului general al prețurilor de consum – eventual printr-o spirală salarii-prețuri –, dar și din perspectiva credibilității băncii centrale.

Din partea factorilor fundamentali se anticipau însă presiuni inflaționiste mult mai modeste decât în precedenta prognoză și în atenuare treptată începând cu semestrul II 2022, în condițiile în care activitatea economică și-a încetinit considerabil creșterea în trimestrul III 2021, contrar așteptărilor, iar pe ansamblul următoarelor două trimestre se anticipa un ritm în scădere și sensibil inferior celui prognozat anterior, în contextul valurilor pandemice succesive, al crizei energetice și al blocajelor în lanțurile de producție și aprovizionare. În același timp, creșterea economică era așteptată să decelereze considerabil în 2022-2023 și mai pronunțat decât în previziunile precedente, inclusiv în condițiile unor efecte expansioniste ceva mai temperate anticipate din partea absorbției de fonduri europene aferente instrumentului „Next Generation EU”. Perspectiva făcea probabile valori considerabil mai mici ale excedentului

³¹ Preponderent pe seama categoriei non-benzină și motorină. Acestea li s-au alăturat influențe mai modeste venite de pe segmentul LFO și de pe cel al prețurilor administrate.

³² Acestea li se alăturau influențele adiționale, mult mai modeste însă, anticipate din partea celorlalte componente exogene ale IPC – combustibili, produse din tutun, prețuri administrate și LFO.

³³ Pentru prima dată în istoria strategiei de țintire directă a inflației a BNR.

de cerere agregată pe orizontul prognozei, față de cele estimate anterior, și în restrângere graduală de la mijlocul anului 2022.

Totodată, evoluția pandemiei continua să genereze incertitudini, în contextul valului pandemic provocat de varianta Omicron, mai puțin virulentă totuși, implicând o severitate mai scăzută și în atenuare a restricțiilor de mobilitate, inclusiv în multe state europene. Incertitudini mari continuau să fie asociate însă absorbției fondurilor europene, mai ales a celor aferente programului „Next Generation EU”, iar conduita politicii fiscale rămânea o sursă semnificativă de incertitudini și riscuri, având în vedere, pe de o parte, deficitul bugetar inferior țintei înregistrat în 2021, iar, pe de altă parte, cerința continuării consolidării fiscale corespunzător angajamentelor asumate în cadrul procedurii de deficit excesiv, dar într-un context economic și social dificil pe plan intern și global, marcat de criza energetică și de tensiuni geopolitice, precum și de tendința de înăsprire a condițiilor de finanțare.

Datele statistice publicate ulterior au arătat că rata anuală a inflației a continuat să crească gradual în primele două luni din 2022, contrar previziunilor, ajungând la 8,53 la sută în februarie, chiar dacă evoluția de ansamblu a componentelor exogene ale IPC a devenit dezinflaționistă, ca urmare a scăderilor de dinamică consemnate de prețurile la energie electrică și gaze naturale³⁴, pe fondul unui efect de bază și al schemelor extinse de plafonare. În schimb, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accentuat peste așteptări trendul ascendent în primele două luni ale trimestrului I³⁵, dar în principal ca efect al accelerării creșterilor generalizate ale prețurilor alimentelor procesate. Prin urmare, avansul ei continua să reflecte majorările ample ale cotațiilor mărfurilor agroalimentare și ale costurilor cu energia și transportul, alături de influențele blocajelor persistente în lanțurile de producție și aprovizionare, potențate de cotele tot mai înalte ale așteptărilor inflaționiste pe termen scurt, de reziliența cererii pe anumite segmente, precum și de ponderea însemnată deținută în coșul de consum de produse alimentare și de cele importate.

Activitatea economică a continuat să slăbească în intensitate în trimestrul IV 2021 mai mult decât s-a anticipat, comprimându-se cu 0,1 la sută în raport cu trimestrul anterior, însă exclusiv ca urmare a deteriorării semnificative a performanțelor agriculturii, evoluții ce făceau probabilă menținerea excedentului de cerere agregată la o valoare foarte scăzută în acest interval, în linie cu prognoza pe termen mediu din februarie³⁶. Totodată, dinamica anuală a PIB a consemnat o scădere sensibil mai pronunțată decât cea prognozată, la 2,4 la sută, de la 6,9 la sută în trimestrul III, cu toate că exportul net și-a atenuat impactul contracționist în acest interval, în condițiile în care scăderea variației anuale a importului de bunuri și servicii a devansat-o pe cea a exportului, cu implicații favorabile și asupra evoluției soldului negativ al balanței comerciale³⁷. Deficitul de cont curent și-a mărit însă substanțial avansul în termeni anuali,

³⁴ Impactul acestora l-a devansat consistent pe cel exercitat de creșterile peste așteptări înregistrate de prețul combustibililor, de prețurile LFO și de cele administrate.

³⁵ Mărindu-se la 5,9 la sută în februarie, de la 4,7 la sută în decembrie 2021.

³⁶ Date fiind inclusiv implicațiile noii revizuirii a seriei de date statistice privind evoluția PIB pe parcursul anilor 2020 și 2021.

³⁷ Inclusiv pe fondul restrângerii, în acest trimestru, a decalajului nefavorabil dintre dinamica în ascensiune a prețurilor importurilor și cea a exporturilor.

sub influența deteriorării balanței veniturilor secundare³⁸, ponderea lui în PIB majorându-se astfel la 7,0 la sută pe ansamblul anului 2021, de la 5,0 la sută în 2020.

Piața muncii s-a caracterizat prin evoluții mixte în perioada recentă. Astfel, efectivul salariaților din economie s-a mărit ușor în decembrie 2021 – ianuarie 2022, ajungând la un nivel record, în timp ce rata șomajului BIM a consemnat un salt în decembrie 2021, până la 5,7 la sută, iar în lunile ianuarie și februarie 2022 s-a menținut constantă, semnificativ deasupra minimului istoric atins în vara anului 2019. Totodată, deficitul de forță de muncă raportat de companii și-a accelerat creșterea în trimestrul I 2022, de la un nivel totuși sensibil inferior vârfului înregistrat la jumătatea anului 2019, iar intențiile de angajare pe orizontul apropiat de timp, relevate de sondaje de specialitate, s-au mărit în primele două luni ale anului, dar au cunoscut o ajustare descendentă moderată în martie, în contextul incertitudinilor mari generate de invadarea Ucrainei de către Rusia și de sancțiunile internaționale instituite ca răspuns.

Pe piața financiară, principalele cotații ale pieței monetare interbancare și-au accelerat creșterea în lunile februarie și martie, atingând valori record ale ultimilor nouă ani, sub impulsul noii majorări a ratei dobânzii de politică monetară, precum și pe fondul înăsprii pronunțate a condițiilor lichidității și al așteptărilor privind continuarea majorării ratei dobânzii-cheie. La rândul lor, randamentele titlurilor de stat au consemnat creșteri ample în primele zile din martie, doar parțial corectate ulterior, în condițiile deteriorării abrupte a sentimentului investitorilor financiari, mai ales față de piețele din Europa Centrală și de Est, odată cu declanșarea războiului din Ucraina și cu instituirea sancțiunilor internaționale.

În această conjunctură, și cursul de schimb leu/euro a cunoscut o ajustare ascendentă, mult mai modestă totuși decât cele evidențiate în regiune, și succedată de o cvasistabilizare pe noul palier, în contextul acțiunilor BNR în sfera gestionării lichidității, dar și pe fondul relativei calmări ulterioare a volatilității pe piața financiară internațională. Riscurile la adresa ratei de schimb a leului au rămas însă ridicate, date fiind atât dimensiunea dezechilibrului extern și riscurile la adresa consolidării bugetare induse de războiul din Ucraina, cât și perspectiva normalizării mai rapide a conduitei politicii monetare de către bănci centrale majore, în principal de către Fed, precum și creșterea alertă a ratelor dobânzilor reprezentative de către bănci centrale din regiune, inclusiv în condițiile înrăutățirii percepției de risc asupra economiilor din proximitatea conflictului militar.

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a continuat să urce în primele două luni din 2022, ajungând la 15,8 la sută în februarie, în principal pe seama evoluției împrumuturilor în lei ale societăților nefinanciare, condiții în care ponderea în total a componenteii în monedă națională s-a mărit la 72,5 la sută.

Totodată, potrivit noilor evaluări, rata anuală a inflației era așteptată să crească ceva mai pronunțat în următoarele luni decât s-a anticipat în prognoza pe termen mediu din februarie, sub impactul șocurilor pe partea ofertei. Determinante pentru înrăutățirea suplimentară a perspectivei apropiate a inflației erau majorările mult mai

³⁸ Pe seama diminuării intrărilor de fonduri UE de natura contului curent, în raport cu aceeași perioadă a anului precedent.

ample anticipate a fi consemnate de prețul combustibililor, și mai ales de prețurile alimentelor procesate, în principal sub influența creșterii mai puternice a cotațiilor țiteiului și ale materiilor prime agroalimentare, pe fondul războiului din Ucraina și al sancțiunilor internaționale instituite. Efectele inflaționiste astfel exercitate erau așteptate să domine pe orizontul apropiat de timp impactul dezinflaționist substanțial prezumat a fi generat de prelungirea cu încă un an a schemelor de plafonare a prețurilor la energia electrică și gazele naturale pentru consumatorii casnici și să afecteze cu precădere dinamica componentei de bază a inflației, dată fiind inclusiv ponderea ridicată deținută în coșul acesteia de alimentele procesate. Incertitudini însemnate rămâneau, totuși, asociate modului de evaluare și de includere în calculul IPC a impactului acestor scheme.

Din partea poziției ciclice a economiei se prefigurau însă presiuni inflaționiste modice în perspectivă apropiată, și, prin urmare, mai estompate decât cele anticipate anterior, în condițiile în care, după o probabilă reacelerare ușoară în trimestrul I 2022, creșterea economică era așteptată să încetinească din nou în trimestrul II, sub impactul războiului din Ucraina și al sancțiunilor asociate, evoluții implicând menținerea excedentului de cerere agregată în semestrul I 2022 pe un palier semnificativ inferior celui anticipat în luna februarie.

Incertitudinile și riscurile la adresa prognozei pe termen mediu a inflației erau, de altfel, considerabil amplificate de războiul din Ucraina și de sancțiunile internaționale impuse ca răspuns, de natură să slăbească activitatea economică pe plan intern, în principal, pe calea agravării crizei energetice și a blocajelor în lanțurile de producție, dar și prin intermediul altor canale, incluzând dinamica economiei și a inflației la nivel european/mondial, încrederea consumatorilor și a investitorilor, precum și percepția de risc față de regiune, cu impact asupra costurilor de finanțare. Totodată, perspectiva absorbției fondurilor europene, mai ales a celor aferente programului „Next Generation EU”, rămânea grevată de incertitudini semnificative.

În schimb, ameliorarea situației epidemiologice pe plan intern a condus la încetarea stării de alertă și la ridicarea tuturor restricțiilor de mobilitate mai devreme decât s-a anticipat, cu consecințe favorabile asupra activității economice. În același timp, incertitudini și riscuri crescute erau asociate conduitei viitoare a politicii fiscale, date fiind, pe de o parte, cerința continuării consolidării bugetare în contextul procedurii de deficit excesiv și al tendinței de înnăsprire a condițiilor de finanțare, iar, pe de altă parte, conjunctura economică și socială dificilă pe plan intern și global, marcată de implicațiile războiului din Ucraina și ale sancțiunilor impuse Rusiei.

Un asemenea context a reclamat continuarea majorării cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, în vederea ancorării anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și a stimulării economisirii, pentru a se asigura readucerea durabilă pe termen mediu a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

În consecință, în ședința din 5 aprilie, Consiliul de administrație al BNR a decis majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 3,00 la sută, de la

2,50 la sută, precum și păstrarea controlului ferm asupra lichidității de pe piața monetară. Totodată, rata dobânzii pentru facilitatea de creditare a fost crescută la 4,00 la sută, de la 3,50 la sută, iar cea pentru facilitatea de depozit la 2,00 la sută, de la 1,50 la sută. În același timp, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost menținute la nivelurile în vigoare (la 8 la sută, respectiv 5 la sută).

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu zilnic al tranzacțiilor interbancare³⁹ a continuat să crească alert în trimestrul I 2022, iar cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare și-au accelerat ascensiunea. Cursul de schimb leu/euro a consemnat o ușoară ajustare descendentă în debutul intervalului, pentru ca apoi să revină, dar să și rămână pe palierul mai înalt atins în toamna anului 2021. Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a continuat să urce în teritoriul de două cifre în intervalul ianuarie-februarie, iar cea a lichidității din economie și-a încetinit descreșterea, rămânând deosebit de înaltă.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare a continuat să crească alert în trimestrul I 2022, sub impulsul noilor majorări ale ratei dobânzii de politică monetară și al extinderii coridorului ratelor dobânzilor la amplitudinea standard de ± 1 punct procentual, precum și pe fondul înăsprii condițiilor lichidității, inclusiv în contextul controlului ferm exercitat de către banca centrală. Media trimestrială a indicatorului⁴⁰ a consemnat astfel o nouă majorare sensibilă, urcând cu 0,64 puncte procentuale față de precedentele trei luni, la 2,53 la sută – valoare maximă a ultimelor 11 trimestre.

Condițiile lichidității de pe piața monetară interbancară și-au amplificat fluctuațiile în prima jumătate a trimestrului I sub impactul crescut al operațiunilor Trezoreriei, contracarat însă consistent prin atragerea consecventă de depozite 1W⁴¹ de către banca centrală, reinițiată în acest interval în vederea absorbirii excedentului net de lichiditate format la începutul anului. Surplusul s-a restrâns însă rapid ulterior, iar poziția netă a lichidității băncilor a devenit apoi puternic negativă, în contextul deteriorării abrupte a sentimentului investitorilor financiari, mai cu seamă față de piețele din regiune, precum și al creșterii preferinței pentru lichiditate, odată cu declanșarea războiului din Ucraina și cu instituirea sancțiunilor internaționale. Deficitul de rezerve astfel format a fost acoperit inițial prin facilitatea de creditare, iar ulterior și prin operațiuni *repo* efectuate pe baze bilaterale de către banca centrală și, într-o foarte mică măsură, prin cumpărarea de titluri de stat în lei de pe piața secundară,

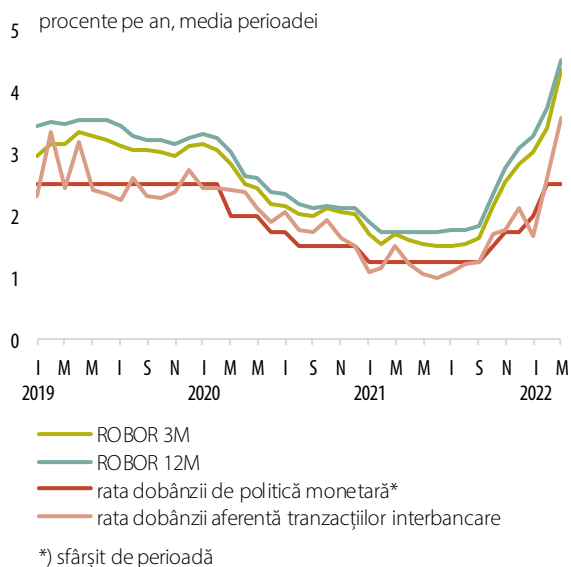
³⁹ Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară (exclusiv BNR), ponderată cu volumul tranzacțiilor.

⁴⁰ Ponderată cu volumul tranzacțiilor (exclusiv BNR).

⁴¹ Operațiuni efectuate prin licitații la rată fixă a dobânzii (rata dobânzii de politică monetară) și alocare integrală. Stocul mediu zilnic al acestora s-a situat la 5,3 miliarde lei în ianuarie și 1,3 miliarde lei în februarie. Acestea au fost complementate totuși de un recurs consistent al instituțiilor de credit la facilitatea de depozit a băncii centrale.

destinată inclusiv calmării tensiunilor de pe acest segment al pieței⁴². Prin urmare, randamentele pe termen foarte scurt de pe piața monetară interbancară au coborât și s-au menținut în prima parte a trimestrului I în jumătatea inferioară a coridorului ratelor dobânzilor, pentru ca la finele lunii februarie să urce și să rămână ușor deasupra noului nivel al ratei dobânzii la facilitatea de creditare.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



Totodată, cotațiile ROBOR 3M-12M și-au stopat temporar creșterea la finele primei decade a lunii ianuarie, rămânând stabile o scurtă perioadă de timp, pentru ca apoi să-și reia și să-și accelereze ascensiunea⁴³, sub impulsul majorării ratei dobânzii de politică monetară cu 0,50 puncte procentuale, precum și pe fondul înăsprii pronunțate a condițiilor lichidității și al așteptărilor privind continuarea majorării ratei dobânzii-cheie. Valorile medii trimestriale ale cotațiilor și-au accentuat astfel creșterea, urcând cu aproximativ 1,15 puncte procentuale față de trimestrul IV 2021 în cazul tuturor scadențelor, la 3,65 la sută (ROBOR 3M) și la 3,79 la sută, respectiv 3,89 la sută pe maturitățile de 6 luni și 12 luni – valori maxime ale ultimelor 34 de trimestre (Grafic 3.2).

Alături de efectele deciziilor și acțiunilor băncii centrale, piața titlurilor de stat a resimțit, la rândul ei, influențele venite din înrăutățirea peste așteptări a

evoluției și perspectivei inflației, precum și din deteriorarea pronunțată a percepției investitorilor față de piețele financiare din regiune, odată cu declanșarea războiului din Ucraina și cu instituirea de sancțiuni internaționale. Relevante din perspectiva evoluțiilor de pe această piață au fost și inițierea ciclului de creștere a ratei dobânzii de către Fed, alături de consolidarea anticipațiilor privind devansarea procesului de normalizare a politicii monetare a BCE, precum și continuarea majorării alerte a ratelor dobânzilor reprezentative de către băncile centrale din regiune.

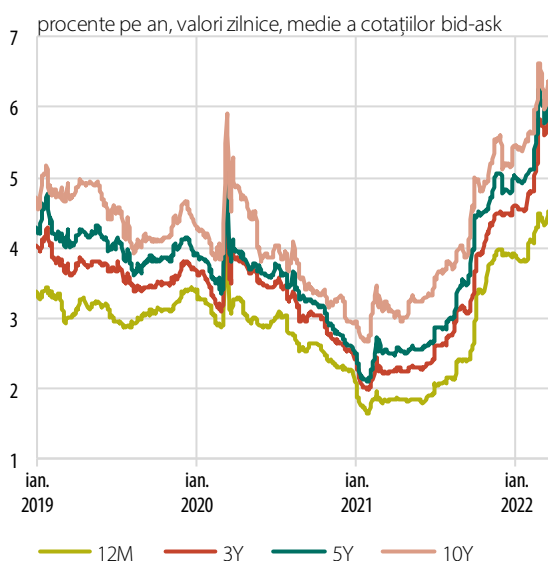
În acest context, cotațiile de referință de pe segmentul secundar al pieței⁴⁴ și-au continuat creșterea pronunțată pe ansamblul trimestrului I pe întreg spectrul de maturități, în condițiile unei traiectorii fluctuante totuși, care s-a accentuat brusc spre finele lunii februarie, atingând niveluri maxime ale ultimilor 8-9 ani. Totodată, după o temporară corecție ulterioară, mișcarea ascendentă s-a reluat spre finele trimestrului (Grafic 3.3). Ca urmare a acestor evoluții, valorile medii din luna martie ale cotațiilor pe 6 luni și 12 luni s-au majorat față de cele din ultima lună a trimestrului IV 2021 cu până la 0,79 puncte procentuale (la 4,25 la sută, respectiv 4,40 la sută), iar cele pe 3, 5 și 10 ani au crescut cu până la 1,13 puncte procentuale (la 5,62 la sută, 5,92 la sută, respectiv 6,25 la sută). Pe acest fond, curba randamentelor și-a reaccentuat înclinația

⁴² În luna martie, BNR a cumpărat titluri de stat în valoare de 367,3 milioane lei. Precedentele achiziții de titluri de stat au fost efectuate în perioada martie-aprilie 2021.

⁴³ Atingând în martie valori zilnice maxime ale ultimilor 9 ani.

⁴⁴ Medii ale cotațiilor *bid-ask*.

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



pozitivă pe ansamblul perioadei, ecartul dintre randamentul titlurilor pe 10 ani și al celor pe 1 an atingând un nou vârf al ultimilor 3 ani și jumătate.

Și pe segmentul primar al pieței⁴⁵ randamentele medii acceptate în cadrul licitațiilor și-au prelungit ascensiunea pe ansamblul primelor trei luni ale anului. Astfel, acestea s-au majorat în martie 2022 față de decembrie 2021 cu câte 0,79 puncte procentuale în cazul titlurilor cu maturități reziduale de 4 ani și 6 ani (la 5,67 la sută, respectiv 5,98 la sută) și cu câte 0,49 puncte procentuale în cazul celor cu scadența peste 9 ani și 13 ani (la 6,06 la sută, respectiv 6,21 la sută); randamentele medii acceptate ale titlurilor cu maturitățile de 6 luni și 12 luni s-au plasat în februarie la 3,97 la sută, respectiv 4,15 la sută⁴⁶. Ilustrativă pentru relativa atenuare a interesului investitorilor pentru aceste plasamente în a doua parte a trimestrului I a fost și evoluția raportului dintre volumul solicitat și cel

anunțat în cadrul licitațiilor, care s-a menținut în ianuarie la un nivel cvasisimilar celui din decembrie 2021⁴⁷, chiar în condițiile majorării volumului anunțat al emisiunilor, pentru ca în februarie și, îndeosebi, în prima decadă a lunii martie să cunoască o scădere pronunțată⁴⁸, succedată de o ușoară revenire. Pe ansamblul trimestrului I, acest raport a fost totuși superior minimumului ultimilor trei ani atins în trimestrul IV 2021 (1,63, față de 1,32). Totodată, raportul dintre volumul acceptat și cel anunțat în cadrul licitațiilor a urcat în trimestrul I 2022 la 1,01, de la minimumul ultimilor trei ani la care coborâse în trimestrul precedent⁴⁹, de 0,79⁵⁰. În acest context, volumul total al titlurilor puse în circulație s-a majorat cu 3,2 miliarde lei, la 14,3 miliarde lei, iar cel al emisiunilor nete a crescut ușor, la 1,3 miliarde lei, chiar și în condițiile în care volumul titlurilor ajunse la scadență a fost superior celui din trimestrul IV.

Pe fondul continuării creșterii ratei dobânzii de politică monetară și a cotațiilor relevante ale pieței monetare interbancare, precum și al inversării traiectoriei IRCC în trimestrul I 2022, dar și în contextul unor modificări în structura fluxului de împrumuturi, rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebankari s-a înscris pe o tendință

⁴⁵ Totodată, în debutul lunii martie au fost puse în circulație prin programul „Tezaur”, titluri de stat destinate populației, denominate în lei, cu maturități de 1, 3 și 5 ani și cu randamente de 4,50 la sută, 5,00 la sută și 5,35 la sută, iar la finele lunii au fost emise titluri de stat cu aceleași maturități și randamente de 4,55 la sută, 5,05 la sută și 5,40 la sută.

De asemenea, în trimestrul I, MF a emis pe piața externă atât titluri denominate în euro, cu maturitățile de 6 ani și 12 ani, la randamente de 2,1 la sută, respectiv 3,8 la sută (în valoare totală de 2,5 miliarde euro), cât și în dolari SUA, cu maturitățile de 5 ani și 10 ani, la randamente de 3,1 la sută, respectiv 3,7 la sută (în valoare totală de 2,4 miliarde dolari SUA).

⁴⁶ Precedentele licitații în cadrul cărora au fost adjudecate titluri cu maturitatea de 6 luni, respectiv 12 luni, au avut loc în luna octombrie 2021, respectiv august 2021.

⁴⁷ Astfel, în luna ianuarie, acest raport s-a situat la valoarea de 2,04, față de un nivel de 2,07 în decembrie 2021.

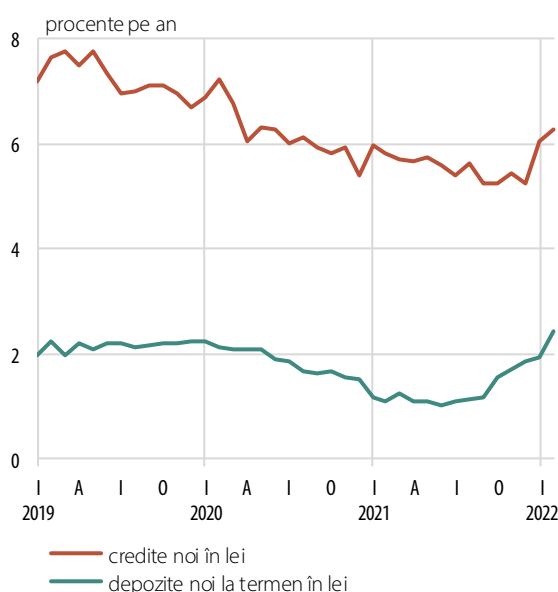
⁴⁸ Chiar și în condițiile în care volumul programat al emisiunilor a fost redus în luna martie la 3,9 miliarde lei, de la 5,2 miliarde lei în luna precedentă.

⁴⁹ În condițiile menținerii volumului anunțat în cadrul licitațiilor în trimestrul I 2022 la un nivel cvasisimilar celui din trimestrul IV 2021 (aproximativ 14 miliarde lei).

⁵⁰ În trimestrul I, MF a respins integral ofertele de cumpărare în cadrul a 4 licitații de titluri de stat, în timp ce în trimestrul anterior acestea au fost respinse integral în cadrul a 7 licitații.

ferm ascendentă în debutul anului curent, crescând cu 0,85 puncte procentuale pe ansamblul perioadei ianuarie-februarie față de media trimestrului IV 2021 (până

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



la un nivel mediu de 6,16 la sută). Avansul a fost generalizat din perspectiva celor două categorii principale de clienți. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației a consemnat o inversare de trend, mărindu-se cu 0,60 puncte procentuale față de trimestrul IV 2021, până la o medie de 6,72 la sută. Evoluția a reflectat majorarea consistentă a costului mediu cu dobânda aferent împrumuturilor noi pentru consum (+0,44 puncte procentuale, până la 8,95 la sută), dar și sporirea ponderii lor în fluxul adresat acestui segment, alături de creșterea mai moderată a ratei medii a dobânzii aferentă creditelor noi pentru locuințe (+0,09 puncte procentuale, până la 3,79 la sută) (Grafic 3.4).

În același timp, rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi ale societăților nefinanciare și-a accentuat ascensiunea (+0,92 puncte procentuale față de trimestrul IV 2021), până la un nivel mediu de

5,39 la sută. Mișcarea a caracterizat atât costul mediu cu dobânda al împrumuturilor de valoare mică, sub echivalentul a 1 milion de euro (+0,82 puncte procentuale, până la 5,54 la sută), cât și pe cel al creditelor situate peste respectivul prag (+1,06 puncte procentuale, până la 5,16 la sută).

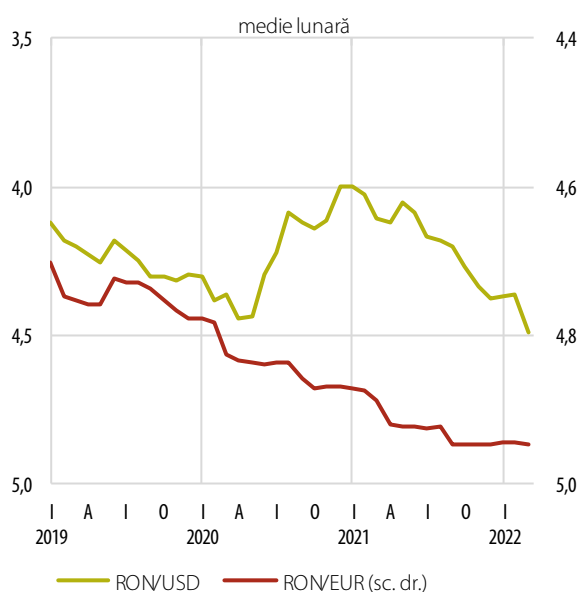
La rândul său, randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale clienților nebankari a continuat să crească consistent (+0,48 puncte procentuale comparativ cu trimestrul IV 2021), ajungând la o valoare medie de 2,19 la sută. Avansul s-a datorat deopotrivă evoluțiilor de pe segmentul populației (+0,20 puncte procentuale, până la 1,50 la sută) și de pe cel al societăților nefinanciare (+0,55 puncte procentuale, până la 2,40 la sută).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro a consemnat o ușoară ajustare descendentă în prima lună a trimestrului I, pentru ca apoi să revină, dar să și rămână pe palierul mai înalt atins în toamna anului 2021 (Grafic 3.5).

Rata de schimb leu/euro a coborât în ianuarie 2022 la un nivel ușor inferior celui prevalent în precedentele patru luni, mișcare similară ca sens, dar considerabil inferioară ca amplitudine, celor evidențiate în regiune, în contextul noilor majorări ale ratelor dobânzilor reprezentative operate de băncile centrale, de natură să amelioreze percepția investitorilor financiari asupra economiilor și piețelor financiare din Europa Centrală și de Est. Evoluțiile au fost totuși relativ volatile și neuniforme, receptând și influențe venite de pe piața financiară internațională. Aceasta a fost marcată de

Grafic 3.5. Cursul de schimb nominal



Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	2 luni 2021			2 luni 2022		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	-956	781	-1 737	4 403	5 961	-1 558
Investiții directe	420	1 257	-836	245	1 173	-927
Investiții de portofoliu	160	-48	208	-225	2 611	-2 835
Derivate financiare	31	x	31	26	x	26
Alte investiții – numerar și depozite	775	-428	1 204	2 965	2 178	787
– împrumuturi	604	-582	1 187	2 803	-125	2 928
– altele	3	-77	80	6	1 979	-1 973
Active de rezervă ale BNR (net)	168	231	-63	156	324	-168
Active de rezervă ale BNR (net)	-2 343	0	-2 343	1 391	0	1 391

*) „+” creștere/„-”scădere

creșterea apetitului global pentru risc în prima parte a lunii⁵¹, urmată însă de o deteriorare mai pregnantă, pe fondul așteptărilor privind accelerarea normalizării conduitei politicii monetare de către Fed^{52,53}, dar și al tensionării crescânde a situației geopolitice Rusia-Ucraina, resimțite totuși în mică măsură de ratele de schimb ale monedelor din regiune.

În prima parte a lunii februarie, raportul leu/euro a manifestat chiar o ușoară tendință descendentă, în contextul unei temperări a volatilității pe piața financiară internațională, dar și al influențelor venite din majorarea cu 0,50 puncte procentuale a ratei dobânzii-cheie de către BNR. Mișcarea s-a sincronizat cu evoluțiile cursurilor de schimb ale principalelor monede din regiune, ce au reflectat, la rândul lor, inclusiv așteptările/deciziile băncilor centrale privind efectuarea de noi majorări ale ratelor dobânzilor reprezentative în această perioadă.

Aversiunea globală față de risc a crescut însă abrupt în ultima decadă a lunii februarie, iar sentimentul investitorilor financiari față de piețele din Europa Centrală și de Est s-a înrăutățit considerabil, odată cu declanșarea războiului din Ucraina și cu instituirea sancțiunilor internaționale. Pe acest fond, dolarul și-a accentuat aprecierea față de euro, iar cursurile de schimb ale monedelor din regiune s-au re poziționat brusc pe o traiectorie pronunțat ascendentă. Raportul leu/euro a consemnat la rândul său o creștere – reflectând și majorarea tranzitorie a cererii de valută a rezidenților⁵⁴ –, dar de amplitudine mult mai redusă, și succedată de o cvasistabilizare pe noul palier în ultima lună a trimestrului, inclusiv în contextul acțiunilor băncii centrale în sfera gestionării lichidității și al relativei calmări a volatilității pe piața financiară internațională^{55,56} (Tabel 3.1).

⁵¹ Survenită în contextul calmării temerilor privind impactul economic al variantei Omicron a coronavirusului, evoluția a implicat și o ușoară depreciere a dolarului SUA în raport cu euro.

⁵² Potențate de semnalele transmise de către banca centrală în comunicarea asociată deciziei de politică monetară din 25-26 ianuarie 2022.

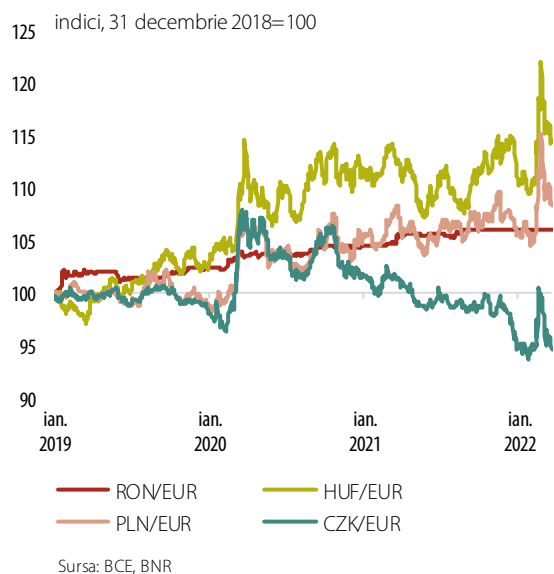
⁵³ Având drept consecință și scăderea cursului euro/dolar SUA la cel mai redus nivel al ultimelor 20 de luni.

⁵⁴ Aceasta s-a manifestat inclusiv pe segmentul caselor de schimb.

⁵⁵ Asociată și inițierii de către Fed a ciclului de creștere a ratei dobânzii reprezentative, dar și începerii unor runde de negocieri Rusia-Ucraina.

⁵⁶ La rândul lor, cursurile de schimb ale monedelor din regiune și-au stopat spre finele primei decade din martie ascensiunea, iar apoi și-au corectat parțial creșterile, inclusiv în urma acțiunilor/deciziilor băncilor centrale.

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



Rulajul pieței valutare interbancare s-a amplificat pentru al doilea trimestru consecutiv, iar cererea netă de valută a atins un nou maxim istoric, pe seama tranzacțiilor rezidenților.

Pe ansamblul trimestrului I, leul și-a menținut practic neschimbată valoarea în raport cu euro în termeni nominali^{57,58} și s-a apreciat cu 4,0 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a depreciat cu 2,5 la sută în termeni nominali și s-a apreciat cu 1,4 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 ușor deprecierea în raport cu euro și și-a sporit-o substanțial pe cea consemnată față de dolar (Grafic 3.6).

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Dinamica anuală⁵⁹ deosebit de alertă a masei monetare (M3) a continuat să descrească pe ansamblul intervalului ianuarie-februarie 2022, dar vizibil mai lent decât în trimestrul IV 2021, ajungând la o valoare medie de 15,2 la sută⁶⁰, de la 15,4 la sută în

precedentele trei luni. Temperarea ritmului expansiunii monetare s-a corelat, și de această dată, în principal cu ameliorarea execuției bugetare în raport cu perioada similară a anului trecut (Tabel 3.2).

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

	variație procentuală în termeni nominali					
	2021				2022	
	I	II	III	IV	ian.	feb.
M3	16,4	15,1	17,2	15,4	15,6	14,8
M1	23,3	20,2	23,1	20,3	20,5	19,3
Numerar în circulație	19,7	13,2	12,9	9,8	9,3	9,3
Depozite overnight	24,6	22,8	26,9	24,1	24,5	22,9
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	3,6	4,9	4,9	4,5	4,6	4,8

Pierderea modestă de ritm a agregatului monetar M3 a decurs integral din noua scădere consemnată în acest interval de dinamica foarte înaltă a masei monetare în sens restrâns (M1)⁶¹, deopotrivă pe seama evoluției numerarului în circulație⁶² și a dinamicii depozitelor ON, în principal a celor în lei aparținând populației și societăților nefinanciare.

⁵⁷ Pe baza valorilor medii din martie, respectiv decembrie, ale cursului de schimb.

⁵⁸ În același interval, forintul și zlotul s-au depreciat față de moneda unică europeană cu 2,4 la sută, respectiv 2,9 la sută, în timp ce coroana cehă s-a apreciat cu 1,0 la sută.

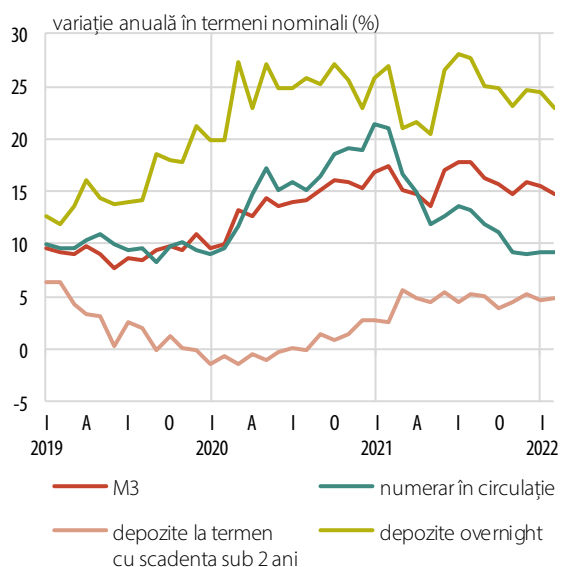
⁵⁹ În absența altor precizări, în această secțiune variațiile procentuale se referă la media ritmurilor de creștere anuală în termeni nominali.

⁶⁰ În termeni reali, decelerarea creșterii anuale a masei monetare a fost mai evidentă, în condițiile majorării ratei anuale a inflației. Media ei a coborât, astfel, la 6,2 la sută în intervalul ianuarie-februarie, reprezentând minimul ultimilor doi ani, de la 6,9 la sută în trimestrul IV 2021.

⁶¹ Aceasta a scăzut astfel la minimul ultimilor doi ani, ca medie trimestrială.

⁶² Ritmul mediu de creștere anuală a numerarului în circulație a atins cel mai mic nivel din ultimele 10 trimestre.

Grafic 3.7. Principalele componente ale masei monetare



În schimb, variația depozitelor la termen sub doi ani s-a reamplificat ușor, în condițiile în care reacelerarea pronunțată a creșterii plasamentelor societăților nefinanciare, atribuibilă îndeosebi componentei în valută, a fost doar parțial compensată ca impact de mărirea declinului în termeni anuali al deținerilor similare ale populației. Pe acest fond, ponderea M1 în M3 și-a întrerupt tendința ascendentă, coborând în februarie la 71,8 la sută, de la nivelul de 72,1 la sută atins la finele anului 2021 – reprezentând maximum perioadei post-februarie 1994 (Grafic 3.7).

Din perspectiva categoriilor de deținători, încetinirea creșterii în termeni anuali a masei monetare a fost determinată de ritmul depozitelor populației, care a continuat să descrească, atingând un minim al ultimilor cinci ani⁶³, în pofida redresării în acest interval a dinamicii venitului disponibil

– în principal pe seama majorării transferurilor sociale⁶⁴ – și a scăderii variației deținerilor de titluri de stat ale persoanelor fizice. Impactul acestei evoluții a fost doar parțial contrabalansat de reacelerarea creșterii deosebit de alerte a plasamentelor societăților nefinanciare, cel mai probabil în corelație cu dinamica sumelor încasate în contul fondurilor europene, precum și cu evoluția creditului acordat sectorului.

Din perspectiva contrapartidelor M3, decelerarea ușoară a creșterii ei a avut ca unic determinant o nouă scădere de dinamică a deținerilor de titluri de stat ale băncilor, care a atins astfel un minim al ultimilor 11 trimestre. Influențe expansioniste au generat, în schimb: (i) continuarea ascensiunii dinamicii creditului acordat sectorului privat, (ii) adâncirea în teritoriul negativ a variației pasivelor financiare pe termen lung⁶⁵, precum și (iii) reacelerarea pronunțată a creșterii activelor externe nete ale sistemului bancar⁶⁶, compensată însă în mare parte ca efect de reamplificarea dinamicii anuale a depozitelor administrației publice centrale⁶⁷.

⁶³ Evaluare pe baza datelor trimestriale.

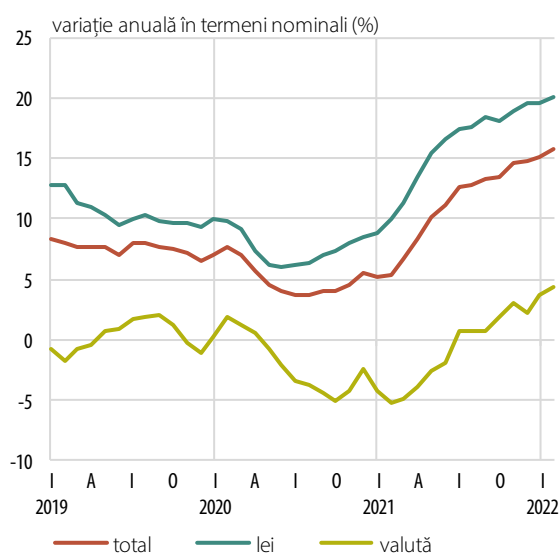
⁶⁴ Date fiind creșterea, de la 1 ianuarie 2022, a punctului de pensie cu 10 la sută, a pensiei minime cu 25 la sută și a alocațiilor pentru copii, precum și acordarea unor indemnizații *one-off* anumitor categorii sociale.

⁶⁵ Inclusiv conturile de capital.

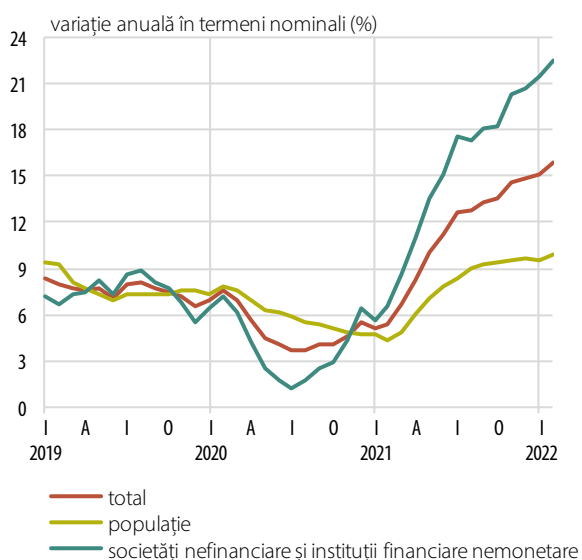
⁶⁶ O influență similară ca sens a decurs și din contracția în termeni anuali a plasamentelor în lei ale administrației publice centrale, atribuibilă însă unui efect de bază.

⁶⁷ În perioada ianuarie-februarie 2022, Ministerul Finanțelor a încasat prefinanțarea în valoare de 1,9 miliarde euro aferentă acordului de împrumut (MRR) încheiat cu CE și a efectuat pe piața internațională emisiuni de euroobligațiuni în dolari americani (în valoare de 2,4 miliarde dolari), respectiv în euro (în valoare de 2,5 miliarde euro); totodată, în acest interval, au fost rambursate obligațiuni ajunse la maturitate, denumite în dolari americani, în sumă de circa 2 miliarde dolari.

Grafic 3.8. Creditul acordat sectorului privat pe monede



Grafic 3.9. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Creditul acordat sectorului privat

Dinamica anuală de două cifre a creditului acordat sectorului privat a continuat să avanseze în primele două luni ale trimestrului I 2022, ajungând la o valoare medie de 15,5 la sută⁶⁸, de la 14,3 la sută în trimestrul IV 2021⁶⁹. Evoluția a fost antrenată și de această dată în principal de componenta în lei, care a continuat să-și accelereze creșterea, până la 19,8 la sută pe ansamblul perioadei (reprezentând maximum ultimilor circa șase ani), de la 18,9 la sută în precedentele trei luni, în principal pe fondul dinamizării puternice a finanțării acordate societăților financiare sub forma liniilor de credit⁷⁰. O contribuție pozitivă a continuat să vină și din partea creditului în valută (exprimat în euro), a cărei variație și-a prelungit tendința crescătoare, atingând cea mai mare valoare a ultimilor nouă ani și jumătate⁷¹. În aceste condiții, ponderea în total a împrumuturilor în lei a continuat să se mărească ușor, ajungând în luna februarie la 72,5 la sută (Grafic 3.8).

În mod mai evident în acest interval, plusul de ritm al creditului acordat sectorului privat s-a datorat prioritar împrumuturilor societăților nefinanciare, a căror creștere anuală a atins un nivel record al ultimilor 13 ani⁷². Accelerarea a fost antrenată, de această dată, în egală măsură de componenta în lei – a cărei dinamică deosebit de înaltă și-a prelungit ascensiunea, pe seama împrumuturilor pe termen scurt⁷³, chiar și fără un aport semnificativ al programului „IMM Invest România”⁷⁴ –, precum și de cea în valută (exprimată în euro), care și-a accelerat creșterea până la un maxim al perioadei post-2010. Variația anuală a creditului acordat populației și-a încetinit însă și mai

⁶⁸ Cel mai înalt nivel din ultimii 13 ani.

⁶⁹ Și în termeni reali, creșterea anuală medie a creditului acordat sectorului privat s-a reaccelerat ușor, la 6,5 la sută în intervalul ianuarie-februarie, de la 5,9 la sută în precedentele trei luni, chiar și în condițiile majorării ratei anuale a inflației.

⁷⁰ Credite de tip reînnoibil automat și credite acordate pe descoperit de cont.

⁷¹ Evaluare pe baza datelor trimestriale.

⁷² Ca medie trimestrială.

⁷³ Acestea includ creditele reînnoibile automat și creditele acordate pe descoperit de cont denuminate în lei, care au consemnat un salt de dinamică pe ansamblul intervalului ianuarie-februarie 2022.

⁷⁴ Program de ajutor de stat aprobat în contextul crizei pandemice prin OUG nr. 42/2020 și completată prin OUG nr. 89/2020, prin care statul garantează până la 90 la sută din valoarea unor credite în lei acordate IMM și microîntreprinderilor și subvenționează dobânda pe o perioadă de opt luni de la data acordării creditului și alte costuri ale finanțării (comisioane de administrare și risc) pe toată durata de derulare a creditului garantat în cadrul programului. Perioada de valabilitate a acestei scheme de ajutor de stat a fost prelungită până la data de 30 iunie 2022 (de la 31 decembrie 2021). Plafonul de garanții de stat ce pot fi acordate în cadrul programului „IMM Invest România” în anul 2022 este în valoare de 7,5 miliarde lei, din care 2,5 miliarde lei sunt alocate subprogramului AGRO IMM INVEST.

mult ascensiunea⁷⁵. Evoluția a reflectat în principal comportamentul creditului în lei, care a continuat să își majoreze dinamica anuală de două cifre, însă doar marginal, în condițiile în care impactul prelungirii trendului ascendent al variației împrumuturilor pentru consum și alte scopuri a fost contrabalansat aproape integral de scăderea ușoară a dinamicii deosebit de înalte a creditelor pentru locuințe, inclusiv pe fondul diminuării contribuției programului „Noua casă”. În același timp, componenta în valută (exprimată în euro) și-a menținut neschimbată contracția amplă în termeni anuali (Grafic 3.9).

⁷⁵ Atingând totuși un maxim al ultimilor 15 trimestre.

4. Perspectivele inflației

Invazia Ucrainei de către Rusia a produs reconfigurări ample ale contextului economic internațional, marcat de incertitudini excepționale. În cazul României, relațiile comerciale și financiare directe cu Rusia și Ucraina sunt relativ reduse ca magnitudine, însă efectele indirecte ale invaziei, precum cele propagate prin intermediul prețurilor globale ale materiilor prime (energetice, agroalimentare), al încrederii sau al activității economice a partenerilor comerciali, ar putea fi de amploare, depinzând și de evoluția viitoare a conflictului militar. Pe termen scurt, rata anuală a inflației IPC este anticipată să avanseze până în luna iunie, când ar urma să atingă un maxim de 14,2 la sută. Evoluția va avea loc pe fondul presiunilor din partea costurilor de producție, cu impact asupra ratei anuale a inflației de bază, revizuită substanțial în sus pe tot intervalul proiecției. Aceasta va continua să crească până la finele anului curent, ulterior înscriindu-se pe o traiectorie descendentă, ca urmare a disipării graduale a impactului nefavorabil al majorărilor recente ale costurilor de producție. În pofida introducerii unei noi scheme de plafonare a prețurilor energiei electrice și ale gazelor naturale, acestea vor exercita în continuare presiuni inflaționiste însemnate pe tot intervalul proiecției, în contextul acoperirii mai reduse a noilor măsuri de sprijin și al ieșirii lor din vigoare în aprilie 2023. Ulterior se anticipează unele atenuări ale acestor majorări de prețuri, fiind presupusă o relativă detensionare treptată a piețelor de profil pe termen mediu. Ca urmare, dinamica anuală a IPC va decelera gradual începând din trimestrul III 2022, traiectoria descendentă urmând a fi doar temporar întreruptă în trimestrul II 2023. Astfel, rata anuală a inflației IPC este prognozată la nivelul de 12,5 la sută la finele anului curent, la 6,7 la sută în decembrie 2023 și la 6,2 la sută la orizontul proiecției, respectiv trimestrul I 2024. Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este apreciată a fi în continuare înclinată în sensul unor abateri în sus față de traiectoria descrisă în scenariul de bază.

Scenariul de bază

4.1. Ipoteze externe

Ca urmare a invaziei Rusiei în Ucraina, incertitudinea privind evoluția economică viitoare a partenerilor comerciali a crescut semnificativ. Nivelul încrederii a cunoscut o deteriorare majoră. De asemenea, a avut loc o creștere a prețurilor gazelor naturale, petrolului, cărbunelui și a materiilor prime agroalimentare. În plus, în acest context, este probabilă o nouă intensificare a sincopelor din lanțurile globale de valoare, însă pe termen mediu, pe măsură ce oferta va reacționa la prețurile mai ridicate, sincopel sunt evaluate a se resorbi treptat. Un factor major de incertitudine este reprezentat de

magnitudinea și persistența efectelor directe și indirecte ale sancțiunilor impuse Rusiei asupra economiilor UE, având în vedere legăturile comerciale și financiare, inclusiv dependența ridicată, pe ansamblu, a statelor UE de gazul și petrolul rusesc, respectiv prezența consistentă a unor bănci europene în Rusia. Se întrevăd, de asemenea, presiuni suplimentare asupra pozițiilor fiscale ale statelor europene, în contextul cheltuielilor sporite pentru atenuarea impactului creșterii prețurilor la energie asupra consumatorilor, pentru necesitățile umanitare privind sprijinul acordat refugiaților⁷⁶ și al celor pentru apărare. O serie de evaluări cu privire la impactul războiului din Ucraina asupra economiei românești este redată în Casetă. Un element suplimentar de incertitudine, deși relevanța acestuia a fost semnificativ diminuată, este reprezentat de o posibilă recrudescență a pandemiei.

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2022	2023
Creșterea economică în UE efectiv (%)	3,6	2,6
Inflația anuală din zona euro (%)	5,6	2,1
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	3,1	2,1
Inflația anuală IPC SUA (%)	6,1	2,8
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	-0,4	0,3
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,11	1,15
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	99,5	91,2

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

Cererea externă (indicatorul PIB real UE efectiv) a depășit nivelul pre-pandemie încă din trimestrul III 2021, iar economiile partenerilor externi ai României au înregistrat, în ansamblu, o evoluție favorabilă și în trimestrul IV 2021 (Tabel 4.1). Pentru anul 2022 însă, dinamica PIB real UE efectiv a fost revizuită în jos comparativ cu *Raportul* anterior, pe fondul subperformanței anticipate pentru semestrul I. Aceasta din urmă are loc în contextul dificultăților întâmpinate de companii și asociate creșterii accentuate a prețurilor la energie și ale unor materii prime, dar și al prăbușirii încrederii la nivelul consumatorilor și al firmelor. Pentru anul 2023, dinamica este proiectată a se menține aproape

neschimbată față de cea anterior prognozată, sub ipoteza că efectele economice cele mai ample ale războiului din Ucraina se vor produce în anul curent.

În acest context, deviația PIB extern a fost revizuită în sens descendent față de *Raportul* anterior, aceasta fiind evaluată a se închide în trimestrul III 2022, cu un trimestru mai târziu. Impunerea de sancțiuni comerciale și financiare în relațiile internaționale cu Rusia, precum și blocajele extinse din lanțurile globale de distribuție vor conduce, probabil, la o comprimare în acest an a comerțului internațional. Totuși, în ipoteza unei detensionări graduale a efectelor conflictului militar, profilul deviației PIB extern indică o îmbunătățire a tracțiunii cererii externe asupra exporturilor companiilor românești începând cu a doua jumătate a anului curent, continuând pe parcursul celui următor. Având în vedere contextul actual, evaluarea deviației PIB real UE efectiv este însă caracterizată de un grad sporit de incertitudine.

Rata anuală a inflației IAPC din zona euro și-a continuat creșterea alertă, pe fondul prețurilor ridicate la energie, inflamate de invazia Rusiei în Ucraina, cu impact important și asupra prețurilor produselor agroalimentare. De asemenea, presiunile inflaționiste pe termen scurt s-au accelerat semnificativ, în special pe seama dinamicii prețului petrolului și a celui al gazelor naturale. Astfel, prognoza privind rata anuală a

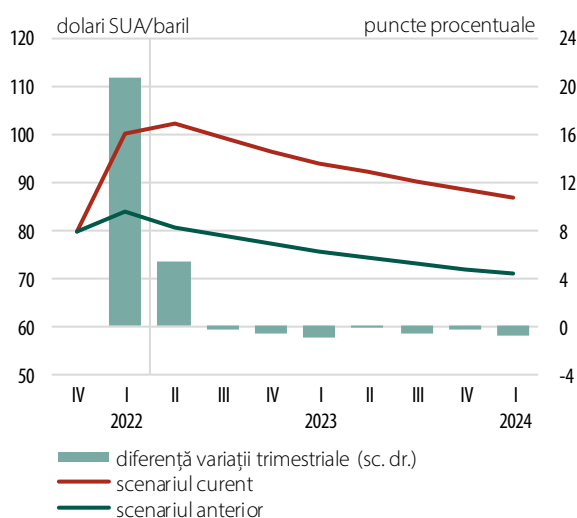
⁷⁶ O parte a acestor presiuni vor fi preluate prin efort comun din partea Comisiei Europene prin programe de susținere financiară pe diverse teme legate de conflict.

inflației IAPC a fost reevaluată ascendent, atingând 6,2 la sută în trimestrul II 2022 (valoarea maximă din intervalul de prognoză). Începând cu trimestrul III 2022, rata anuală a inflației IAPC din zona euro este proiectată a se înscrie pe o traiectorie descendentă, coborând sub 2 la sută în trimestrul III 2023 și menținându-se sub acest prag la orizontul de prognoză (1,8 la sută în trimestrul I 2024). Această dinamică reflectă efecte de bază în contextul ipotezei temperării factorilor care au determinat creșterea recentă a prețurilor produselor energetice, precum și parcursul descendent al cotațiilor *futures* ale prețului petrolului. Comparativ cu *Raportul* precedent, prognoza ratei anuale a inflației IAPC exclusiv energia a fost la rândul său revizuită în sens ascendent, în special pe parcursul anului curent (+1 punct procentual în 2022 și +0,2 puncte procentuale în 2023). Rata anuală a inflației IAPC exclusiv energia este estimată să atingă un maxim local de 3,5 la sută în trimestrul II 2022, ulterior aceasta poziționându-se pe o traiectorie descendentă, până la valori de 2 la sută la orizontul proiecției.

Pe fondul evoluției puternic ascendente a ratei inflației, pe parcursul intervalului de proiecție se anticipează un caracter stimulat al ratei reale a dobânzii EURIBOR la 3 luni, cu o intensitate sporită pe termen scurt. În contextul creșterii inflației și al conduitei prezumate a politicii monetare a BCE, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este proiectată a redeveni pozitivă în primul semestru al anului viitor.

Traectoria cursului de schimb EURUSD rămâne marcată de incertitudini ample. Pe fondul conflictului militar din Ucraina și al procesului de normalizare a politicii monetare mai alert în cazul Fed comparativ cu BCE, prognoza anticipează pe termen scurt o depreciere a monedei europene față de dolarul SUA, urmată de o apreciere începând cu trimestrul III 2022, până la orizontul de proiecție.

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



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

Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent a fost fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede o creștere a acestuia pe ansamblul trimestrului II 2022, până în jurul valorii de 102 USD/baril, pe fondul desfășurării invaziei Rusiei în Ucraina, urmată de o traiectorie descendentă pe parcursul intervalului de proiecție, până la valori în apropierea a 87 USD/baril la orizontul prognozei (Grafic 4.1). Printre determinanți se află, pe latura ofertei, eliberarea treptată a unei părți din rezervele țărilor membre ale Agenției Internaționale pentru Energie, dar și incertitudinea sporită privind importurile de petrol din Rusia, inclusiv din perspectiva impunerii noilor sancțiuni de către țările europene, a căror formă finală nu este cunoscută la data redactării acestui *Raport*. Pe partea cererii se evidențiază eforturile de reducere a dependenței țărilor europene și a partenerilor acestora de petrolul rusesc, dar și, pe termen scurt, înăsprirea puternică a restricțiilor de mobilitate în

mai multe localități din China. Proiecția evoluției viitoare a prețului petrolului este în continuare grevată de incertitudini ridicate.

Evaluări curente ale impactului războiului din Ucraina asupra economiei românești

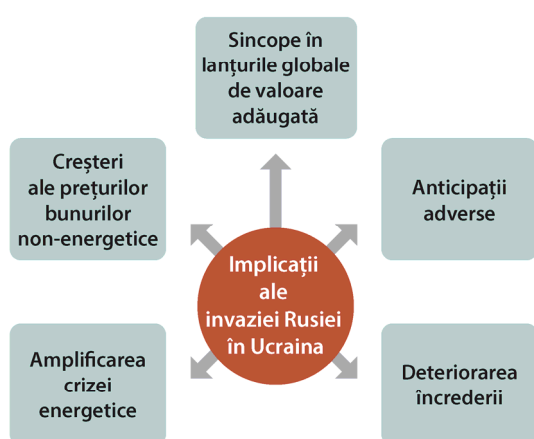
Invazia Rusiei în Ucraina a declanșat în Europa o criză umanitară fără precedent de la finele celui de-al Doilea Război Mondial. Totodată, mediul economic internațional se află sub spectrul evoluțiilor adverse asociate conflictului militar în derulare. Cu informațiile disponibile la acest moment, impactul macroeconomic al acestuia este grevat de numeroase necunoscute, nefiind excluse reconfigurări substanțiale ale coordonatelor mediului economic internațional, cu impact și asupra celui de pe plan intern.

Caseta de față își propune inventarierea unor canale posibile de propagare a șocurilor externe asociate războiului. Totodată, în prezentul *Raport*, un element major de noutate se referă tocmai la cuantificarea efectelor provenite din partea conflictului militar și a escaladării tensiunilor geopolitice. În acest context, sunt descrise și principalele ipoteze adoptate în scenariul de bază. În plus, având în vedere gradul neuzual de incertitudine (în condițiile celui mai amplu conflict militar din Europa ultimelor decade), sunt prezentate coordonatele unui scenariu advers privind evoluții alternative celor din scenariul de bază ale situației geopolitice.

Efectele directe asupra României sunt relativ reduse, însă cele indirecte au un impact potențial relativ ridicat

În cazul economiei României, relațiile comerciale și financiare directe cu Rusia și Ucraina sunt relativ reduse. Totuși, efectele indirecte ar putea fi unele substanțiale, îndeosebi în eventualitatea deteriorării susținute a situației geopolitice (Grafic A).

Grafic A. Posibile implicații ale invaziei Rusiei în Ucraina



Sursa: evaluări BNR

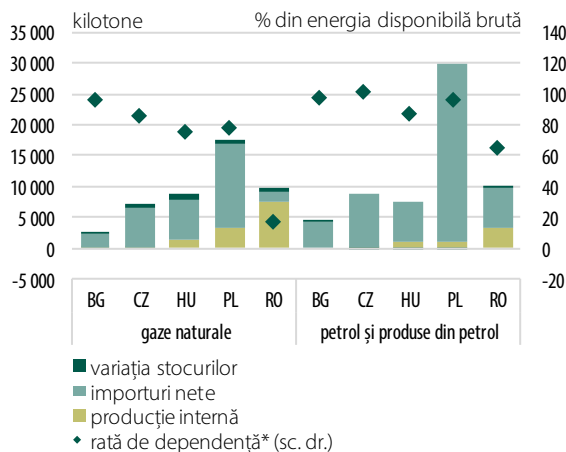
În actuala conjunctură, șocuri adverse se pot propaga prin intermediul mai multor canale. În continuare sunt prezentate succint cele mai importante dintre acestea.

Canalul comercial. Relațiile comerciale directe ale României cu Rusia și Ucraina sunt limitate. Conform datelor BNR, în anul 2021, importurile FOB directe din cele două țări au cumulat 4,2 la sută din totalul importurilor României, în timp ce exporturile FOB ale României către Rusia și Ucraina au totalizat 2,2 la sută din total. Valorile reflectă strict expunerea directă a României față de cele două economii, fără a lua în calcul eventuale expuneri indirecte prin comerțul derulat cu o serie de intermediari.

În același timp, posibile efecte adverse mai substanțiale se conturează în cazul importurilor de combustibili minerali, lubrifianți și materiale conexe. În cazul României, conform datelor Eurostat, circa 46 la sută din importurile de gaze naturale au ca sursă directă de proveniență Rusia, în timp ce restul importurilor de astfel de produse se

derulează prin intermediari precum Bulgaria sau Ungaria, expunerea principală fiind, de fapt, tot în relația cu Rusia. Totuși, România se numără printre țările europene având dependența cea mai redusă de importurile rusești de gaze

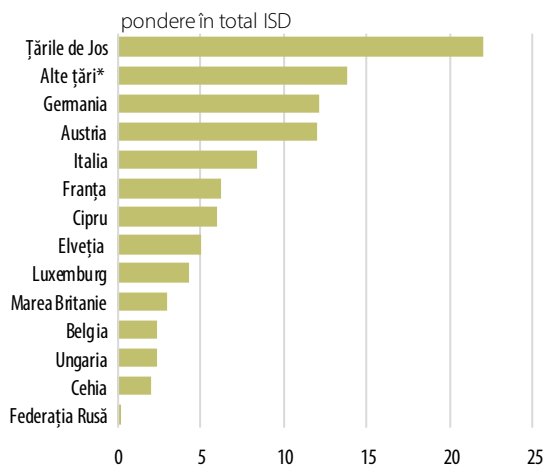
Grafic B. Dependența de importuri în cazul consumului de bunuri energetice în anul 2020



*) calculată ca pondere a importurilor nete în energia disponibilă brută la nivel național, valorile mai mari de 100% ar putea reflecta refaceri ale stocurilor

Sursa: Eurostat Energy Balances, calcule BNR

Grafic C. Stocul de ISD în România după țara de origine în anul 2020



*) țări având ponderea în total ISD sub 2 la sută, exceptând Federația Rusă

Sursa: BNR, calcule BNR

naturale, pe fondul asigurării consumului de astfel de bunuri în proporție de peste 70 la sută din producție internă. O situație relativ similară se poate constata și în cazul expunerii României la importurile de petrol și produse petroliere, în cazul acestora dependența consumului României de importuri fiind însă mai ridicată (Grafic B).

Efectele indirecte ar putea fi însă de amploare mai ridicată. Astfel, pe termen scurt, se prefigurează: (i) persistența crizei energetice, (ii) creșteri ale cotațiilor materiilor prime non-energetice, în special agroalimentare (spre exemplu, cereale, semințe oleaginoase ș.a.m.d.), (iii) reamplificarea crizei semiconductorilor pe fondul unei exacerbări a penuriei anumitor metale și (iv) alte sincope în lanțurile globale de valoare adăugată, inclusiv în partea de distribuție, de natură să greveze fluxurile comerciale internaționale. Acești factori pot afecta suplimentar activitatea economică a partenerilor comerciali ai României, conducând și la o scădere a cererii pentru exporturile economiei interne.

Canalul financiar. Expunerile bancare în relație cu Rusia sunt limitate. Băncile din România nu au participații directe de capital cu origini din această țară. În schimb, o prezență mai ridicată în Rusia a fost identificată în cazul unor grupuri bancare existente și în România. În acest context, nu este exclusă translatarea unor riscuri de la nivelul acestor grupuri la cel al subsidiarelor din România. De asemenea, un risc care necesită o monitorizare atentă este cel referitor la securitatea în domeniul cibernetic.

În cazul investițiilor străine directe (ISD), ponderea celor având ca țară de origine Rusia este redusă. Astfel, conform principiului investitorului imediat, circa 0,2 la sută din stocul de ISD din anul 2020

provine din Rusia (Grafic C). Această pondere s-a dovedit relativ stabilă în timp.

Totuși, efectele indirecte survenite prin canalul financiar sunt anticipate a fi mai importante și pot conduce la reduceri ale fluxurilor investiționale adresate României. Astfel de evoluții ar putea fi atribuite suprapunerii mai multor factori, precum exacerbarea costurilor de producție, creșterea aversiunii la risc, inclusiv ca

urmare a proximității conflictului militar de granița României, sau apariția unor dificultăți logistice. În aceste condiții, nu este exclus ca anumite proiecte investiționale (îndeosebi cele private) să fie amânate.

Canalul încrederii. Factorilor mai sus menționați li se adaugă erodarea încrederii investitorilor determinată de creșterea semnificativă a incertitudinii care caracterizează contextul macroeconomic. În acest sens, mediul investițional în ansamblu este evaluat să se deterioreze pe fondul unei degradări a sentimentului economic la nivel european, amplificată în cazul țărilor aflate în proximitatea geografică a zonei de conflict armat.

Canalul migrației. În ansamblu, este de așteptat ca o mică parte a imigranților ucraineni să se stabilească în România și să contribuie activ pe piața muncii, dată fiind și structura particulară a fluxului migratoriu, alcătuit preponderent din femei și copii. De la debutul crizei geopolitice, cea mai mare parte a refugiaților ucraineni doar a tranzitat teritoriul României.

Implicații asupra coordonatelor macroeconomice din scenariul de bază – efecte divergente nefavorabile asupra ratei inflației și creșterii economice

Invazia Ucrainei de către Rusia și sancțiunile asociate acesteia sunt evaluate a reprezenta un șoc global amplu de natura ofertei, cu efecte divergente asupra activității economice (scădere) și a ratei inflației (majorare), anticipate a se manifesta cu precădere pe parcursul anului curent. Ulterior, începând cu anul 2023, în scenariul de bază este presupusă o diminuare a impactului economic indus de conflictul militar.

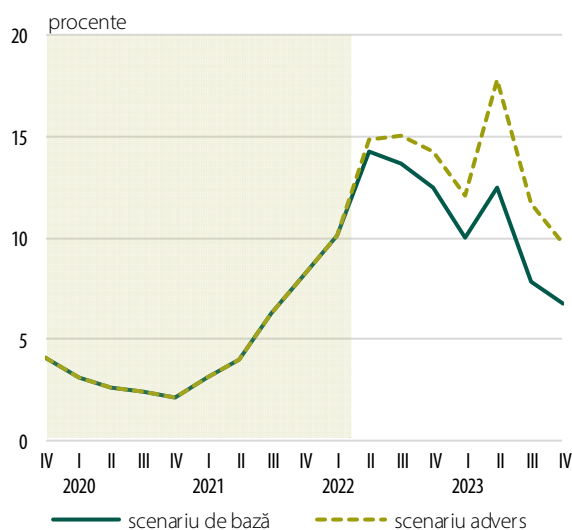
Efectele, directe și indirecte, asupra creșterii economice sunt estimate a fi relativ reduse (de până la -1 punct procentual) în contextul în care, după cum a fost subliniat anterior, țara noastră se numără printre statele membre ale UE cel mai puțin dependente de importul de energie din Rusia. În ceea ce privește impactul asupra ratei inflației IPC, transmisia majorării prețurilor bunurilor energetice va fi limitată pe parcursul anului curent de măsurile privind plafonarea prețurilor la gazele naturale și energia electrică în cazul consumatorilor casnici și al anumitor consumatori non-casnici, în vigoare până în luna martie 2023 (la acest orizont se presupune că piețele de energie vor fi reintrat într-un proces de normalizare treptată). În aceste condiții, principalele presiuni inflaționiste induse de războiul din Ucraina sunt asociate majorărilor prețurilor la carburanți, pe fondul evoluțiilor nefavorabile ale cotațiilor țițeiului (transmisie directă asupra indicelui IPC, dar și indirectă, prin costurile de producție ale majorității bunurilor de consum finale), și ale materiilor prime agroalimentare, reflectate cu precădere la nivelul ratei inflației de bază, componenta de alimente procesate (transmisie indirectă, prin intermediul costurilor de producție). Un impact total este dificil de cuantificat, în contextul în care evoluția curentă a ratei inflației IPC, precum și cea previzionată pentru perioadele următoare sunt un rezultat conjugat al crizei energetice declanșate la jumătatea anului precedent și al evoluțiilor nefavorabile cauzate de războiul ruso-ucrainean pe piețele de materii prime (energetice și agroalimentare).

Efectele adverse pot fi mai ample în eventualitatea unor ipoteze mai severe asociate implicațiilor economice ale războiului

Date fiind situația excepțională, caracterizată de un nivel de incertitudine extrem de ridicat, dar și natura singulară a șocului pe parcursul ultimelor decenii, implicațiile economice ale conflictului pot escalada relativ ușor. În aceste condiții, a fost elaborat un scenariu advers care evaluează rezultatele unor ipoteze mai severe.

Astfel, într-un scenariu advers nu ar fi excluse: (i) creșteri de mai mare amploare a cotațiilor materiilor prime (atât ale celor energetice, cât și ale celor agroalimentare), pe fondul întreruperii aprovizionării țărilor europene cu gaze naturale de către Rusia, al embargoului impus de țările europene asupra importurilor de petrol rusesc și al reducerii semnificative pe parcursul următorilor doi ani a exporturilor de cereale din Rusia și Ucraina, (ii) menținerea nivelului de incertitudine la cote înalte, comparabile celor de la debutul conflictului, cu efect de comprimare semnificativă a consumului și investițiilor și (iii) încetinirea activității economice a partenerilor comerciali, semnificativ mai puternic comparativ cu valorile presupuse în scenariul de bază (-4,5 puncte procentuale de PIB, cumulat în intervalul 2022-2023), în contextul dependenței ridicate a unor economii europene de livrările de petrol și gaze naturale din Rusia, ale creșterii incertitudinii și ale condițiilor financiare mai restrictive.

Grafic D. Rata anuală a inflației IPC în scenariul advers comparativ cu scenariul de bază



Sursa: calcule și evaluări BNR

În acest context, impactul asupra activității economice interne ar fi unul semnificativ, nivelul PIB real fiind anticipat a rămâne în apropierea nivelului înregistrat în anul precedent, succedat de o creștere economică relativ redusă în anul 2023 (impact cumulat de -4,1 puncte procentuale de PIB în intervalul 2022-2023 față de scenariul de bază, comparabil cu cel estimat în cazul principalilor parteneri comerciali).

În cazul României, efectele directe sunt anticipate a fi mai scăzute ca urmare a expunerii energetice mai reduse comparativ cu cele ale principalilor parteneri comerciali, însă efectele transmise prin canalele indirecte, cu precădere prin cel al încrederii agenților economici, sunt previzionate a fi mai substanțiale din cauza vulnerabilităților interne asociate deficitelor gemene (deficit bugetar, deficit de cont curent) care s-au acumulat în ultimii ani în economia

românească. Pe fondul accentuării presiunilor inflaționiste din partea prețurilor bunurilor energetice și a cotațiilor materiilor prime agroalimentare, doar parțial contrabalansate de cele dezinflaționiste asociate cererii agregate, rata anuală a inflației IPC s-ar plasa peste cea din scenariul de bază cu 4,7 puncte procentuale cumulat în intervalul 2022-2023⁷⁷ (Grafic D). Impactul inflaționist ar fi potențat

⁷⁷ Impactul este calculat prin raportare la dinamicile anuale din luna decembrie.

de nivelul mai ridicat al cursului EURRON, în contextul unei creșteri suplimentare comparativ cu scenariul de bază a aversiunii la risc a investitorilor, dar și de efectele transmise prin intermediul anticipațiilor agenților economici.

Referințe

Banca Central Europeană, *ECB staff macroeconomic projections for the euro area*, ediția din martie 2022

Banca Națională a României, *Investițiile străine directe în România în anul 2020*

Capital Markets Strategy, „Russia-Ukraine: A brief assessment & update on the crisis”, ediția din martie 2022

Eurostat Energy Balance, ediția din aprilie 2022

OECD, „Economic and social impacts and policy implications of the war in Ukraine”, *Economic Outlook*, ediția din martie 2022

Organizația Națiunilor Unite, „Global impact of war in Ukraine on food, energy and finance systems”, brief no. 1, aprilie 2022

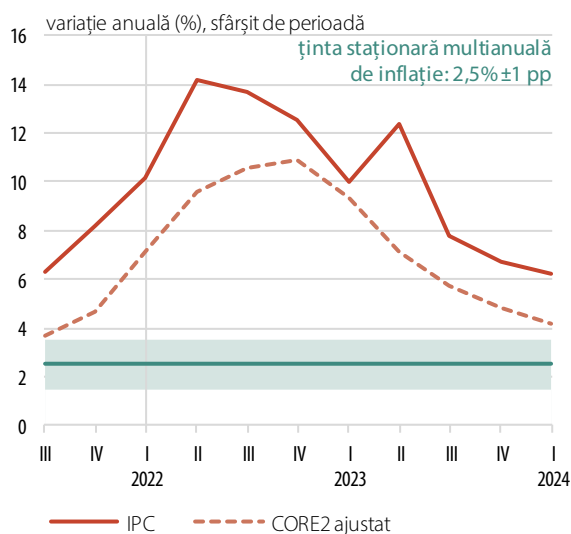
Orlova, T., McFee, I., „The economic implications of Russia’s full-scale invasion”, *Oxford Economics*, 2022

4.2. Perspectivele inflației

Pe termen scurt, rata anuală a inflației IPC este anticipată să avanseze până în luna iunie, când ar urma să atingă un maxim de 14,2 la sută. Evoluția va avea loc pe fondul presiunilor din partea costurilor de producție (cu energia, materiile prime, transportul), exacerbate recent de invazia Rusiei în Ucraina, ceea ce a ocazionat o transmisie relativ accelerată a acestora asupra prețurilor de vânzare ale bunurilor și tarifelor serviciilor din coșul indicelui CORE2 ajustat. De asemenea, dinamica IPC va reflecta și majorarea prețurilor la energia electrică și gazele naturale în luna aprilie 2022, în condițiile expirării măsurilor anterioare de compensare și plafonare și ale trecerii la noua schemă⁷⁸, care presupune condiții de eligibilitate mai stricte. Totuși, intensitatea acestor presiuni este apreciată a se diminua pe termen mediu, pe măsura disipării presupuse a efectelor asociate războiului. În absența altor informații, proiecția macroeconomică include ipoteza revenirii prețurilor energiei electrice și ale gazelor naturale la niveluri contractuale actualizate (determinate pe baza mecanismelor pieței liberalizate) în luna aprilie 2023, ceea ce va implica majorări însemnate la acest orizont. Ulterior se anticipează însă atenuări ale acestor prețuri, cu ocazia actualizărilor periodice ale ofertelor operatorilor, care vor reflecta evoluțiile din piețele *en-gros* de energie, sub ipoteza unei relative detensionări treptate a acestora pe termen mediu. Ca urmare, dinamica anuală a IPC va decelera gradual începând din trimestrul III, traiectoria descendentă urmând a fi doar temporară întreruptă în trimestrul II 2023, la ieșirea din vigoare a măsurilor de plafonare existente în legislație. Și în cazul inflației de bază se preconizează disiparea graduală a impactului nefavorabil al majorărilor recente ale costurilor de producție, conducând la reducerea ratei anuale a inflației acestei componente în a doua parte a intervalului de prognoză. Astfel, rata anuală a

⁷⁸ În perioada noiembrie 2021 – martie 2022, aceste prețuri au fost influențate de prevederile OUG nr. 118/2021 și OUG nr. 3/2022. Ulterior, măsurile de sprijin au fost modificate și prelungite prin OUG nr. 27/2022, până în luna martie a anului 2023.

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat



Sursa: INS, proiecție BNR

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

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2022			2023				2024
	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	14,2	13,7	12,5	10,0	12,4	7,8	6,7	6,2
Proiecție IPC*	14,3	13,8	12,7	10,0	11,9	7,3	6,3	5,7
Proiecție CORE2 ajustat	9,6	10,6	10,9	9,3	7,1	5,7	4,8	4,2

*) calculat la taxe constante

orizontul proiecției (trimestrul I 2024), principalul determinant al revizuirii dinamicii IPC este componenta „energie”, în timp ce aportul suplimentar al inflației de bază este în reducere.

Rata anuală a inflației de bază se va menține pe o traiectorie ascendentă până la finele anului curent, când va atinge 10,9 la sută, în principal sub impactul majorărilor semnificative și cu acțiune presupus persistentă a costurilor de producție de pe parcursul ultimelor trimestre, în special cele cu materiile prime agroalimentare și energia, a căror transmisie în prețurile finale s-a accelerat recent, mai vizibil în cazul grupei alimentelor procesate. Acestor influențe li se adaugă creșterea anticipațiilor inflaționiste și revizuirea la valori semnificativ mai ridicate a dinamicii prețurilor bunurilor finale din import⁸⁰. Totuși, pe parcursul intervalului de proiecție se anticipează o atenuare graduală a presiunilor din partea costurilor de producție,

inflației IPC este prognozată la nivelul de 12,5 la sută la finele anului curent, la 6,7 la sută în decembrie 2023 și la 6,2 la sută la orizontul proiecției, respectiv trimestrul I 2024 (Grafic 4.2, Tabel 4.2). Contribuția grupei „energie”⁷⁹ este anticipată la 3,7 puncte procentuale și, respectiv, 2,8 puncte procentuale la sfârșitul celor doi ani. Valorile sunt mai reduse pentru finele acestui an și, respectiv, mai ridicate pentru finalul celui următor comparativ cu cele proiectate în *Raportul anterior*. Totuși, o reducere importantă a inflației *headline* este previzibilă imediat după orizontul proiecției, la ieșirea din baza de calcul a creșterilor de prețuri la energia electrică și gazele naturale din aprilie 2023, ce exercită o influență ce persistă timp de 12 luni la nivelul ratei anuale a inflației.

Comparativ cu valorile proiectate în *Raportul asupra inflației* din luna februarie 2022, dinamica anuală a IPC se plasează la niveluri mai ridicate pe întregul interval al proiecției. În prima parte a acestuia, la revizuire contribuie în mod semnificativ inflația de bază, în special componenta de alimente procesate și, într-o mai mică măsură, și componentele exogene non-energetice (LFO, produse cu prețuri administrate, tutun, alcool). Rata inflației combustibililor a fost revizuită în sus, în contextul majorărilor rapide ale cotațiilor țițeiului, însă, pe ansamblul grupei „energie”, revizuirea este descendentă, ajutată de prelungirea schemei de plafonare a prețurilor energiei electrice și gazelor naturale la consumatorii casnici. Începând din trimestrul II 2023 și până la

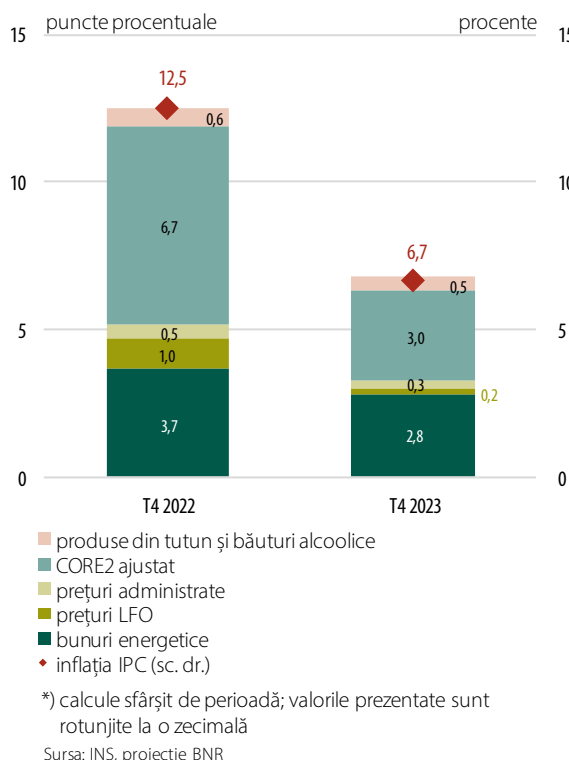
⁷⁹ Combustibili, energie electrică și gaze naturale.

⁸⁰ Aproximată pe baza ratei inflației IAPC exclusiv energie din zona euro. În termeni anuali, aceasta a accelerat până la 4,2 la sută în aprilie 2022, de la o valoare de 0,7 la sută în urmă cu un an.

sub ipoteza stabilizării și ulterior, a corecției descendente a cotațiilor produselor agroalimentare și, respectiv, a detensionării pe termen mediu a piețelor de energie. Suplimentar, prognoza deviației pozitive a PIB indică resorbirea acesteia, în timp ce dinamica prețurilor bunurilor din import se va tempera. Sub impactul acestor factori, indicele CORE2 ajustat își va diminua succesiv dinamicile lunare pe intervalul proiecției. Ca urmare, rata anuală a inflației de bază este prognozată în reducere de la începutul anului viitor, indicatorul reflectând disiparea șocurilor recente cu o întârziere specifică modului său de calcul (pe baza ultimelor 12 valori lunare). Pentru luna decembrie 2023 se anticipează că va fi atins nivelul de 4,8 la sută, iar la orizontul proiecției, trimestrul I 2024, valoarea de 4,2 la sută.

Comparativ cu *Raportul* din februarie 2022, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a suferit revizuirii ascendente ample, pe întregul interval al proiecției. Ajustarea în sus pe termen scurt are loc în principal pe fondul presiunilor mai accentuate asupra costurilor de producție, multitudinea șocurilor de ofertă manifestate la nivel global favorizând transmisia, mai rapidă decât se anticipa anterior, a acestor majorări în prețurile bunurilor și tarifele serviciilor. Revizuirii ascendente au suferit și anticipațiile inflaționiste (pe tot intervalul proiecției, deși de mai mare amplitudine pe termen scurt), precum și rata anuală a inflației din zona euro. În schimb, presiunile inflaționiste asociate excedentului de cerere au fost încă o dată revizuite la valori mai reduse, apropiate de cele neutre⁸¹.

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



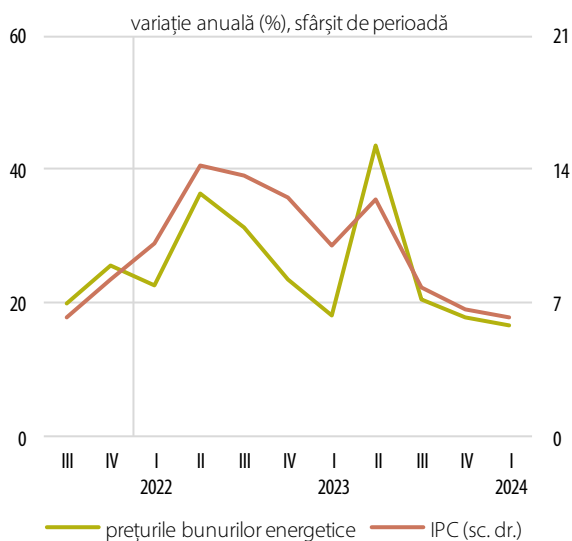
Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, tarifele la energia electrică și gazele naturale, prețurile volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor, produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este previzionată la 5,7 puncte procentuale la sfârșitul anului curent (explică 45 la sută din rata anuală a inflației) și la 3,8 puncte procentuale în decembrie 2023 (explică 56 la sută din rata anuală a inflației) (Grafic 4.3). Valorile sunt revizuite în jos și, respectiv, în sus comparativ cu cele din *Raportul* precedent, în principal ca urmare a prelungirii măsurilor de plafonare a prețurilor la energia electrică și gazele naturale și, implicit, a amânării expirării lor.

Pentru finele anului curent, o contribuție inflaționistă în creștere este atribuită și prețului combustibililor, reflectând majorarea recentă a cotațiilor țiteiului⁸² împreună cu scumpiri accentuate ale lemnului de foc. Deși marcată de ample incertitudini, traiectoria cotațiilor *futures* pentru a doua parte a intervalului de

⁸¹ Pentru detalii a se vedea Secțiunea 4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție.

⁸² Ca efect al incertitudinii ridicate privind evoluțiile economice viitoare și deteriorarea majoră a încrederii pe piețele financiare provocată de invazia Rusiei în Ucraina.

Grafic 4.4. Inflația anuală IPC și a prețurilor bunurilor energetice

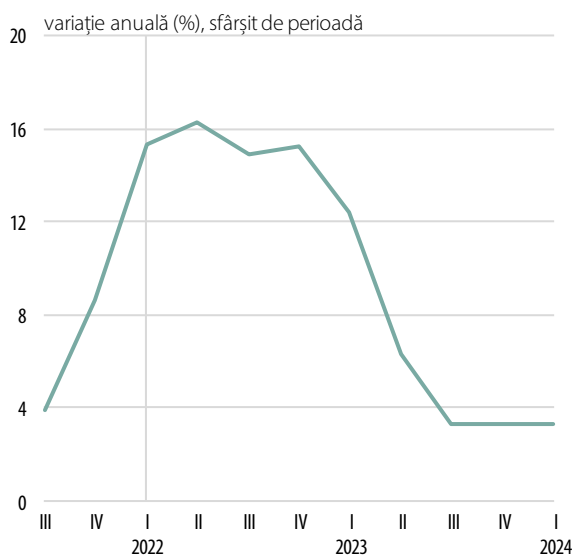


Sursa: INS, proiecție BNR

prognoză semnalează o temperare semnificativă a ratei anuale a inflației combustibililor, începând din T1 2023 până la sfârșitul intervalului de proiecție. În acest context, sunt preconizate majorări ale prețurilor bunurilor energetice de 23,6 la sută pentru finele anului curent și de 17,7 la sută pentru sfârșitul celui viitor (Grafic 4.4), o decelerare moderată a dinamicii anuale fiind anticipată abia în ultima parte a intervalului de proiecție, pe seama efectelor statistice de bază și în ipoteza dispării presiunilor inflaționiste curente. Față de *Raportul asupra inflației* precedent, rata anuală a inflației bunurilor energetice pentru sfârșitul anului curent a fost revizuită descendent cu -12,9 puncte procentuale, iar pentru decembrie 2023 a fost revizuită ascendent cu +16,2 puncte procentuale cu precădere pe fondul amânării cu un an a ieșirii din vigoare a plafonării prețurilor la gazele naturale și energia electrică.

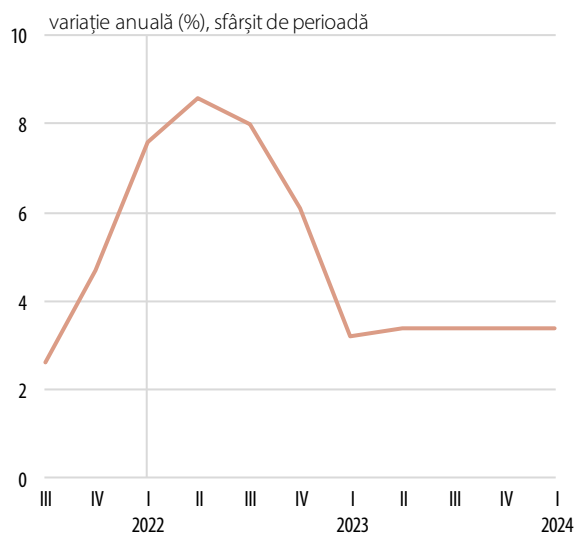
Dinamica anuală a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) este prevăzută a se poziționa la finele anilor 2022 și 2023 la nivelul de 15,2 la sută și, respectiv, 3,3 la sută (Grafic 4.5). Comparativ cu prognoza anterioară, sunt anticipate evoluții semnificativ mai nefavorabile pe parcursul anului curent (revizuire ascendentă de 10,5 puncte procentuale pentru sfârșitul anului curent), ca urmare a majorărilor prețurilor bunurilor din import și ale costurilor producătorilor interni (îngrășămintele și energia). Traectoria a fost fundamentată în ipoteza înregistrării unei producții agricole normale în ambii ani ai proiecției⁸³.

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor administrate



Sursa: INS, proiecție BNR

⁸³ Raportat la mediile multianuale calculate ale variabilei.

Scenariul de evoluție a grupeii produselor cu prețuri administrate⁸⁴ este fundamentat în principal pe baza evoluțiilor istorice și prevede creșteri anuale ale prețurilor aferente de 6,1 la sută pentru finele anului curent și 3,4 la sută pentru sfârșitul celui viitor (Grafic 4.6). Prognoza pentru anul curent reflectă majorarea recentă a costurilor de producție (în special energie, transport), valoarea previzionată pentru sfârșitul anului curent fiind revizuită în sens ascendent cu 2,0 puncte procentuale față de nivelul din *Raportul* precedent (îndeosebi ca urmare a scumpirilor mai ample ale tarifelor la apă, canal și salubritate înregistrate în prima parte a anului curent). Pentru finele anului viitor reevaluarea este marginală (-0,1 puncte procentuale). Dinamica anuală a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este prognozată la 6,8 la sută la finele anului curent și 6,2 la sută la sfârșitul anului 2023, traiectoria fiind fundamentată în principal pe baza majorărilor de acciză prevăzute în legislație, dar luând în considerare și comportamentul operatorilor din acest domeniu privind ajustarea prețului final. Față de proiecția precedentă, nivelurile au fost mai semnificativ revizuite ascendent pentru anul curent (cu 2,6 puncte procentuale în decembrie 2022), ca urmare a încorporării unei majorări a prețurilor în trimestrul II, nejustificată de ajustări ale nivelurilor accizelor la produsele din tutun și, astfel, neanticipată anterior, și marginal descendent pentru anul viitor (cu -0,1 puncte procentuale în decembrie 2023).

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

Deviația PIB

În trimestrul IV al anului 2021, PIB a consemnat o ușoară comprimare (de -0,1 la sută⁸⁶) față de cel anterior, evoluție sub așteptările formulate în *Raportul* precedent. Această dinamică este relativ dificil de explicat, în condițiile aportului pozitiv și semnificativ din partea cererii interne, doar parțial contrabalansat de cel negativ al exporturilor nete. Discrepanța statistică și variația stocurilor⁸⁷ au avut însă cumulativ o contribuție de -2,5 puncte procentuale.

Pe ansamblul anului 2021, PIB real a înregistrat o creștere de 5,9 la sută, sub valoarea prognozată în runda anterioară. Avansul PIB a avut loc pe seama absorbției interne robuste (în special a consumului final), în timp ce exporturile nete au avut un aport negativ. Creșterea economică din anul 2021 a beneficiat de efecte de bază și de reportare, dată fiind reducerea puternică a PIB real în anul 2020, pe fondul debutului pandemiei COVID-19, respectiv redresarea economică alertă din trimestrele III și IV 2020. Contribuția variației stocurilor la nivelul întregului an a fost puternic pozitivă.

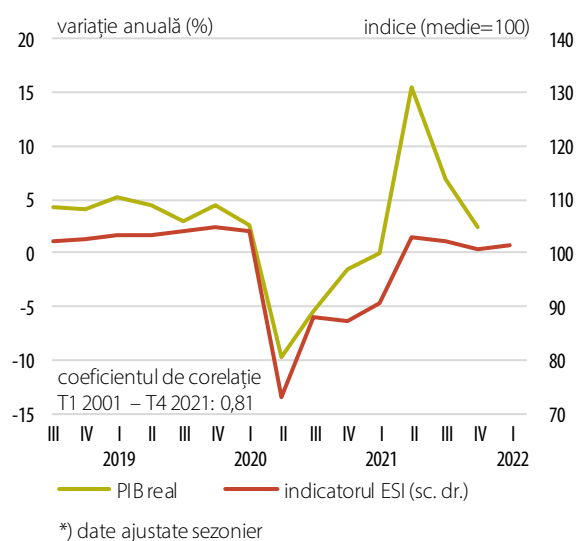
⁸⁴ Principalele produse incluse în această grupă sunt energia termică, apă, canal, salubritate și medicamentele.

⁸⁵ În absența altor precizări, variațiile procentuale trimestriale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MF, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Reuters.

⁸⁶ Comunicatul INS nr. 85 din 8 aprilie 2022.

⁸⁷ Termeni reziduali, pentru care evoluțiile istorice fac dificilă atribuirea unui conținut economic explicit. O magnitudine ridicată a acestora sugerează posibile revizuirii viitoare ale seriilor de date istorice aferente PIB și componentelor sale.

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



*) date ajustate sezonier

Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Pentru primul trimestru al anului 2022, se preconizează o creștere trimestrială moderată a PIB intern. În ianuarie și februarie, activitatea economică a beneficiat de dinamizarea producției industriale interne, în special în industria prelucrătoare, și de redresarea celei externe, pe fondul ameliorării temporare în funcționarea lanțurilor globale de producție. Acestea li s-au suprapus evoluțiile pozitive din sectorul construcțiilor, vizibile atât în dinamizarea lucrărilor efectuate, cât și a autorizațiilor de construire acordate. În luna martie 2022, ca urmare a invaziei Rusiei în Ucraina, a avut loc o deteriorare notabilă a conjuncturii, implicit și a perspectivelor privind evoluția economiei (imagine sugerată de o suită de indicatori cu frecvență ridicată privind activitatea economică internă și externă⁸⁸). Pe ansamblul trimestrului I 2022, parcursul favorabil al cererii, grevat în continuare de deteriorarea puterii de cumpărare, a fost susținut de relaxarea și, ulterior,

eliminarea restricțiilor de distanțare socială, dar și de afluxul de refugiați ucraineni (cu impact pozitiv asupra achizițiilor de produse de bază). Plasarea încrederii agenților economici la niveluri relativ ridicate (Grafic 4.7), în principal pe segmentul serviciilor, este de asemenea apreciată a fi contribuit pozitiv la creșterea economică.

În trimestrul II, este anticipată o cvasistagnare a PIB, pe fondul persistenței evoluțiilor mai puțin favorabile, induse de continuarea avansului prețurilor și de amplificarea incertitudinii, ambele având efecte de descurajare a cererii agregate din economie. În acest context, activitatea economică ar putea fi afectată de amânarea deciziilor de investiții și de consum. În același timp, este așteptată o comprimare a fluxurilor comerciale, economiile partenerilor externi fiind afectate, la rândul lor, de un grad ridicat de incertitudine⁸⁹.

Scenariul de bază al proiecției presupune că cele mai ample efecte economice ale războiului din Ucraina se vor produce în acest an, urmând să scadă treptat în intensitate în anii următori. Astfel, după avansul notabil înregistrat pe ansamblul anului trecut, creșterea economică din acest an este proiectată a încetini considerabil. Traectoria acesteia continuă apoi cu un ritm apropiat de cel al PIB potențial, fiind previzibilă, pentru anul 2023, o relativă redresare a dinamicii economiei. În structură, creșterea medie anuală a PIB este proiectată să rămână imprimată de cea a consumului gospodăriilor populației, la care se adaugă, începând cu anul următor, contribuția formării brute de capital fix. Aportul exporturilor nete în termeni reali este proiectat a fi, în termeni absoluți, de o magnitudine mult inferioară comparativ cu anii precedenți, pe fondul unei contracții preconizate a comerțului internațional.

⁸⁸ Ulterior declanșării invaziei Rusiei în Ucraina, se remarcă înrăutățirea indicatorilor privind percepția riscului (cotațiile *Option Adjusted Spread* sau căutărilor Google pentru cuvântul „criză”) sau încrederea investitorilor în economia zonei euro (indicele *Sentix*).

⁸⁹ Creșterea incertitudinii s-a observat cu precădere în sectorul industriei prelucrătoare, deteriorarea fiind comparabilă cu cea observată la momentul declanșării crizei pandemice. Pentru detalii a se consulta secțiunea „Uncertainty Indicators”, *website*-ul Comisiei Europene.

Influențe nefavorabile substanțiale, cu impact asupra tuturor componentelor cererii agregate, sunt generate de majorarea costurilor cu materiile prime și cu energia, amplificate de desfășurarea războiului din Ucraina. În sens favorabil este de așteptat să acționeze, pe ansamblul intervalului de prognoză, factori precum redresarea economiilor partenerilor externi (în ipoteza unei detensionări relativ rapide a conflictului militar) sau atragerea de fonduri europene din surse multiple⁹⁰ (inclusiv prin programul „Next Generation EU”, în care alocarea de fonduri este condiționată de îndeplinirea cu strictețe a unor ținte și jaloane).

Față de proiecția aferentă *Raportului asupra inflației* din luna februarie, au fost revizuite descendent ritmurile de creștere a economiei atât pentru anul 2022, cât și 2023. Modificările, dintre care cea aferentă anului curent este mai însemnată, reflectă deteriorarea cererii partenerilor externi, escaladarea incertitudinii și răsfrângerea acesteia asupra deciziilor de consum și investiții ale agenților economici, precum și înăsprirea generalizată a condițiilor de finanțare. Pe acest fond, atât dinamica PIB potențial, cât și profilul deviației PIB au fost revizuite în jos față de *Raportul* anterior.

În condițiile conflictului militar, ce se prefigurează a ocaziona și unele efecte economice inclusiv pe termen mediu și lung (prin implicațiile generate de riscul unei fragmentări, posibil de durată, a economiei mondiale ce ar putea afecta fluxurile de investiții destinate economiilor emergente), ritmurile anuale proiectate de creștere al PIB potențial au fost reevaluate în sens descendent față de *Raportul* anterior. Reconfigurarea survine pe fondul impactului advers asupra stocului de capital și al productivității totale a factorilor (în cazul acesteia, preconizat mai cu seamă pe termen scurt), în timp ce revizuirea contribuției forței de muncă este marginală.

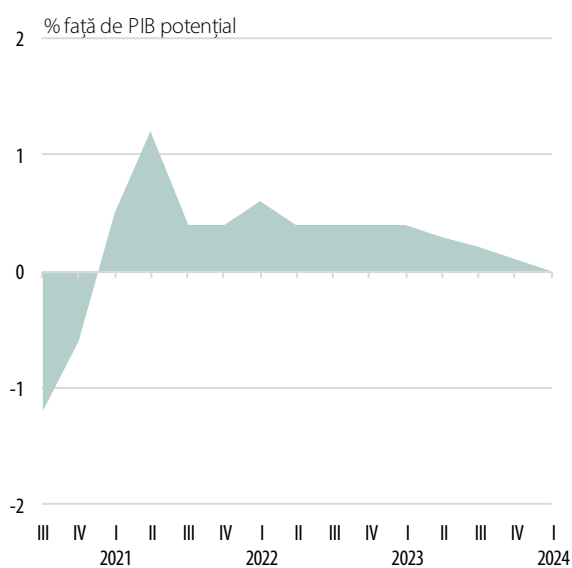
Încrederea agenților economici privind evoluția mediului investițional este periclitată de escaladarea incertitudinii cu privire atât la durata și consecințele războiului, cât și la problemele legate de securitatea energetică a țărilor cu o dependență ridicată de livrările de petrol și gaze din Rusia. Un motiv suplimentar de îngrijorare este reprezentat de persistența blocajelor în lanțurile globale de producție și aprovizionare. Astfel, cel puțin pe termen scurt, continuarea proiectelor în curs și angajarea unora noi sunt condiționate de volumul în care vor fi atrase fondurile europene, provenind din surse multiple. Suplimentar, acumularea stocului de capital este evaluată să resimtă pe parcursul anului curent și revizuirea în sens descendent a dinamicii fluxurilor de investiții. Când privește forța de muncă, preconizarea unei contribuții relativ stabile a acesteia reflectă tendințele favorabile ale ratei de activitate și ale numărului de ore lucrate pe angajat, atenuate de o deteriorare a ratei șomajului în acest an, în paralel cu încetinirea de ritm a economiei. Pe termen mai lung, în sens nefavorabil sunt preconizate să acționeze evoluțiile demografice din România, în particular, anticiparea unui ritm alert de scădere a populației în vârstă de muncă. Aportul trendului productivității totale a factorilor de producție (TFP) reflectă eforturile de adaptare a capacităților productive și cele de continuare a digitalizării⁹¹, posibil impulsionate de

⁹⁰ Cadru financiar multianual 2021-2027, programul „Next Generation EU” (2021-2026), prelungirea (derogatorie) a absorbției în Cadru financiar multianual 2014-2020.

⁹¹ Aprecieri formulate pe baza studiului „Digitalizarea în companiile din România” (octombrie 2021), MKOR Consulting. Totuși, *Raportul* din 2021 cu privire la Indicele economiei și societății digitale (DESI) încă plasează România pe ultima poziție în cadrul UE, cu un nivel peste medie doar în sectorul Conectivitate.

caracteristica acestui război de a avea și o componentă cibernetică. Contextul economic face prioritară eficientizarea utilizării resurselor și accelerarea tranziției la o economie verde, proces în special favorizat de absorbția de fonduri europene prin intermediul programului „Next Generation EU”. Pe termen mediu și lung, în ipoteza curentă a detensionării relativ rapide a conflictului militar, traiectoria PIB potențial este proiectată a continua cu ritmuri robuste. Totuși, cuantificarea cu exactitate a impactului economic devine dificilă în condițiile în care nu pot fi anticipate în totalitate efectele directe și indirecte ale sancțiunilor impuse Rusiei, precum și întregul set de sancțiuni ce ar urma să vizeze slăbirea capacității Rusiei de a continua și extinde conflictul.

Grafic 4.8. Deviația PIB



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

Profilul deviației PIB (Grafic 4.8) a fost reevaluat în jos față de *Raportul* precedent pe întregul interval de prognoză. În contextul multiplelor șocuri nefavorabile cu impact asupra cererii agregate, excesul de cerere se plasează în prima parte a acestui an la valori deja scăzute. Ulterior, pe fondul normalizării politicii monetare și al consolidării fiscale, pe termen mediu, *gap*-ul PIB se va resorbi până la orizontul prognozei⁹², respectiv trimestrul I 2024, când este proiectat a deveni cvasineutru (0,1 la sută). Diferențele față de *Raportul* precedent sunt notabile începând cu trimestrul II 2022, reflectând revizuirea perspectivelor pe termen scurt ale economiei, anticipată a suferi o încetinire majoră în acest an. În contextul evoluțiilor externe extrem de nefavorabile, este de consemnat, pe parcursul anului curent, și reevaluarea descendentă a aportului provenit din partea cererii partenerilor comerciali externi, cu impact, la rândul său, de corecție a *gap*-ului PIB intern.

Componentele cererii agregate

În anul 2022, ritmul mediu anual de creștere a consumului final este anticipat să decelereze comparativ cu valoarea înregistrată în anul precedent, evoluția componentei fiind antrenată de contribuția consumului individual al gospodăriilor populației. Atenuarea de ritm survine pe fondul escaladării incertitudinii din economie și al continuării erodării puterii de cumpărare a gospodăriilor populației. Deteriorarea veniturii disponibil al acestora este atenuată de prelungirea în intervalul 1 aprilie 2022 – 31 martie 2023 a măsurilor de plafonare a prețurilor energiei electrice și ale gazelor naturale. În același sens produc efecte și măsurile sociale adoptate în primul trimestru al anului curent ce au vizat categorii de populație cu o înclinație mai ridicată spre consum⁹³. Evoluția consumului gospodăriilor, preconizată a se dinamiza ușor pe parcursul anului următor, rămâne totuși grevată de perspectivele incerte atât

⁹² Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este imprimată de cea a consumului final, la care se adaugă, pe parcursul anului următor, cea a FBCF. Deviațiile exporturilor și ale importurilor exercită o contribuție netă negativă, în curs de atenuare.

⁹³ În luna ianuarie 2022 au fost implementate: (i) creșterea punctului de pensie cu 10 la sută; (ii) majorarea cu 25 la sută a pensiei minime; (iii) creșterea salariului minim brut pe țară cu 10,9 la sută, de la 2 300 de lei la 2 550 de lei; (iv) acordarea unei indemnizații cu caracter singular persoanelor având pensia mai mică sau egală cu 1 600 de lei.

pe plan intern, cât și extern cu privire la persistența crizei energetice, precum și a majorărilor de prețuri, propagate pe întregul lanț de producție.

Pe parcursul anului curent, formarea brută de capital fix este proiectată a rămâne, la un nivel, pe ansamblu, apropiat de cel din anul precedent, traiectoria⁹⁴ fiind grevată de impactul puseului de incertitudine indus de conflictul militar de la granița României. Suplimentar, persistența sincopelor din lanțurile globale de valoare adăugată a generat, prin intermediul majorării prețurilor materiilor prime și al problemelor legate de aprovizionare, anumite blocaje inclusiv în sectorul construcțiilor. Totodată, efecte adverse ce ar putea conduce la erodarea în perspectivă a traiectoriei investițiilor pot proveni din partea unei posibile încetiniri a activității în industrie, mai ales în situația unei prelungiri a ritmurilor ridicate de creștere a prețurilor la energie, cu potențial de agravare în eventualitatea extinderii sancțiunilor economice și asupra importurilor de energie din Rusia. Pe termen mediu, continuă să rămână foarte plauzibilă impulsivitatea formării brute de capital fix ca urmare a debutului încă din acest an al atragerii de fonduri din programul „Next Generation EU”, care beneficiază de alocări extrem de generoase inclusiv pentru finanțarea reformelor structurale.

În plan extern, după avansul alert din anul 2021 (reflectând inclusiv importante efecte de bază, dar și o cerere de bunuri în creștere), dinamicele în termeni reali ale exporturilor și importurilor sunt proiectate în decelerare în 2022-2023, determinând o contribuție a exporturilor nete la creșterea PIB în termeni absoluți, de o magnitudine mult inferioară comparativ cu anii precedenți. Efecte adverse indirecte substanțiale ar putea fi generate, în contextul incertitudinii ridicate cu privire la desfășurarea invaziei Rusiei în Ucraina, prin intermediul canalului comercial, dat fiind rolul jucat de cele două țări în producția globală a unor metale și subcomponente, în pofida unor ponderi relativ reduse ale importurilor/exporturilor directe din/către cele două state⁹⁵. Suplimentar, efecte persistente⁹⁶ asupra fluxurilor comerciale continuă să fie imprimare de funcționarea cu dificultate a lanțurilor internaționale de valoare adăugată⁹⁷, care a creat deja perturbări ample în comerțul internațional. În plus, se prefigurează și plasarea la niveluri reduse a stocurilor unor bunuri intermediare utilizate intensiv în industrie precum cea auto sau a echipamentelor electrice, influențate inclusiv de măsurile de carantină extrem de stricte aplicate în China.

Astfel, exporturile de bunuri și servicii sunt evaluate a fi afectate, în special pe parcursul anului curent, de impactul creșterii generalizate a prețurilor unei game extinse de materii prime și al unei încetiniri a cererii din partea partenerilor externi.

⁹⁴ Prognoza dinamicii medii anuale a FBCF în anul 2022 înglobează, de asemenea, și un efect de reportare (engl. *carry-over*) cuantificat la -4,7 puncte procentuale, în contextul contracțiilor semnificative din a doua jumătate a anului 2021.

⁹⁵ Raportat la totalul general al importurilor României (cuprinzând, astfel și restul categoriilor de bunuri), grupa combustibililor având sursă directă Rusia a înregistrat, în decursul anului 2021, o pondere de circa 2,4 la sută. Această valoare reflectă expunerea directă, așa cum este reflectată în statisticile oficiale, față de această țară, fără a surprinde însă potențiale lanțuri globale de distribuție care implică comerțul internațional cu Rusia. O serie de efecte adverse cu impact semnificativ ar putea afecta companiile domestice care dețin ponderi importante în domeniile lor de activitate și au acționariat rusesc.

⁹⁶ Este dificil de anticipat momentul în care ar urma să se detensioneze mai semnificativ problemele din lanțurile globale de producție și distribuție, ulterior căruia ar fi probabilă o reimpulsivare a componentelor din balanța comercială care tradițional au înregistrat surplusuri în relația cu partenerii externi. De exemplu, cea mai recentă prognoza pentru zona euro a BCE (martie 2022) prevede dispariția doar graduală a blocajelor de distribuție, începând cu a doua jumătate a anului 2022, mai târziu cu un trimestru decât se anticipase în prognoza anterioară (publicată în luna decembrie 2021).

⁹⁷ Anticipate a fi afectate și de costurile ridicate ale transportului maritim comparativ cu perioada pre-pandemică, în ciuda temperaturii parțiale a acestora din prima parte a anului curent.

Pe termen mediu, componenta beneficiază totuși de perspectivele privind redresarea cererii externe efective (condiționate însă de disiparea treptată a problemelor din lanțurile globale induse de conflictul militar din Ucraina), în timp ce cursul de schimb real efectiv este anticipat a-și accentua efectul restrictiv asupra competitivității prin preț a produselor românești. La acest orizont, un aport favorabil la creșterea productivității și implicit a competitivității l-ar putea avea atragerea de fonduri europene (în special prin intermediul programului „Next Generation EU”). Importurile reale de bunuri și servicii sunt anticipate, de asemenea, să înregistreze ritmuri anuale de creștere consistente (însă mai reduse comparativ cu anul 2021), reflectând evoluțiile componentelor cererii agregate și, respectiv, ale exporturilor, prin efectul de antrenare.

În anul 2021, ponderea deficitului de cont curent în PIB a înregistrat o deteriorare până la 7 la sută (față de 5 la sută în anul 2020). Pentru anul 2022, scenariul de bază al prognozei prefigurează depășirea marginală a nivelului din 2021. Această evoluție este atribuită îndeosebi balanței valorice a bunurilor, anticipată a recepta influențe adverse asociate prețurilor bunurilor din import, în contextul amplificării sincopelor din lanțurile globale de valoare adăugată. Totuși, efecte potențial favorabile sunt asociate bunurilor pentru care România și-a păstrat poziția de exportator net (de exemplu, cereale, o materie primă a cărei producție și distribuție au fost serios afectate de războiul din Ucraina). Pe termen mediu, dezechilibrul extern este anticipat a rămâne poziționat la valori de peste 6 la sută din PIB, prefigurându-se însă o îmbunătățire graduală, favorizată inclusiv de avansul procesului de consolidare fiscală, dar și de ipoteza detensionării problemelor din lanțurile globale de producție și distribuție.

Deficitul de cont curent este evaluat a rămâne doar parțial finanțat prin fluxuri stabile, non-generatoare de datorie externă, pe întregul interval al proiecției. Volumul intrărilor de investiții străine directe, exprimate ca pondere în PIB, va resimți, cel mai probabil, tensiunile induse de desfășurarea conflictului militar la granița României, ceea ce va eroda, într-o anumită măsură, încrederea investitorilor, fenomen tipic, de altfel, perioadelor de turbulențe în plan economic și geopolitic. Cu toate acestea, pe termen mediu, se proiectează o redresare a investițiilor directe, reflectând un climat investițional îmbunătățit în paralel cu avansul diferitelor programe europene (în special cele asumate de autorități în PNRR). În același timp, perspective favorabile sunt asociate transferurilor de capital, pe fondul suprapunerii atragerii de fonduri europene din surse multiple: cadrele financiare multianuale (2014-2020 și 2021-2027) și, respectiv, programul „Next Generation EU”.

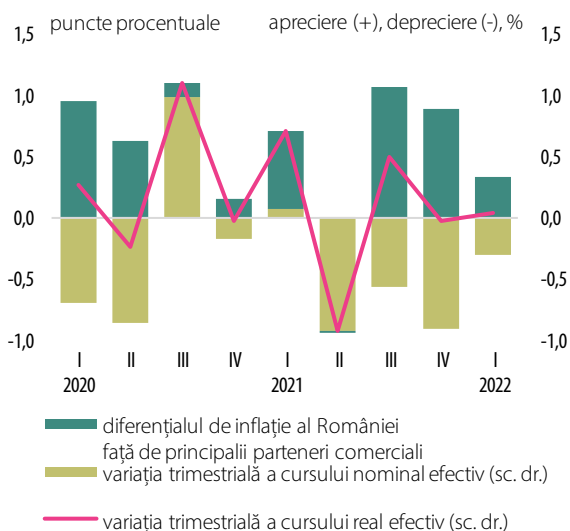
Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul cumulat asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor în lei și în valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebancași și al evoluției cursului de schimb real efectiv⁹⁸

⁹⁸ 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.

al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici⁹⁹.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

Reflectând procesul de normalizare treptată a conduitei politicii monetare, scenariul de bază al prognozei prevede reducerea graduală a caracterului stimulat al condițiilor monetare reale în sens larg pe parcursul anului curent și la începutul celui următor. Ulterior, până la orizontul prognozei, condițiile monetare reale în sens larg se vor menține la valori restrictive.

În structură, ratele reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și la depozitele noi la termen sunt anticipate a avea un impact cumulat stimulat, în principal pe seama creșterii așteptărilor privind inflația. Însă, pe parcurs, impactul stimulat al ratelor reale ale dobânzilor se va eroda treptat, până la valori neutre la orizontul prognozei, pe fondul încorporării efectului deciziilor anterioare de politică monetară și al reducerii anticipațiilor de inflație. Componenta aferentă cursului de schimb real efectiv (Grafic 4.9)

este estimată a exercita, prin intermediul canalului exporturilor nete, o contribuție restrictivă în accentuare până în trimestrul al doilea al anului viitor, iar ulterior în atenuare. Păstrarea caracterului restrictiv al deviației cursului de schimb real efectiv are loc în contextul aprecierii în termeni reali a monedei naționale, asociată efectului dominant al poziționării ratei interne a inflației peste cea a partenerilor comerciali din zona euro.

Aportul stimulat al efectului de avuție și de bilanț este evaluat a se disipa treptat pe parcursul următoarelor trimestre, devenind neutru de la jumătatea anului 2023. În structură, dinamica acestuia va fi determinată de creșterea ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni), pe fondul reducerii treptate a anticipațiilor de inflație din zona euro, dar și al normalizării conduitei politicii monetare a BCE. Prima de risc suveran exercită un impact restrictiv, poziționarea indicatorului reflectând îngrijorările generate de proximitatea geografică a României cu zona de conflict. În același timp, persistă vulnerabilitățile asociate deficitelor bugetare și de cont curent, care se mențin la valori ridicate. Efectul dinamicii deviației cursului de schimb real efectiv al leului este cvasineutru.

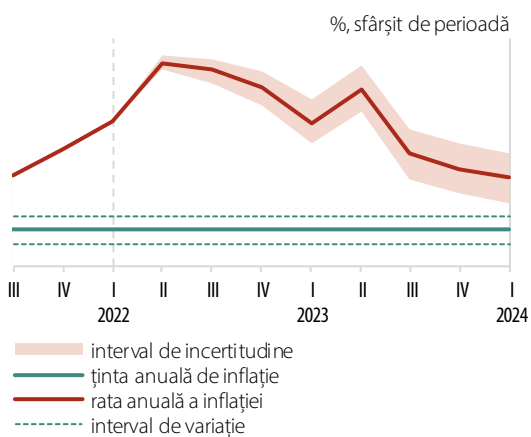
Conduita politicii monetare a BNR urmărește ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, precum și stimularea economisirii prin creșterea ratelor dobânzilor bancare, în vederea readucerii durabile a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile, în contextul procesului de consolidare fiscală.

⁹⁹ 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.

4.4. Riscuri asociate proiecției

Odată cu invazia Ucrainei de către Rusia, riscurile și, mai ales, incertitudinile la adresa proiecției macroeconomice au căpătat un caracter neuzual de pronunțat, în condițiile în care asistăm la cel mai amplu conflict militar din Europa de după cel de-al Doilea Război Mondial. Pe acest fond, se prefigurează o multitudine de șocuri, de natură să conducă la efecte divergente asupra ratei anuale a inflației și activității economice, însă multiplele necunoscute privind evoluția viitoare a conflictului fac dificilă la acest moment o evaluare cantitativă riguroasă a acestora.

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



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

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

În actuala conjunctură, marcată, pe de o parte, de materializarea unor factori de risc menționați în *Raportul* anterior, iar pe de altă parte, de apariția unor noi surse ample de incertitudine induse de conflictul militar din Ucraina, balanța riscurilor la adresa ratei anuale a inflației IPC continuă să rămână înclinată în sus față de valorile proiectate în scenariul de bază (Grafic 4.10). Totuși, pe un orizont temporal mai lung, deși sunt posibile noi puseuri inflaționiste decurgând, de exemplu, din extinderea sancțiunilor impuse Rusiei, o anumită calmare a presiunilor asupra ratei anuale a inflației ar putea reflecta, pe de o parte, o eventuală decelerare mai substanțială a cererii agregate, iar pe de altă parte, o majorare a ofertei anumitor categorii de produse actualmente deficitare ca răspuns la nivelurile ridicate ale prețurilor acestora.

Mediul inflaționist pronunțat imprimă presiuni de majorare a costurilor de producție ale companiilor

(energie, alte materii prime alimentare și non-alimentare, transport). Este de așteptat ca acestea să continue să fie transferate și asupra prețurilor finale. În cazul în care, așa cum o indică comportamentul observat anterior de formare a prețurilor în economia românească, transmisia va avea loc pe parcursul mai multor luni, este probabil ca impactul asupra inflației să fie unul ceva mai persistent.

Un canal important de transmisie este cel al creșterilor de prețuri la energie, în condițiile în care Rusia deține o pondere semnificativă în producția globală a acestor bunuri (cu precădere cea a gazelor naturale)¹⁰⁰. Este dificil de anticipat la acest moment în ce măsură setul de sancțiuni impuse de comunitatea internațională ar face posibilă o substituție în proporție ridicată a gazului și petrolului rusesc, dificultatea acestuia fiind direct proporțională cu gradul de dependență energetică a importatorilor. În cazul României, una dintre cele mai puțin dependente economii europene de importul de energie, până la suplimentarea producției interne de gaze naturale, nu ar fi excluse noi prelungiri ale schemelor de sprijin economic și ulterior lunii martie 2023.

¹⁰⁰ La nivel european, Comisia Europeană a propus un plan (REPowerEU) menit să asigure independența Europei de combustibilii fosili din Rusia înainte de anul 2030, începând cu gazele naturale. La scurt timp după Comunicarea privind planul REPowerEU, Comisia a prezentat o propunere legislativă prin care introduce obligația în rândul țărilor membre ale Uniunii Europene de a stoca gaze naturale la un nivel minim de 80 la sută pentru iarna anului curent și de 90 la sută pentru anii următori. Mai multe detalii sunt disponibile la adresa: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/ro/IP_22_1936

Într-o astfel de eventualitate, traiectoria pe termen mediu a ratei anuale a inflației IPC s-ar putea corecta la valori semnificativ mai reduse celor proiectate în scenariul de bază, probabil încadrate în intervalul țintei de inflație.

Incertitudini ridicate sunt de asemenea asociate embargoului țărilor europene asupra importurilor de petrol rusec și etapelor de implementare ale acestuia, care ar putea ocaziona noi escaladări ale prețului internațional al materiei prime. Cu toate acestea, piața petrolului nu este supusă în totalitate doar riscurilor cu potențial de inflamare a prețului acestuia. De exemplu, o încetinire peste așteptări a economiei chineze, prin efectul asupra cererii globale de petrol, ar putea atenua, posibil chiar semnificativ, riscurile de escaladare a acestei piețe.

În același timp, un alt canal important de propagare a șocurilor adverse este cel al cotațiilor materiilor prime non-energetice. Sincopile în lanțurile globale de producție și distribuție ar putea persista pentru mai mult timp și chiar amplifica, în contextul sancțiunilor impuse comerțului internațional cu Rusia, al reacției de răspuns la acestea din partea autorităților ruse, dar și al tensionării situației medicale din China, care ar putea avea ca efect diminuarea ofertei de diverse produse finite și semifinite și întâzieri în livrări, similare sau chiar mai ample celor observate în timpul pandemiei.

Astfel, cotațiile bunurilor agroalimentare ar putea fi influențate atât de șocuri ample de natura ofertei, cât și de o posibilă accentuare a crizei îngrășămintelor, inclusiv ca urmare a majorării prețurilor la energie. În plus, în contextul incertitudinilor privind însămânțarea la timp a terenurilor agricole din Ucraina, al celor privind condițiile meteorologice, dar și, în perspectivă, al fluidității rutelor de transport tradiționale, am putea asista la o diminuare a ofertei de produse agricole din sezonul următor, cu efecte persistente asupra prețurilor acestora.

Astfel de presiuni inflaționiste generalizate ar putea reclama adoptarea unor noi măsuri de sprijin ori, după caz, prelungirea (în cazul produselor energetice) a schemelor existente. Pachetele suplimentare de stimuli, în cazul finanțării din surse interne a acestora, ar intra în opoziție cu nevoia continuării într-un ritm ambițios a corecției deficitului bugetar, având ca termen de finalizare anul 2024. În contextul războiului din Ucraina și al dificultății de a anticipa durata și consecințele acestuia, implicit cuantumul total reclamat al efortului bugetar, nu ar fi exclusă o nouă flexibilizare a regulilor fiscale pe plan european, de natură a implica, în cazul României, menținerea deficitelor bugetare la valori ridicate pe o perioadă mai lungă de timp, ce ar implica o accentuare a vulnerabilităților de la nivel macroeconomic.

Presiunile asupra bugetului ar putea fi însă parțial degrevate de o absorbție îmbunătățită a fondurilor europene. Posibile evoluții favorabile ar putea fi induse de flexibilizarea recentă a normelor aplicabile politicii de coeziune aferente cadrului financiar multianual 2014-2020. Totuși, rămân relevante incertitudinile privind performanța PNRR, condiționată atât de îndeplinirea cu strictețe a unor ținte și jaloane, cât și de realizarea unei repartizări optimale în timp a acestor cheltuieli, dată fiind natura preponderent investițională a acestora, în paralel necesității de finalizare a proiectelor finanțate până la orizontul anului 2026.

Războiul din Ucraina are un impact advers inclusiv asupra pieței muncii. Îndeosebi pe termen imediat, evoluțiile viitoare ale acesteia sunt grevate de efecte directe, dar și indirecte ale războiului. Erodarea puterii de cumpărare de către creșterile generalizate de prețuri ar putea exercita presiuni ascendente asupra nivelului salariilor (deși diferențiate ca magnitudine în funcție de sectorul de activitate). Pe termen mediu, este posibilă exacerbarea penuriei de forță de muncă calificată în anumite sectoare.

Similar mediului intern, și evoluțiile economiilor externe stau sub spectrul implicațiilor adverse asociate conflictului militar declanșat de Rusia în Ucraina. În eventualitatea trenării acestuia și al exacerbării tensiunilor geopolitice, cererea externă ar putea suferi reconfigurări descendente de și mai mare amploare. Pe termen mediu și lung, există și riscul unei fragmentări a economiei mondiale. Totuși, influențe favorabile sunt asociate implementării pachetelor de stimuli economici la nivel european și la cel al economiei SUA. Incertitudini sunt de asemenea asociate ritmului procesului de normalizare a conduitei politicii monetare a băncilor centrale majore și a celor ale economiilor emergente în contextul presiunilor inflaționiste generalizate.

Un risc care însă și-a atenuat în ultima perioadă relevanța se referă la evoluțiile din plan sanitar. Detensionarea crizei de sănătate publică a fost urmată la scurt timp de ridicarea stării de alertă pe plan intern și, odată cu aceasta, a tuturor restricțiilor de distanțare socială aferente. Totuși, în continuare planează incertitudini cu privire la o posibilă recrudescență a pandemiei.

Abrevieri

ANOFM	Agenția Națională pentru Ocuparea Forței de Muncă
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
BRM	Bursa Română de Mărfuri
CE	Comisia Europeană
CNIPMMR	Consiliul Național al Întreprinderilor Private Mici și Mijlocii din România
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FAO	Organizația Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IRCC	indicele de referință pentru creditele consumatorilor
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MF	Ministerul Finanțelor
OCDE	Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică
ON	<i>overnight</i>
OPCOM	Operatorul Pieței de Energie Electrică și de Gaze Naturale
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
PNRR	Planul Național de Redresare și Reziliență
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TFP	productivitatea totală a factorilor de producție
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
1W	o săptămână
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

Lista tabelelor din text

Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	43
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	44
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	49
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației IPC și CORE2 ajustat în scenariul de bază	56

Lista graficelor din text

	Prognoza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	15
Grafic 1.2	Dependența de importuri în anul 2021	16
Grafic 1.3	Cotațiile bunurilor energetice pe piețele europene	16
Grafic 1.4	Contribuția energiei și a schemei de sprijin la inflația IPC – martie 2022	17
Grafic 1.5	Componentele inflației de bază CORE2 ajustat	17
Grafic 1.6	Evoluția prețurilor principalelor componente ale inflației de bază CORE2 ajustat	18
Grafic 1.7	Anticipații privind evoluția prețurilor	18
Grafic 1.8	IAPC mediu anual	19
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	20
Grafic 2.2	Consumul populației și așteptările operatorilor din comerț și servicii	21
Grafic 2.3	Investiții exclusiv construcții	22
Grafic 2.4	Construcții	23
Grafic 2.5	Comerț exterior	23
Grafic 2.6	Contribuții la adâncirea deficitului comercial	24
Grafic 2.7	Contul curent și principalele componente	24
Grafic 2.8	Productivitatea muncii în economie	25
Grafic 2.9	Planurile de investiții ale companiilor locale în contextul războiului din Ucraina	25
Grafic 2.10	Efectivul salariaților din economie	26
Grafic 2.11	Gradul de tensionare/relaxare a pieței muncii	27
Grafic 2.12	Contribuția factorilor determinanți la dinamica salariului mediu brut pe economie	28
Grafic 2.13	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	29
Grafic 2.14	Prețurile producției industriale pentru piața internă	30
Grafic 2.15	Prețurile producției agricole	31
Grafic 2.16	Costurile unitare cu forța de muncă	32
Grafic 2.17	Costurile unitare salariale în industrie	32
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	34

Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	40
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	41
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	42
Grafic 3.5	Cursul de schimb nominal	43
Grafic 3.6	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	44
Grafic 3.7	Principalele componente ale masei monetare	45
Grafic 3.8	Creditul acordat sectorului privat pe monede	46
Grafic 3.9	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	46
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	50
Caseta		
Grafic A	Posibile implicații ale invaziei Rusiei în Ucraina	51
Grafic B	Dependența de importuri în cazul consumului de bunuri energetice în anul 2020	52
Grafic C	Stocul de ISD în România după țara de origine în anul 2020	52
Grafic D	Rata anuală a inflației IPC în scenariul advers comparativ cu scenariul de bază	54
Grafic 4.2	Proгноza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat	56
Grafic 4.3	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC	57
Grafic 4.4	Inflația anuală IPC și a prețurilor bunurilor energetice	58
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor LFO	58
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor administrate	58
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	60
Grafic 4.8	Deviația PIB	62
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	65
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	66

