

BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației

februarie 2023

Anul XIX, nr. 71

Raport asupra inflației

Februarie 2023

NOTE

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

Sursa datelor statistice utilizate la realizarea graficelor și a 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 9 februarie 2023, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 3 februarie 2023.

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

Cuprins

Sinteză	7
<hr/>	
1. Evoluția inflației	15
Caseta 1. Inflația alimentelor procesate: o analiză a evoluțiilor recente	18
<hr/>	
2. Evoluții ale activității economice	22
1. Cererea și oferta	22
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	29
2.1. Prețurile de import	30
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	31
<hr/>	
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	43
2.3. Moneda și creditul	45
<hr/>	
4. Perspectivele inflației	48
Scenariul de bază	48
4.1. Ipoteze externe	48
4.2. Perspectivele inflației	50
Caseta 2. Evaluarea acurateții prognozelor macroeconomice pentru rata anuală a inflației IPC în decembrie 2022	54
4.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	58
4.4. Riscuri asociate proiecției	64
<hr/>	
Abrevieri	67
Lista tabelor din text	68
Lista graficelor din text	68

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC a avansat marginal în ultimul trimestru din 2022 și a încheiat anul la 16,37 la sută (cu 0,49 puncte procentuale peste dinamica înregistrată la finele trimestrului III), luna noiembrie consemnând punctul de maxim al acestui ciclu (16,76 la sută). Valoarea atinsă la finele anului trecut a fost doar ușor superioară proiecției de 16,3 la sută din precedentul *Raport asupra inflației*. Evoluția prețurilor a fost facilitată de o anumită detensionare a piețelor de energie, într-un context internațional și intern caracterizat de moderarea cererii agregate. Astfel, singura contribuție notabilă în sens dezinflaționist de pe parcursul trimestrului IV 2022 a revenit segmentului combustibililor, evoluție determinată de scăderea prețului petrolului Brent, de măsura guvernamentală de compensare a prețului carburanților, de decizia de plafonare a prețului lemnului de foc, dar și de efecte de bază favorabile, date fiind prețurile ridicate ale energiei din 2021. Influențe dezinflaționiste pe segmentul energetic au continuat să exercite și măsurile de plafonare a prețurilor la electricitate și gaze naturale. În contrast cu atenuarea traiectoriei ascendente a indicatorului *headline*, dinamica anuală a inflației de bază a crescut alert, până la 14,6 la sută, de la 11,9 la sută în luna septembrie. Rata medie anuală a inflației și-a continuat parcursul ascendent și în trimestrul IV, atingând 13,8 la sută în cazul indicatorului determinat conform metodologiei naționale și 12 la sută pentru indicatorul calculat conform structurii armonizate (+2 puncte procentuale și, respectiv, +1,8 puncte procentuale, față de sfârșitul trimestrului III). Astfel, ecartul față de media UE s-a majorat la 2,8 puncte procentuale, însă rata inflației din România se plasează sub nivelul înregistrat de majoritatea statelor din regiune (Bulgaria, Polonia, Cehia, Ungaria, Letonia, Lituania și Estonia).

Spre deosebire de trimestrele precedente, în intervalul analizat, avansul de 2,7 puncte procentuale al ratei anuale a inflației CORE2 ajustat (până la 14,6 la sută în decembrie) a fost determinat de presiuni generalizate asupra costurilor de producție, resimțite la nivelul tuturor celor trei subindici principali ai acesteia. Transmisia costurilor cu materiile prime și materialele, utilitățile și forța de muncă a fost, similar perioadelor anterioare, favorizată de persistența excedentului de cerere agregată din economie și, respectiv, de menținerea la niveluri ridicate pe termen scurt a așteptărilor privind inflația ale agenților economici. În cazul alimentelor procesate, principalele presiuni inflaționiste au continuat să fie asociate șocurilor de ofertă – seceta din lunile de vară și reapariția focarelor de pestă porcină și gripă aviară la nivel comunitar. Factori inflaționisti specifici celorlalte două componente ale indicelui CORE2 ajustat au constat în creșteri sezoniere de prețuri caracteristice lunilor de toamnă (în cazul bunurilor nealimentare) și, respectiv, o majorare a tarifelor RCA în luna noiembrie (în cazul serviciilor).

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe total economie a consemnat o accelerare semnificativă în trimestrul III 2022, atingând 10,6 la sută, față de 5,6 la sută în trimestrul anterior. Intensificarea de ritm a fost determinată de creșterea alertă a remunerării salariaților (14,9 la sută), însoțită de o reducere a dinamicii productivității muncii (până la 3,9 la sută), indicând acumularea de presiuni. În industrie, rata anuală a costurilor salariale unitare și-a continuat traiectoria ascendentă observată pe parcursul anului 2022, urcând până la 18,9 la sută în intervalul octombrie-noiembrie (față de 15,8 la sută în trimestrul III, respectiv 12,6 la sută în semestrul I). Ramurile energointensive, precum industria metalurgică sau cea chimică, au consemnat în continuare variații semnificativ mai ample decât media (peste 50 la sută). De asemenea, dinamici ridicate (între 20 la sută și 35 la sută) s-au înregistrat și în cazul industriei de fabricare a maselor plastice, a echipamentelor electrice, în industria mineralelor nemetalice, în prelucrarea lemnului și în construcțiile metalice, sectoare unde energia reprezintă un input relativ important în procesul de producție.

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

În ședința din 8 noiembrie 2022, Consiliul de administrație al BNR a hotărât majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,75 la sută pe an, de la 6,25 la sută, și păstrarea controlului ferm asupra lichidității de pe piața monetară. Ratele dobânzilor facilităților permanente au fost ajustate în mod simetric la 5,75 la sută pe an în cazul celei de depozit și la 7,75 la sută pe an în cazul celei de creditare. Rata anuală a inflației a crescut în luna septembrie peste nivelul prognozat, în principal sub influența continuării scumpirii alimentelor procesate și a energiei electrice, contrabalansată doar parțial de ieftinirea combustibililor, pe fondul scăderii cotației petrolului. Totuși, creșterea din trimestrul III a fost mult mai modestă decât în trimestrele precedente, în condițiile descreșterii dinamicii agregate a componentelor exogene ale IPC pe ansamblul intervalului, cu precădere ca efect al scăderii prețului combustibililor, inclusiv ca urmare a compensării prețului carburanților. La rândul său, în trimestrul III, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a continuat să se mărească într-un ritm susținut și superior așteptărilor, dar încetinit în raport cu prima parte a anului, urcând la 11,9 la sută în septembrie, de la 9,8 la sută în iunie, aproape exclusiv ca urmare a noilor creșteri consemnate de prețurile alimentelor procesate. Astfel, evoluția componentei continua să reflecte efectele majorărilor ample ale cotațiilor materiilor prime agroalimentare și ale costurilor crescute cu energia și transportul, alături de influențele blocajelor în lanțurile de producție. Acestea au fost potențate în continuare de cotele înalte ale așteptărilor inflaționiste pe termen scurt și de reziliența cererii pe anumite segmente, precum și de ponderea însemnată deținută în coșul de consum de produse alimentare și de cele importate. Cea mai recentă prognoză, elaborată pe baza datelor disponibile și a reglementărilor în vigoare, evidențiază perspectiva unei creșteri temperate a ratei anuale a inflației spre finele anului 2022, iar apoi intrarea pe o traiectorie descrescătoare graduală, rămânând totuși la capătul orizontului proiecției ușor deasupra intervalului țintei.

Incertitudini asociate perspectivei inflației decurgeau din impactul prezumat, dar și din durată schemelor de plafonare și compensare a prețurilor la energie și combustibili, în timp ce balanța integrală a riscurilor induse de șocurile pe partea ofertei la adresa

perspectivei inflației se echilibra, în contextul evoluțiilor cotațiilor principalelor produse energetice și mărfuri agroalimentare, precum și al determinantilor majori ai acestora. Incertitudini și riscuri considerabile continuau să genereze escaladarea războiului din Ucraina și sancțiunile tot mai severe impuse Rusiei prin prisma efectelor exercitate asupra puterii de cumpărare și încrederii consumatorilor, precum și asupra activității, profiturilor și planurilor de investiții ale firmelor, dar și prin potențiala afectare mai severă a economiei europene/globale și a percepției de risc asupra economiilor din regiune, cu impact nefavorabil asupra costurilor de finanțare. O altă sursă importantă de incertitudini și riscuri rămânea absorbția fondurilor europene (esențială pentru realizarea reformelor structurale necesare, inclusiv a tranziției energetice), în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, condiționată de îndeplinirea unor ținte și jaloane stricte în implementarea proiectelor aprobate. De asemenea, și conduita politicii fiscale prezenta o sursă de riscuri și incertitudini, având în vedere cerința continuării consolidării bugetare în contextul procedurii de deficit excesiv și al tendinței generale de creștere a costului finanțării, dar într-o conjunctură economică și socială dificilă pe plan intern și global. Relevante erau, de asemenea, perspectivele conduitelor politicilor monetare ale BCE și Fed, precum și cele ale băncilor centrale din regiune.

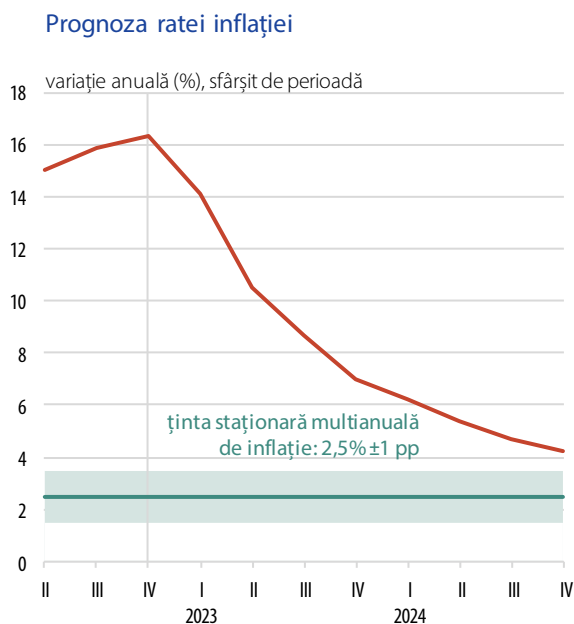
Ulterior, rata anuală a inflației a ajuns în noiembrie 2022 la 16,76 la sută, peste nivelul prognozat. Creșterea a fost determinată și în acest interval mai cu seamă de majorarea prețurilor alimentelor, incluzând categoria LFO, dar și de scumpirea mai pronunțată a mărfurilor nealimentare și a serviciilor de piață. Impactul lor a fost contrabalansat totuși consistent de scăderea dinamicii prețului combustibililor, pe fondul trendului descendent al cotației petrolului, precum și al plafonării prețului lemnului de foc. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accelerat ușor ascensiunea în primele două luni din trimestrul IV 2022, contrar previziunilor, mărindu-se de la 11,9 la sută în septembrie la 14,0 la sută în luna noiembrie 2022, ca urmare a creșterilor cvasigeneralizate de prețuri consemnate pe cele trei segmente ale inflației de bază. La rândul său, evoluția inflației CORE2 ajustat continua să reflecte efectele majorărilor ample ale cotațiilor materiilor prime agroalimentare și ale costurilor cu energia și transportul, alături de influențele blocajelor în lanțurile de producție. Acestea au fost potențate în continuare de efectele factorilor identificați anterior. Activitatea economică crescuse în trimestrul III 2022 cu 1,3 la sută față de precedentele trei luni, la fel ca în trimestrul II, depășind astfel semnificativ previziunile, evoluție ce făcea probabilă o nouă mărire a excedentului de cerere agregată în acest interval, contrar așteptărilor. În schimb, față de aceeași perioadă a anului anterior, creșterea PIB a continuat să decelereze în trimestrul III 2022 – la 4,0 la sută, de la 5,1 la sută în trimestrul II –, rămânând totuși însemnată din perspectivă istorică. Creșterea economică a fost susținută, de această dată, în principal de formarea brută de capital fix și doar în secundar de consumul gospodăriilor populației, în timp ce evoluția exportului net a redevenit puternic contracționistă, în condițiile în care dinamica anuală a volumului importului a depășit-o sensibil pe cea a volumului exportului de bunuri și servicii. Pe acest fond, soldul negativ al balanței comerciale și-a accelerat considerabil creșterea în raport cu perioada similară a anului anterior, în pofida restrângerii decalajului nefavorabil dintre variația anuală în scădere a prețurilor importurilor și cea a prețurilor exporturilor, iar deficitul de cont curent și-a dublat dinamica anuală.

La momentul ședinței Consiliului de administrație al BNR din 10 ianuarie 2023, cele mai recente evaluări relevau scăderea probabilă a ratei anuale a inflației în trimestrul I 2023 în linie cu cea mai recentă prognoză pe termen mediu (noiembrie 2022), dar aceasta era de așteptat să coboare semnificativ mai alert ulterior, ajungând la nivelul de o cifră încă din trimestrul III 2023, ca efect al prelungirii schemelor de plafonare și compensare a prețurilor la energie până la 31 martie 2025, concomitent cu modificarea caracteristicilor acestora începând cu 1 ianuarie 2023. În perspectiva apropiată, determinantii principali ai descreșterii dinamicii anuale a inflației erau efectele de bază dezinflaționiste asociate creșterilor ample consemnate anterior de prețurile energiei, precum și trendul descendent relativ mai accentuat al cotației petrolului din ultimele luni. Rămâneau relevanți factorii de risc și incertitudine identificați anterior.

Pe baza evaluărilor și a datelor disponibile în acel moment, precum și în condițiile incertitudinilor foarte ridicate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută pe an, de la 6,75 la sută pe an, începând cu data de 11 ianuarie 2023. Ratele dobânzilor facilităților permanente au fost ajustate în mod simetric la 6 la sută pe an în cazul celei de depozit și la 8 la sută pe an în cazul celei de creditare. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea nivelurilor ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

Perspectivile inflației

În perioada scursă de la publicarea *Raportului asupra inflației* din luna noiembrie 2022, contextul macroeconomic global a continuat să fie grevat de o serie de șocuri cu impact advers: activitatea economică a încetinit vizibil, în timp ce presiunile inflaționiste



au persistat la niveluri extrem de ridicate, condițiile financiare s-au înăsprit, inclusiv ca efect al normalizării politicilor monetare, iar riscurile în plan geopolitic au rămas direct corelate cu evoluția războiului din Ucraina care, cel puțin până la acest moment, după aproape un an de la declanșare, nu pare să își fi diminuat din intensitate. Pe acest fond, încrederea consumatorilor și cea a companiilor s-au menținut la cote extrem de reduse, implicând noi revizuirii ale perspectivelor de evoluție a principalelor variabile macroeconomice. În continuare, principalele surse de riscuri și, respectiv, incertitudini au ca resort dominant evoluțiile din plan geopolitic, cu impact resimțit direct pe piețele de energie și pe cele ale altor materii prime, importante surse inflaționiste de natura ofertei.

Scenariul de bază curent a fost construit sub ipoteza unei persistențe prelungite a războiului din Ucraina,

însoțită de continuarea aplicării sancțiunilor economice impuse Rusiei pe tot parcursul intervalului de prognoză. De asemenea, detensionarea piețelor *en gros* de energie este prevăzută a avea loc în mod gradual, în paralel cu disiparea sincopelor din lanțurile

globale de valoare adăugată, ambele urmând să continue, deși în ritmuri presupus diferite, pe parcursul următorilor doi ani.

În România, deși datele statistice oficiale au indicat o reziliență sporită a economiei inclusiv pe parcursul trimestrului III 2022, evoluțiile cele mai recente, în special cele sectoriale, profilează o încetinire semnificativă a activității economice în ultima parte a anului trecut. O astfel de evoluție este sugerată și de temperarea, la același orizont, a dinamicii economiilor partenerilor comerciali din Europa, în condițiile în care cererea externă robustă a reprezentat un resort important al rezilienței recente a economiei românești. În contextul revizuirilor oficiale ale seriei istorice a PIB, este de așteptat ca pe ansamblul anului 2022, dinamica PIB să rămână una ridicată, în jurul valorii de 5 la sută, ritm însă inferior atât celui proiectat în runda anterioară pentru acest an, cât și celui înregistrat în 2021. În plus, decelerările mai importante de ritm anticipate pentru ultima parte a anului trecut și pentru începutul celui curent se vor răsfrânge inclusiv asupra dinamicii viitoare a economiei. În aceste condiții, se preconizează o diminuare relativ mai puternică a ritmului creșterii economice din 2023, în tandem cu revizuirile probabile, în același sens, așteptate atât în plan regional, cât și la nivel global.

Chiar și în aceste condiții, dinamica economiei românești este de așteptat să fie semnificativ mai ridicată comparativ cu cea a partenerilor externi din Europa. Această prognoză este strict condiționată de ipoteza demarării atragerii unui volum amplu, atât în termeni absoluți, cât și ca procent în PIB, de fonduri europene disponibile prin diverse facilități de finanțare (cadrul financiar multianual 2014-2020, cu termen limită de absorbție anul 2023, cadrul financiar 2021-2027, programul „Next Generation EU”). Alături de celelalte surse de finanțare care au înregistrat recent progrese notabile, cum ar fi investițiile străine directe, acestea ar putea permite menținerea pe un termen mai îndelungat a dinamicii anuale alerte a formării brute de capital fix din România, observată chiar de pe parcursul anului precedent. Totuși, atât pentru 2023, cât și în perspectivă, contribuția predominantă la creșterea economică va rămâne cea a consumului populației, componentă cu o pondere de aproape trei ori mai ridicată la formarea PIB decât cea a FBCF. Cu toate acestea, consumul final va cunoaște, cel puțin în acest an, o încetinire semnificativă a ritmului de creștere. Impactul dominant va reveni, pe de o parte, unei reescaladări a incertitudinii, iar pe de altă parte, unei diminuări persistente a puterii de cumpărare a veniturilor gospodăriilor. Raportat la impactul major al acestor determinanți, măsurile stimulative cu caracter temporar adoptate recent de autorități și care sprijină în special puterea de cumpărare a unor categorii de persoane cu venituri reduse vor asigura consumului doar o reziliență temporară.

În plan extern, orice prelungire a crizei energetice și a celei a materiilor prime, atât prin impactul pe care îl au asupra dinamicii economice a partenerilor comerciali, impact propagat inclusiv asupra celei a exporturilor românești, cât și prin efecte adverse de preț, va influența direct dimensiunea valorică a deficitului comercial și, implicit, pe cea a contului curent. În 2022, deficitul extern a înregistrat o nouă deteriorare, pornind de la valoarea deja ridicată consemnată în 2021 (respectiv, 7,2 la sută din PIB). În perspectivă, o corecție a acestuia va depinde, pe de o parte, de disiparea problemelor din lanțurile globale de producție, accentuate de conflictul

din Ucraina și de problemele din China, iar pe de altă parte, de ritmul procesului de consolidare fiscală, de dinamismul economic al partenerilor externi, precum și de adresarea cât mai eficientă a problemelor structurale persistente ale economiei românești.

Reflectând evoluțiile economice cele mai recente, magnitudinea *gap*-ului pozitiv al PIB a fost reevaluată în sus, însă corecția acestuia este evaluată să debuteze încă din trimestrul IV 2022 și să fie în cea mai mare parte finalizată până la jumătatea anului viitor (cu două trimestre întârziere față de ultimul *Raport*). Resorbirea excedentului de cerere agregată va fi favorizată de impactul advers al războiului din Ucraina, de efectele decalate ale normalizării politicii monetare, atât pe plan global, cât și în România, precum și de progresul anticipat, pe termen mediu, al consolidării fiscale.

Până în trimestrul III 2024 (luna august), proiecția ratei anuale a inflației IPC din scenariul de bază curent a fost revizuită semnificativ în jos, ca urmare a includerii în analiză a parametrilor noii scheme de plafonare a prețurilor la energie electrică și gaze naturale, intrată în vigoare la 1 ianuarie 2023. Astfel, după atingerea probabilă a unui maxim al acestui ciclu în luna noiembrie 2022 (16,8 la sută), traiectoria proiectată a inflației IPC va fi una continuu descendentă, rămânând, însă, până la finele orizontului prognozei, la valori peste ținta de inflație. Specific scenariului actual, se remarcă o temperare neîntreruptă, pronunțată, a contribuției grupei „energie” la dinamica inflației, indusă de extinderea schemei de plafonare asupra prețului energiei electrice și gazelor naturale. În plus, decelerări importante ale dinamicii prețurilor produselor energetice, implicit aportul ușor negativ al grupei la rata anuală a inflației din luna decembrie 2023, vor proveni din modificarea acoperirii schemei pentru energia electrică, precum și din efecte statistice asociate majorărilor semnificative ale prețurilor tuturor produselor grupei pe parcursul anului anterior. În aceste condiții, nivelul proiectat al ratei anuale a inflației IPC va coborî până la 7 la sută în luna decembrie 2023, cu 4,2 puncte procentuale sub nivelul proiectat în precedentul *Raport asupra inflației*. Inflația *headline* își va continua traiectoria descrescătoare și în 2024, atingând un nivel de 4,2 la sută la finele acestuia. Începând din luna septembrie 2024, traiectoria inflației din noul scenariu de bază o va depăși pe cea din ultimul *Raport*, date fiind, pe de o parte, revizuirea în sus, pe întregul interval, a presiunilor de la nivelul inflației de bază, iar pe de altă parte, epuizarea, de la finele trimestrului III 2024, a tracțiunii dezinflaționiste mai ample exercitate de noua schemă de plafonare a prețurilor la energie.

Șocurile de natura ofertei, amplificate de războiul din Ucraina, rămân principalul resort al presiunilor inflaționiste viitoare, implicit și al revizuirii ascendente a traiectoriei ratei anuale a inflației CORE2 ajustat din scenariul curent. Pe termen scurt, influența acestor factori este potențată de condițiile de cerere care se mențin favorabile și care, astfel, înlesnesc transmisia costurilor mai ridicate de producție ale companiilor în prețurile finale ale bunurilor și serviciilor. În aceste condiții, încă de la finele trimestrului I, rata anuală a inflației de bază o va depăși pe cea a indicatorului *headline*, ecartul dintre acestea urmând să se majoreze până în trimestrul III al anului curent, iar ulterior să se diminueze până la un minim de 0,5 puncte procentuale în decembrie 2024 (când rata anuală a inflației de bază se va plasa la 4,7 la sută). Dinamica acestei componente va fi, de asemenea, continuu descendentă în următoarele opt trimestre, dar pe un palier

superior celui prezentat în ultimul *Raport*. La aceasta vor contribui resorbirea graduală a șocurilor de ofertă, pe măsura normalizării piețelor materiilor prime și a lanțurilor globale, comprimarea treptată și, ulterior, înregistrarea de valori ușor negative de către *gap*-ul PIB, diminuarea presiunilor din partea prețurilor bunurilor din import, precum și corecția, ca efect al tuturor determinantilor menționați, a așteptărilor de inflație până la valori compatibile pe termen mediu cu ținta de inflație.

Conduita recentă a politicii monetare a BNR a fost configurată într-o manieră prudentă, pentru ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și pentru 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.

Ulterior presiunilor inflaționiste extrem de ridicate înregistrate în 2022, începând cu anul curent balanța riscurilor în cazul ratei anuale a inflației este evaluată a fi redevenit relativ echilibrată. Deși persistă riscuri ale unor noi puseuri inflaționiste, determinanții dezinflaționști și-au sporit importanța relativă în actuala rundă de proiecție. La aproape un an de la izbucnirea războiului din Ucraina, implicațiile economice ale conflictului rămân principala sursă de riscuri și incertitudini la adresa proiecției macroeconomice. În situația unei prelungiri a acestor tensiuni, a implementării pe perioade nerezonabil de lungi a schemelor de plafonare a prețurilor la energie ori a unor dificultăți în refacerea stocurilor de gaze naturale în sezonul rece 2023-2024, o amplificare a deficitului de resurse energetice ar putea conduce la noi presiuni asupra prețurilor acestora, cu reverberații asupra activității economice și condițiilor financiare. În paralel, același cumul de factori ar putea provoca o prelungire și chiar o accelerare a presiunilor inflaționiste din economie. Combinația creștere economică redusă – presiuni inflaționiste pronunțate, ar putea ridica probleme din perspectiva calibrării optimale a mixului de politici macroeconomice, esențială în vederea unei corecții absolut necesare și într-o manieră ordonată a dezechilibrelor intern și extern.

Date fiind natura globală a șocurilor de ofertă din ultimii ani, precum și dependența sporită a unor țări europene de resursele energetice rusești, nu poate fi exclus riscul unei comprimări și mai accentuate decât cea prognozată în scenariul de bază a cererii externe pentru produsele românești. Orice reamplificare a șocurilor adverse ar putea diminua drastic reziliența companiilor, respectiv capacitatea acestora de a-și continua activitatea într-un mediu caracterizat de menținerea, pe perioade mai lungi de timp, a presiunilor ascendente asupra tuturor componentelor costurilor de producție. Într-un asemenea context marcat de fragilitate, o eventuală aplanare a presiunilor inflaționiste ocazionată de un episod de corecție amplă și abruptă a activității economice ar reprezenta o modalitate suboptimală de corecție a ratelor inflației de la nivelurile actuale extrem de ridicate.

Pe plan intern, conduita viitoare a politicii fiscale își menține relevanța ca factor de risc la adresa cadrului macroeconomic. Având în vedere calendarul electoral extrem de încărcat din anul 2024, suprapus unei conjuncturi economice deja dificile, nu este exclus ca autoritățile să adopte noi măsuri expansioniste sau să prelungească aplicabilitatea

unora din cele aflate deja în vigoare. O asemenea conduită ar putea periclita stabilitatea de ansamblu a economiei, putând afecta inclusiv finanțarea ordonată a dezechilibrelor externe. Totodată, un astfel de parcurs al politicii fiscale ar intra în contradicție cu angajamentul autorităților naționale de a elimina deficitul fiscal excesiv până la orizontul anului 2024. În schimb, indiferent de conduita viitoare a politicii fiscale, presiunile asupra soldului bugetar ar putea fi parțial degrevate de implementarea fără sincope a programului „Next Generation EU”, în special a fondurilor de natura granturilor alocate prin Mecanismul de redresare și reziliență.

Un alt efect posibil al războiului și al alimentării unor presiuni inflaționiste mai ridicate ar fi reprezentat de erodarea în și mai mare măsură a puterii de cumpărare a populației. O astfel de evoluție ar putea ocaziona presiuni viitoare în sensul unor creșteri salariale diferențiate, probabil, atât ca magnitudine, cât și ca potențial de acomodare, în raport cu sectorul de activitate vizat. În plus, necesarul de forță de muncă calificată ar putea spori extrem de rapid în contextul ponderii ridicate din următorii ani a fondurilor europene alocate proiectelor inovatoare destinate digitalizării și economiei verzi (programul „Next Generation EU”), putând ocaziona unele desincronizări între cererea și oferta de forță de muncă. De aceea, evoluțiile viitoare de pe piața muncii își mențin relevanța ca factori de risc. Într-o economie precum cea a României, afectată atât de un spor natural negativ, cât și de un proces de mobilitate transfrontalieră având o balanță negativă, o exacerbare, pe termen mediu, a penuriei de forță de muncă ar fi de natură să impulsioneze mai semnificativ dinamica salariilor, cu efect propagat asupra presiunilor inflaționiste din economie.

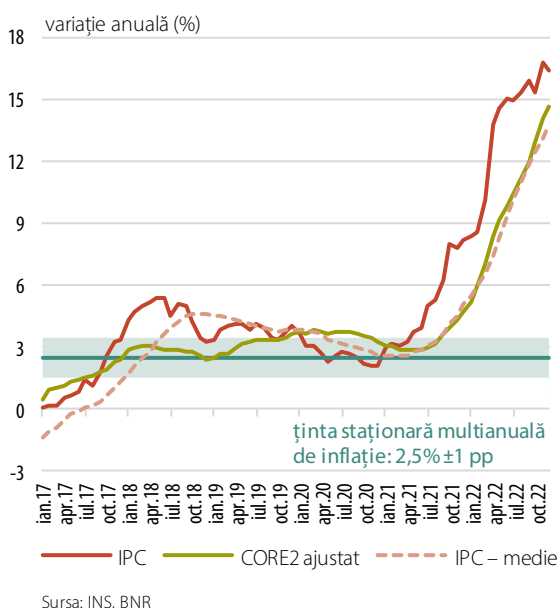
Decizia de politică monetară

Dată fiind perspectiva descreșterii semnificativ mai alerte a ratei anuale a inflației până la mijlocul anului viitor decât s-a anticipat anterior, îndeosebi din trimestrul III 2023, în condițiile prelungirii schemelor de plafonare a prețurilor la energie, și având în vedere riscurile și incertitudinile asociate acesteia, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 9 februarie 2023 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută. Totodată, s-a decis menținerea la 8,00 la sută a ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*) și la 6,00 la sută a ratei dobânzii la facilitatea de depozit. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC a avansat marginal în ultimul trimestru din 2022 și a încheiat anul la 16,37 la sută (cu 0,49 puncte procentuale peste variația înregistrată la finele intervalului anterior), luna noiembrie consemnând punctul de maxim al acestui ciclu (16,76 la sută). Decelerarea a fost favorizată de o anumită detensionare a piețelor de energie, într-un context internațional și intern caracterizat de moderarea cererii, incertitudine și perspective pesimiste cu privire la evoluția activității; influențe dezinflaționiste pe acest segment au continuat să exercite măsurile administrative de protejare a consumatorilor. În contrast cu atenuarea traiectoriei ascendente a indicatorului agregat, rata anuală a inflației de bază a crescut alert, până la 14,6 la sută, cererea de consum relativ robustă favorizând transmisia în prețurile finale a presiunilor acumulate la nivelul costurilor de producție în ultimul an (Grafic 1.1).

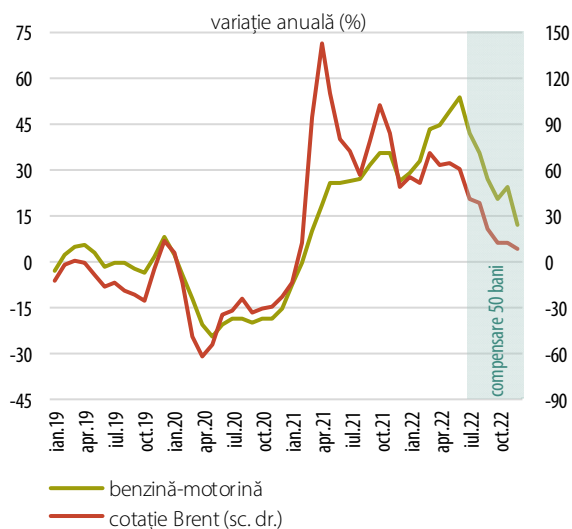
Grafic 1.1. Evoluția inflației



Dinamica anuală a prețurilor combustibililor a frânat considerabil în trimestrul IV, până la 12,4 la sută în decembrie (-16,4 puncte procentuale față de finalul T3 2022). Cotația Brent a afișat și în acest interval o tendință descendentă, scăzând sporadic, în ultima lună a anului, sub nivelul de 80 dolari SUA/baril (cea mai redusă valoare din 2022). Evoluția a fost determinată, în principal, de fragilitatea cererii globale și de perspectiva rezervată de redresare a acesteia, date fiind erodarea puterii de cumpărare, caracterul tot mai restrictiv al condițiilor monetare la nivel internațional și efectele politicii „zero-COVID” asupra economiei chineze, al doilea cel mai important consumator la nivel global (Grafic 1.2). În plus, grupa carburanților a continuat să se afle sub impactul măsurii de compensare cu 50 de bani pe litru, în vigoare până la finalul anului 2022. În același timp, plafonarea prețului pentru lemnele de foc începând

cu luna noiembrie a limitat inflația pe această componentă, însă cu consecința nedorită a apariției unor probleme de aprovizionare la nivelul pieței de profil. În subsidiar, pe segmentul combustibililor s-au manifestat o serie de efecte de bază favorabile, care vor fi prezente și în trimestrul următor, odată cu ieșirea din baza de calcul a șocurilor inițiale produse de invazia Ucrainei.

Grafic 1.2. Cotația țițeiului și prețul combustibililor



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

Tarifele pentru energie electrică și gaze naturale nu au înregistrat modificări notabile în ultimele trei luni ale anului, acestea continuând să se afle sub incidența schemei de plafonare¹. Variații pozitive au consemnat doar prețurile suportate de gospodăriile cu un consum lunar de electricitate de peste 255 kWh care și-au reînnoit contractele de furnizare în acest trimestru – la prețuri superioare celor din urmă cu un an², chiar dacă pe piața *en gros* cotațiile s-au corectat puternic ulterior maximelor istorice atinse în luna august. În acest sens, dincolo de efectele produse de slăbirea cererii, un rol important l-a jucat nivelul adecvat al depozitelor de gaze din Europa, pe fondul diversificării surselor de aprovizionare, precum și al temperaturilor sensibil mai ridicate față de cele caracteristice sezonului rece. Astfel, cotația TTF a încheiat anul la circa 75 euro/MWh (față de aproape 350 euro/MWh în a doua jumătate a lunii august),

în timp ce prețul de tranzacționare al energiei electrice pe trei piețe europene de referință s-a situat în trimestrul IV la o medie de aproximativ 235 euro/MWh (jumătate din nivelul observat în intervalul anterior); cotațiile interne au urmat în bună măsură traiectoria celor europene, dat fiind gradul ridicat de deschidere și interconectare a piețelor. Cu toate că prețurile plătite de către toți consumatorii casnici, indiferent de consum, vor rămâne plafonate până în martie 2025 (conform celei mai recente forme a schemei de sprijin, aprobată în decembrie 2022), diminuarea cotațiilor produselor energetice poate reprezenta o supapă de slăbire a presiunilor inflaționiste resimțite și transmise în prețurile finale de agenții economici, sugerând o tendință de scădere a inflației în perioada următoare.

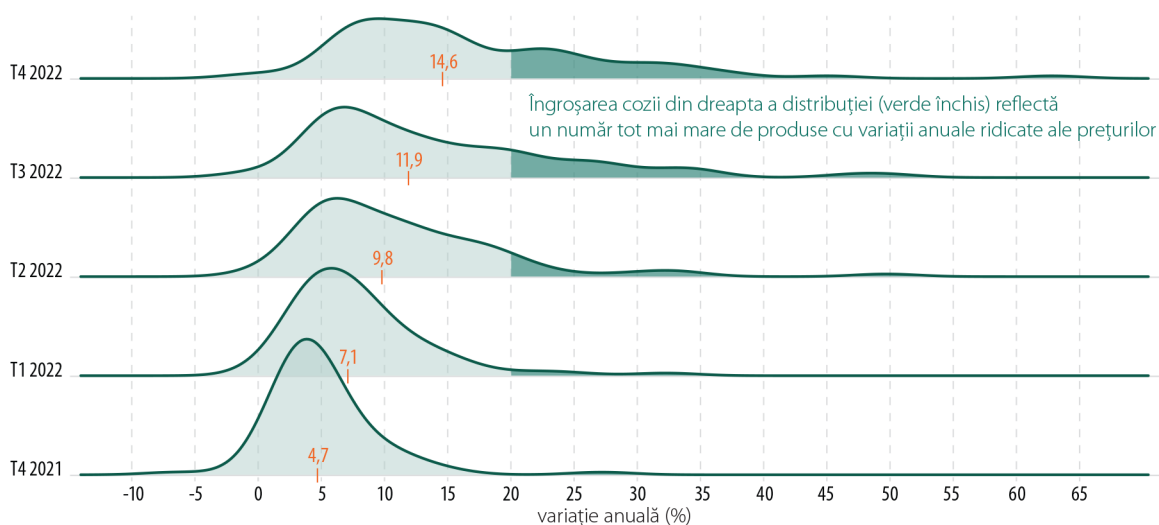
Spre deosebire de indicele agregat, inflația de bază CORE2 ajustat a continuat traiectoria puternic ascendentă, ajungând în luna decembrie la 14,6 la sută (comparativ cu 11,9 la sută în septembrie). De această dată, la accelerare au contribuit toți cei trei subindici principali (Grafic 1.3), prețurile de consum reflectând presiunile acumulate la nivelul majorității componentelor costurilor de producție (materii prime și materiale, utilități, forță de muncă). Similar trimestrelor anterioare, excedentul de cerere agregată a constituit un factor favorizant al transmisiei acestor presiuni către consumatorul final.

¹ În absența acestora, se estimează că rata anuală a inflației s-ar fi situat cu circa 11 puncte procentuale mai sus la finalul anului 2022.

² Durata unui contract este, de regulă, de 12 luni.

Grafic 1.3. Distribuția dinamicilor anuale ale prețurilor componentelor CORE2 ajustat

Distribuția ratelor anuale ale inflației pentru 71 de componente ale coșului CORE2 ajustat; valorile evidențiate cu portocaliu reprezintă dinamica anuală a indicatorului agregat



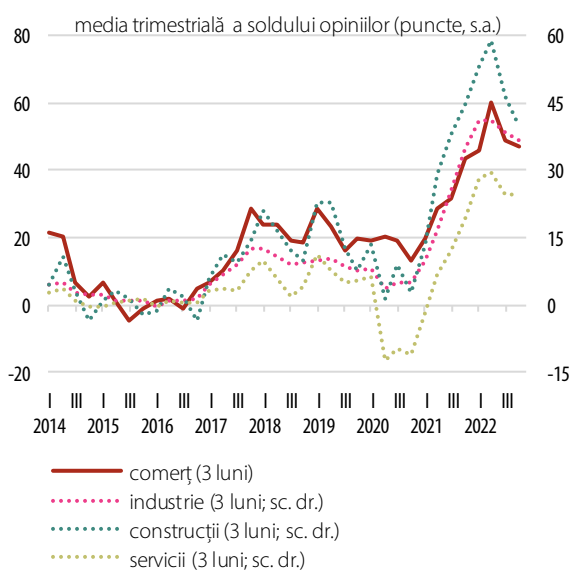
Sursa: Goldman Sachs, INS, calcule BNR

În structură, prețurile alimentelor procesate și-au majorat dinamica anuală până la 22,9 la sută în luna decembrie 2022; principalele contribuții la accelerare au revenit produselor lactate și celor din carne, în ambele cazuri intervenind constrângeri la nivelul ofertei³ – seceta din lunile de vară a limitat suprafețele de pășune viabilă și a ridicat costurile cu furajele (unii fermieri recurgând chiar la sacrificări pentru reducerea efectivelor de animale), iar la nivel comunitar au reapărut focare de pestă porcină și gripă aviară. Pe segmentul bunurilor nealimentare, rata anuală a inflației și-a intensificat ritmul de creștere până la 9,0 la sută în luna decembrie. Evoluția poate

fi explicată de sezonabilitatea specifică lunilor de toamnă, dar și de includerea în prețurile de consum a presiunii costurilor de producție netransmise pe parcursul anului (prețurile din această categorie manifestă o rigiditate mai pronunțată). O accentuare a traiectoriei ascendente a consemnat și variația anuală a prețurilor serviciilor de piață (8,1 la sută la finele anului 2022), în principal pe fondul unui nou episod de majorare a tarifelor RCA în luna noiembrie.

Similar inflației observate, și anticipațiile privind evoluția prețurilor par, în linii mari, să fi depășit punctul de maxim. Astfel, așteptările pe orizontul de trei luni ale operatorilor economici din industrie, comerț și, mai ales, din construcții s-au redus în trimestrul IV, în timp ce în domeniul serviciilor acestea se mențin la valori comparabile cu cele din intervalul iulie-septembrie (Grafic 1.4). Analizii bancari anticipează pentru finele anului 2023 o rată

Grafic 1.4. Anticipații privind evoluția prețurilor

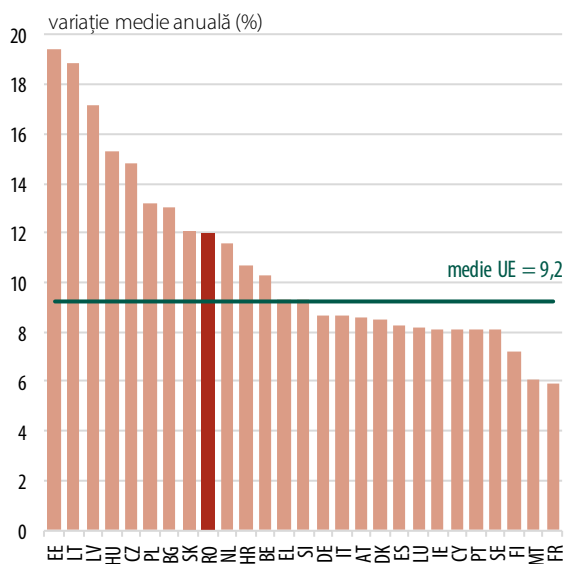


Sursa: CE-DG ECFIN

³ Evoluții similare s-au consemnat și pe segmentul alimentelor neprocesate (care nu sunt cuprinse în inflația de bază), prețurile citricelor și ale ouălor fiind cel mai vizibil propulsate de dificultățile de pe partea ofertei.

anuală a inflației IPC ușor mai ridicată comparativ cu perspectiva prevalentă la sfârșitul trimestrului precedent, dar indicatorul vizând orizontul de doi ani a fost revizuit în sens descendent, apropiindu-se de limita superioară a intervalului-țintă.

Grafic 1.5. IAPC mediu anual în UE – dec. 2022



Sursa: Eurostat

În ultimul trimestru al anului 2022, valoarea medie a ratei anuale a inflației și-a continuat traiectoria ascendentă, atingând nivelul de 13,8 la sută pentru indicatorul calculat pe baza metodologiei naționale și 12 la sută pentru indicatorul calculat conform structurii armonizate (+2,0 puncte procentuale, respectiv +1,8 puncte procentuale față de finele trimestrului III). Deși ecartul față de media UE s-a extins până la 2,8 puncte procentuale (comparativ cu 2,5 puncte procentuale în trimestrul anterior), România continuă să se poziționeze, din punct de vedere al nivelului inflației medii IAPC, sub cele mai multe state din regiune: Slovacia, Bulgaria, Polonia, Cehia, Ungaria, Letonia, Lituania și Estonia (Grafic 1.5).

Față de valoarea prognozată în ediția din luna noiembrie a *Raportului asupra inflației*, rata anuală

a inflației IPC la finele trimestrului IV 2022 a consemnat un nivel efectiv marginal superior (+0,1 puncte procentuale).

Caseta 1. Inflația alimentelor procesate: o analiză a evoluțiilor recente

Prețurile alimentelor procesate și-au accelerat consistent și generalizat ritmul de creștere de-a lungul anului 2022, pe fondul unei suite de șocuri manifestate relativ în sincron pe piețele materiilor prime energetice și agroalimentare. Analiza de față își propune să identifice influențele șocurilor respective, demers care ar permite conturarea unei perspective cu privire la inflația alimentelor procesate în contextul unei decuplări a evoluțiilor cotațiilor celor două categorii de mărfuri, de tipul celei consemnate în ultimele luni, în care a fost observată o atenuare vizibilă a tensiunilor pe piețele de energie, în timp ce cotațiile produselor agroalimentare stagnează la niveluri ridicate.

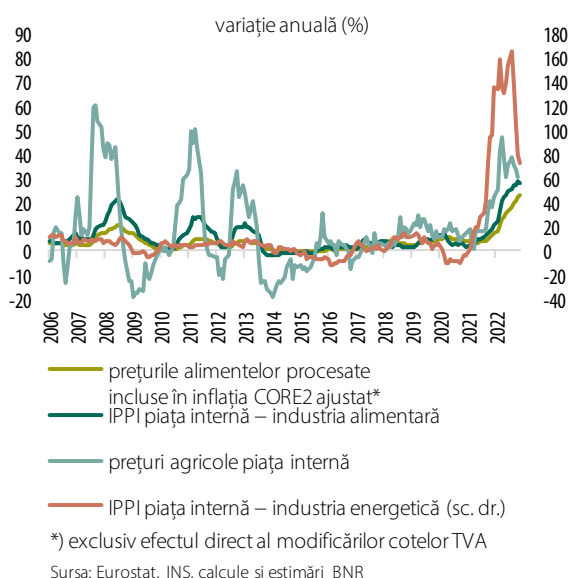
În cazul energiei electrice, cotațiile și-au demarat ascensiunea ulterior primului val pandemic, odată cu redeschiderea economiilor, însă traiectoria lor a devenit pronunțat ascendentă la mijlocul anului 2021, în contextul în care creșterea prețurilor certificatelor de emisii CO₂, dar și condițiile meteo nefavorabile producerii de electricitate în centrale hidro și eoliene au determinat restrângerea ofertei, iar vremea caniculară a condus la expansiunea cererii. Producția de electricitate s-a orientat astfel spre centralele pe bază de gaze naturale, antrenând și majorarea prețurilor acestora, într-un context caracterizat de un nivel redus al stocurilor, dificultăți de

aprovizionare și un declin al producției⁴. Declanșarea conflictului armat din Ucraina în februarie 2022 a propulsat cotațiile energiei electrice și gazelor naturale pe plan european la noi maxime istorice – piețele au reacționat prompt la riscul unei viitoare reduceri a ofertei de gaze naturale rusești, materializat de altfel, ulterior, prin decizia Rusiei de a diminua treptat cantitatea de gaze exportată către țările europene. Aceleași tensiuni geopolitice au generat și majorarea abruptă a cotației petrolului în prima jumătate a anului 2022.

În ceea ce privește prețurile materiilor prime agroalimentare, acestea au avansat pe parcursul ultimilor doi ani într-un ritm mai moderat comparativ cu cel consemnat în zona energetică. Războiul din Ucraina a avut totuși un impact major, ambele state beligerante numărându-se printre cei mai mari exportatori de cereale și oleaginoase pe plan global. Conform FAO, în 2021 Rusia a fost al doilea cel mai mare exportator de grâu la nivel mondial (furnizând circa 15 la sută din exporturile globale), în timp ce Ucraina a ocupat locul al șaselea (cu o cotă de piață de 10 la sută). Totodată, cele două țări furnizează împreună peste 70 la sută din exporturile globale de semințe și ulei de floarea-soarelui, ocupând, de asemenea, poziții importante în comerțul mondial cu porumb și orz. În plus, în anul 2021 Rusia s-a numărat și printre cei mai mari exportatori de îngrășăminte chimice. Conflictul a condus la reducerea suprafeței recoltate și a forței de muncă disponibile pentru producție în Ucraina, în timp ce deteriorarea infrastructurii de transport și costurile mai mari cu asigurarea bunurilor transportate au îngreunat și au scumpit exporturile de cereale din ambele țări. Totodată, asupra evoluției crescătoare a cotațiilor mărfurilor agricole și-au pus amprenta seceta severă și extinsă din anul 2022, care a afectat randamentul recoltelor, dar și presiunea costurilor cu energia, agricultura fiind o ramură cu intensitate energetică relativ ridicată (o analiză a IEA estimează

că în cazul exploatărilor moderne cheltuielile directe și indirecte cu energia reprezintă circa 40-50 la sută din costurile variabile).

Grafic A. Prețurile de consum și costurile de producție ale alimentelor procesate



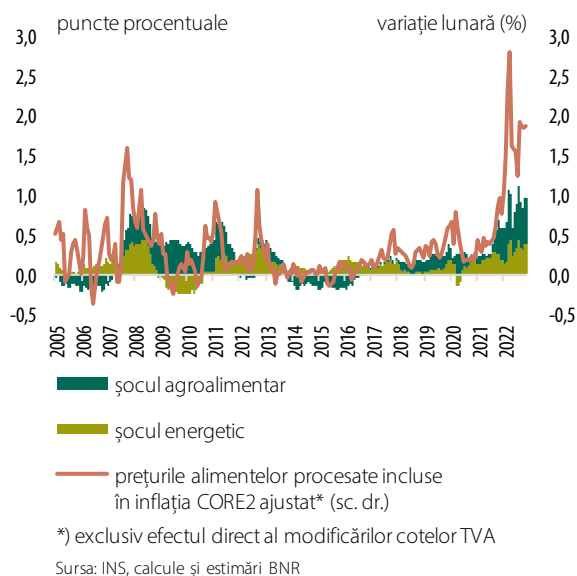
Estimarea contribuției acestor șocuri la inflația alimentelor procesate impune modelarea legăturii dintre prețurile de consum și costurile de producție (Grafic A), dar într-o manieră care să permită manifestarea de influențe în ambele direcții. Un nivel ridicat al costurilor de producție se va transpune în majorarea prețurilor de consum, dar și o relație în sens invers este posibilă, dinamici ridicate ale prețurilor de consum încurajând furnizorii de profil să opereze cu mai mare ușurință majorări ale tarifelor practicate. Dincolo de existența unei corelații semnificative între prețurile de consum ale alimentelor procesate și cele de producție, procesul inflaționist în cazul alimentelor procesate

⁴ A se vedea Caseta „Creșterea prețurilor energiei: impact asupra ratei inflației și a activității economice” din *Raportul asupra inflației*, ediția din noiembrie 2021, și Caseta „Designul piețelor de energie din Europa” din *Raportul asupra inflației*, ediția din august 2022, pentru explicații detaliate privind cauzele majorărilor recente ale cotațiilor energiei electrice și gazelor naturale.

manifestă și un caracter puternic autoregresiv, un model simplu autoregresiv de ordinul 1 estimat pe eșantioane caracterizate de staționaritate având o putere explicativă (R-pătrat) de circa 0,7-0,8. Acest context sugerează oportunitatea estimării unui model de tip vector autoregresiv (VAR), metodologie care are avantajul funcționării pe baza unor asumptii teoretice minimale⁵. Specificația utilizată în prezenta analiză include dinamica prețurilor alimentelor procesate, alături de variabile care surprind costurile de producție (indicele prețurilor producției industriale pentru piața internă din industria alimentară, prețurile materiilor prime agricole pe piața internă, indicele prețurilor energetice), dar și de un *proxy* pentru cererea de consum (indicele de volum al comerțului cu amănuntul). Eșantionul cuprinde date lunare aferente perioadei februarie 2004 – noiembrie 2022, iar criteriile de selecție a structurii optimale indică utilizarea a trei *lag*-uri.

Data fiind așa-numita problemă a echivalenței observaționale (parametrii în formă redusă care pot fi estimați sunt practic compatibili cu o infinitate de configurații ale parametrilor structurali care caracterizează relațiile dintre variabile), strategia de identificare a relațiilor structurale a constat în impunerea unor restricții de semn în ceea ce privește răspunsul variabilelor de interes la șocurile manifestate pe segmentele energetic și agroalimentar, direcția răspunsurilor având totuși un caracter intuitiv: ambele șocuri conduc la creșterea costurilor de producție și a prețurilor finale (șocul energetic având, totodată, o influență în sens ascendent și asupra cotațiilor produselor agroalimentare), precum și la reducerea cererii, în cazul celui din urmă.

Grafic B. Contribuția șocurilor la variația lunară a prețurilor



Descompunerea istorică a evoluției inflației alimentelor procesate relevă o contribuție semnificativă a celor două categorii de cotații (Grafic B). Profilul efectelor inflaționiste este într-o vizibilă corespondență cu vârfurile consemnate pe piețele materiilor prime internaționale în 2007-2008 (apogeu al expansiunii economice anterioare crizei financiare) și 2010-2011 (un nou punct de maxim al ciclului materiilor prime, atins într-un context dominat de creșterea economică robustă a economiei chineze, dar și de influența unor recolte mai puțin favorabile).

În perioada recentă, valorile foarte înalte ale inflației alimentelor procesate sunt alimentate în proporție similară de cele două șocuri, explicând o parte consistentă a acestui episod inflaționist. Rezultatele

⁵ Două abordări complementare privind analiza efectului șocului energetic asupra ratei inflației IPC pot fi consultate în Caseta „Creșterea prețurilor energiei: impact asupra ratei inflației și a activității economice” din *Raportul asupra inflației*, ediția din noiembrie 2021 (analiză bazată pe estimarea unor relații de cointegrare), și în Caseta „Mecanisme de ajustare a prețurilor în contextul șocului energetic” din *Raportul asupra inflației*, ediția din noiembrie 2022 (analiză bazată pe postularea și calibrarea unui model sectorial de tip DSGE).

obținute indică o legătură puternică între evoluția inflaționistă recentă și factori (exogeni) de natura ofertei, implicația imediată fiind aceea că o eventuală liniștire a piețelor de energie și/sau materii prime agroalimentare ar trebui să inițieze un proces dezinflaționist. Este important de menționat faptul că, cel mai probabil, specificația implementată subestimează influența celor doi factori, în contextul în care procesul inflaționist și-a modificat configurația în perioada recentă⁶, în sensul că operatorii acordă o atenție sporită evenimentelor de pe piețele de materii prime, acționând în consecință – această caracteristică implică elasticități diferite în cadrul modelului. Problematika regimurilor diferite nu se extinde doar asupra prețurilor de consum, ci și asupra pieței energetice autohtone, marcată de modificări repetate ale cadrului de reglementare cu privire la prețurile plătite de către consumatorii industriali. Coerența estimării a fost asigurată prin utilizarea unui indice agregat, și anume indicele prețurilor de producție din industria energetică, în locul unor serii separate pentru energia electrică, gaze naturale și produse petroliere. Alți factori care contribuie la dinamizarea inflației pe parcursul anului 2022 pot include costurile ridicate cu forța de muncă, caracterul prociclic al politicii de marje a operatorilor (cererea de consum dovedindu-se rezilientă) sau diferite întreruperi de natură logistică manifestate odată cu izbucnirea conflictului militar din Ucraina.

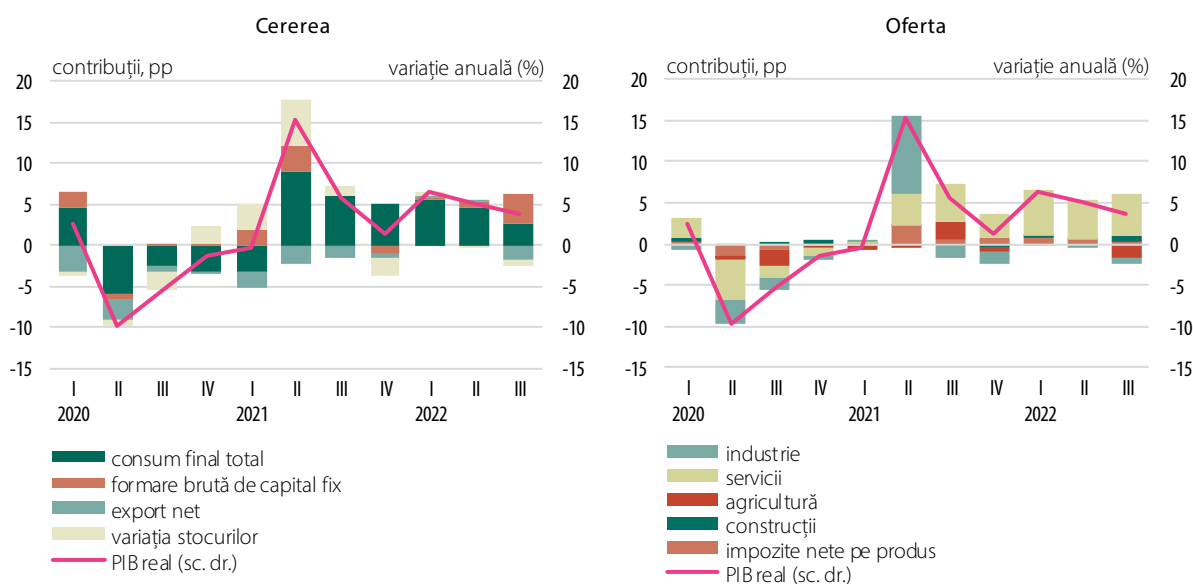
⁶ Observațiile caracterizate de valori ridicate ale inflației alimentelor procesate sunt subreprezentate în eșantion.

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

În trimestrul III, PIB real a consemnat o nouă încetinire de ritm anual (până la 3,8 la sută), imprimată de temperarea cererii de consum și de adâncirea dezechilibrului comercial, într-un context marcat în continuare – pe plan local și internațional – de inflație accentuată, măsuri de înăsprire a politicii monetare și incertitudine ridicată (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică

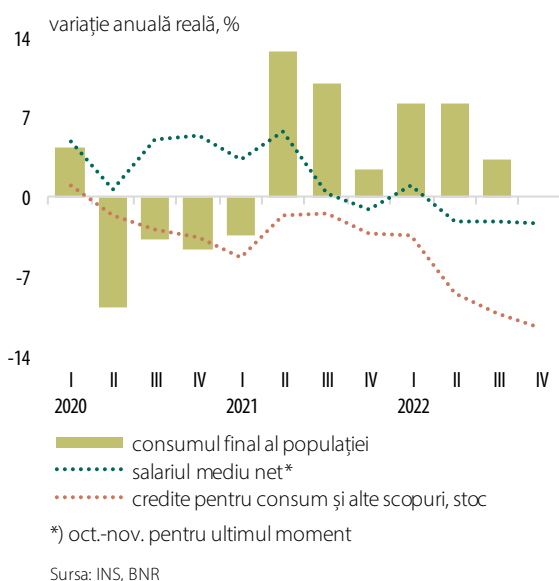


Sursa: INS

Consumul populației și-a atenuat rata anuală de creștere în trimestrul III (până la 3,3 la sută), pe fondul contracției veniturilor reale, al restrângerii accesului la finanțare și al incertitudinii cu privire la evoluția viitoare a activității economice. Cererea de consum va evolua probabil pe aceleași coordonate în următorul trimestru și în prima parte a anului 2023, majorarea cheltuielilor cu utilitățile pe parcursul sezonului rece contribuind suplimentar la conturarea unui comportament rezervat al consumatorilor, de natură a limita influența creșterii salariului minim și a punctului de pensie de la 1 ianuarie 2023 (Grafic 2.2).

Decelerarea a fost vizibilă la nivelul majorității componentelor, inclusiv al pozițiilor afectate de rezultatele slabe ale anului agricol curent. În privința achizițiilor din rețelele comerciale, cele mai scăzute rate de creștere au înregistrat în continuare bunurile de folosință îndelungată (cu excepția pieței auto), tendință care se

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



conturează în general în perioadele cu condiții macroeconomice preponderent nefavorabile. Acest context se va repercuta probabil și asupra cererii de autovehicule, deși livrările cu întârzieri de 6-12 luni ale unităților noi (cauzate de blocajele la nivelul lanțurilor internaționale de producție) au antrenat dinamici încă alerte ale vânzărilor în trimestrul III și în intervalul octombrie-noiembrie 2022, cu 4,9 la sută și respectiv 14,3 la sută în termeni anuali. Un semnal al temperării cererii și pe acest segment este faptul că în ultimele două luni ale anului 2022 creșterea anuală a numărului înregistrărilor de autovehicule noi a încetinit semnificativ comparativ cu perioada ianuarie-octombrie, până la 0,8 la sută.

O anumită temperare de ritm au consemnat și cumpărările de bunuri de uz curent, cu excepția carburanților. Totuși, volumul achizițiilor a rămas

mai dinamic comparativ cu cel al bunurilor durabile, un rol important revenind preocupării populației de a-și menține nivelul cantitativ al consumului, deși cu prețul unor eventuale pierderi din punct de vedere calitativ, în contextul inflației generalizate (*downtrading*). La rândul lor, operatorii din comerț aplică diverse strategii pentru a susține volumul vânzărilor, cum ar fi: continuarea deschiderilor de noi magazine, cu precădere a celor de proximitate; extinderea procesului de digitalizare, care, pe lângă câștigurile de productivitate, permite și implementarea unor campanii promoționale personalizate; încheierea pe scară mai largă a unor parteneriate cu producători autohtoni, pe fondul interesului în creștere al populației pentru consumul de bunuri de proveniență locală.

În trimestrul III 2022, execuția bugetului general consolidat s-a soldat cu un deficit de 18,2 miliarde lei (echivalent cu 1,3 la sută din PIB), considerabil superior celui din aceeași perioadă a anului 2021⁷, dar și, în mod atipic, celui înregistrat în trimestrul anterior⁸. Amplificarea deficitului bugetar față de precedentele trei luni s-a datorat creșterii semnificativ mai pronunțate consemnate de cheltuielile bugetare totale⁹, pe seama evoluției cheltuielilor cu subvențiile¹⁰, a celor cu asistența socială¹¹ și a celor

⁷ 10,5 miliarde lei, echivalent cu 0,9 la sută din PIB.

⁸ 7,8 miliarde lei (respectiv 0,5 la sută din PIB).

⁹ Dinamica anuală reală a acestora a revenit în teritoriul pozitiv (la 10,3 la sută, de la -4,1 la sută în trimestrul precedent).

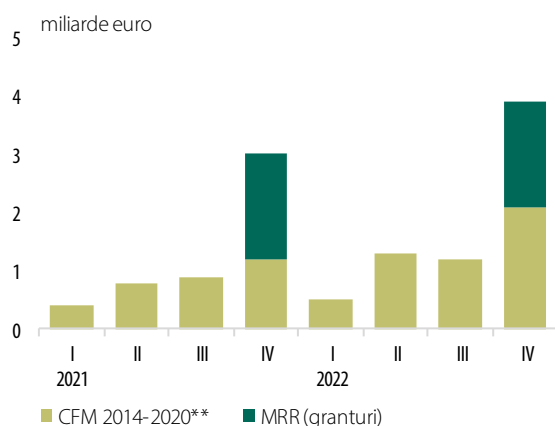
¹⁰ La a căror creștere au contribuit și plățile efectuate pentru compensarea prețurilor la energia electrică și gazele naturale pentru clienții non-casnici.

¹¹ Inclusiv ca urmare a sumelor achitate pentru compensarea prețului la energia electrică și gaze naturale pentru clienții casnici, precum și a acordării în iulie a unui ajutor financiar pensionarilor cu venituri reduse.

de capital^{12,13}, dar și cu aportul majorării componentei cheltuielilor cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile¹⁴.

În cazul veniturilor bugetare totale¹⁵, avansul modest a fost rezultatul divergenței dintre creșterea sumelor primite de la UE și scăderea veniturilor nefiscale, dar și a celor fiscale¹⁶, care a fost totuși mai temperată, în condițiile în care impactul diminuării încasărilor din impozitul pe profit¹⁷ și din impozitul pe salarii și venit¹⁸ a fost parțial contrabalansat de cel al majorării veniturilor din TVA și din accize¹⁹.

Grafic 2.3. Fonduri europene nerambursabile destinate investițiilor*



*) avansuri și rambursări acordate de CE

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

Sursa: Ministerul Finanțelor

În ultimul trimestru al anului 2022, deficitul bugetar s-a mărit substanțial, la 39,3 miliarde lei, depășindu-l ușor pe cel din aceeași perioadă a anului precedent (35,6 miliarde lei), dar scăzând ca pondere în PIB la 2,8 la sută, de la 3,0 la sută în trimestrul IV din 2021. Astfel, pe ansamblul anului 2022, execuția bugetară s-a soldat cu un deficit de 81,0 miliarde lei, doar marginal superior celui înregistrat în anul anterior (79,9 miliarde lei), reprezentând însă 5,7 la sută din PIB, față de 6,7 la sută din PIB în 2021.

Formarea brută de capital fix și-a intensificat dinamica anuală în trimestrul III, până la 12,9 la sută. Ritmul acumulărilor de capital este posibil să rămână pozitiv în perioada următoare, în contextul în care ultimele luni ale anului 2022 au marcat o accelerare a absorbției de fonduri europene, imprimată atât de apropierea de final a exercițiului bugetar 2014-2020, cât și de înregistrarea primelor finanțări aferente

noului cadru financiar (2021-2027) și PNRR (Grafic 2.3).

Principala contribuție la dinamizarea FBCF în trimestrul III a aparținut activității de construcții de natura clădirilor nerezidențiale și a lucrărilor inginerești (Grafic 2.4). În primul caz, deși piața resimte efectul blocajului urbanistic din capitală, cererea se menține ridicată, cu accent tot mai pronunțat pe proiecte mixte

¹² Dinamica anuală reală a cheltuielilor cu asistența socială și cea a cheltuielilor de capital au revenit în teritoriul pozitiv în acest interval.

¹³ În sens opus a acționat ușoara scădere consemnată de cheltuielile de personal – chiar și în condițiile majorărilor salariale acordate personalului din sectorul public începând cu luna august 2022 –, a căror dinamică anuală reală și-a mărit astfel marginal valoarea negativă.

¹⁴ Având însă impact minor asupra soldului bugetar, ca urmare a evoluției similare a sumelor primite de la UE.

¹⁵ Creșterea anuală reală a acestora a continuat să încetinească, până la 5,9 la sută (de la 8,7 la sută în trimestrul II).

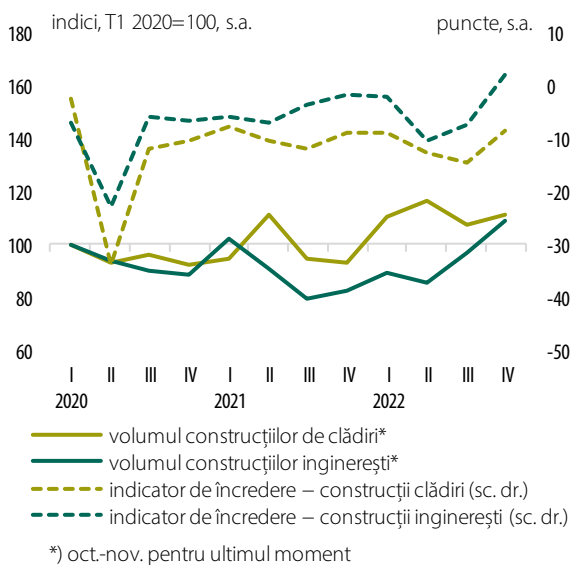
¹⁶ Ambele categorii de venituri și-au încetinit creșterea în termeni anuali reali.

¹⁷ Față de un volum substanțial majorat însă în trimestrul II, inclusiv pe fondul prelungirii până la finele acestuia a termenului de plată a impozitului pe profit aferent anului fiscal precedent; de altfel, în termeni anuali reali, încasărilor din impozitul pe profit au continuat să crească vizibil mai rapid decât veniturile bugetare totale.

¹⁸ O ușoară scădere s-a înregistrat și în cazul veniturilor din alte impozite și taxe pe bunuri și servicii, a căror dinamică anuală a rămas totuși ridicată, datorită încasărilor din impozitul pe veniturile suplimentare obținute ca urmare a dereglementării prețurilor din sectorul gazelor naturale și a aplicării unui impozit asupra venitului suplimentar realizat de producătorii de energie electrică.

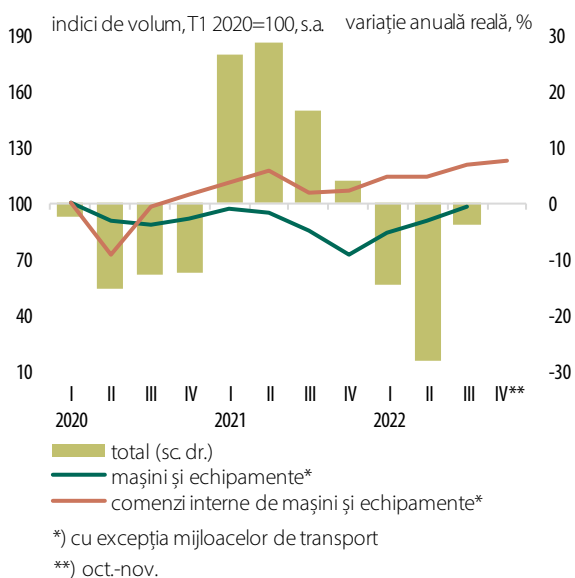
¹⁹ În termeni anuali reali, cele două categorii de venituri s-au redus însă în raport cu perioada similară din 2021.

Grafic 2.4. Construcții



Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Grafic 2.5. Investiții exclusiv construcții



Sursa: Eurostat, INS, calcule BNR

(birouri-rezidențial-retail) și eficiente energetic, traiectorie care se va prelungi probabil în următoarele luni, după cum sugerează extinderea cu circa 13 la sută a suprafeței autorizate pentru construire în primele 11 luni din 2022 (variație anuală). Evoluții robuste continuă să se înregistreze pe segmentul industrial și logistic (mai ales la nivelul spațiilor de depozitare care deservește activitatea comercială) și pe cel de retail modern. Similar construcțiilor nerezidențiale, în trimestrul III și în intervalul octombrie-noiembrie 2022 lucrările de execuție a proiectelor ingineresti s-au extins în medie cu peste 25 la sută în termeni anuali, fiind de așteptat menținerea pantei crescătoare, atât în cazul infrastructurii mari de transport, cât și în cel al rețelelor locale (de termoficare, apă și canalizare).

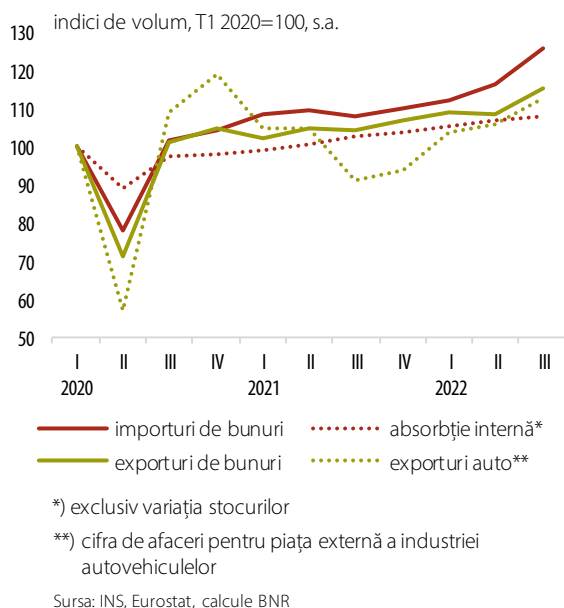
Investițiile în echipamente²⁰ au continuat să se restrângă în termeni anuali, dar și-au atenuat declinul față de trimestrul anterior (până la -4,3 la sută), Grafic 2.5. La nivelul achizițiilor de utilaje și echipamente IT&C, evoluțiile curente sunt încurajatoare – extindere cu circa 9 la sută în trimestrul III comparativ cu perioada precedentă, revigorare a comenzilor interne adresate producătorilor locali de bunuri de capital (cu excepția autovehiculelor) în perioada iulie-noiembrie.

Exporturile de bunuri ale României s-au intensificat în trimestrul III (10,9 la sută variație anuală, susținută și de redresarea din perioada curentă), în contextul favorabil creat de fluidizarea graduală a rețelelor de aprovizionare (Grafic 2.6). O susținere importantă au oferit ramurile producătoare de autovehicule (mașini și componente), mașini și utilaje, construcții metalice (dinamici trimestriale de 5-7 la sută ale volumului cifrei de afaceri externe). Sectorul auto își va menține probabil parcursul

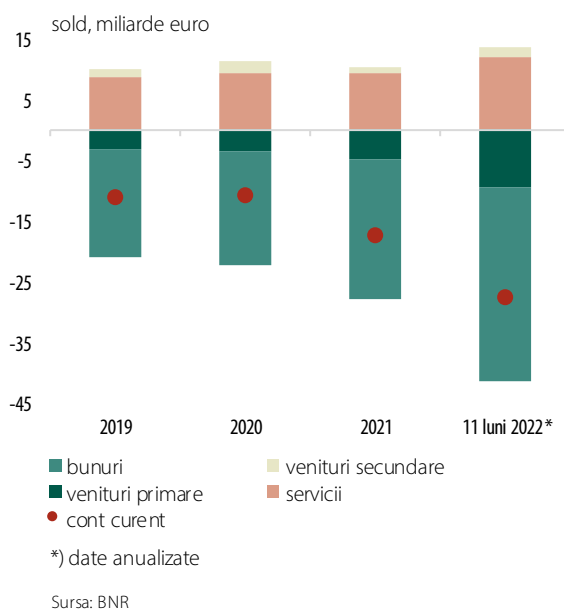
ascendent, după cum sugerează creșterea cu 4,3 la sută a volumului de comenzi în perioada iulie-noiembrie față de media trimestrului II, demararea, în luna ianuarie 2023, a comenzilor pentru primul model DACIA cu propulsie hibridă fiind un alt element favorabil pentru această perspectivă. În schimb, livrările de materii prime alimentare vor resimți pentru o perioadă mai îndelungată efectul anului agricol nefavorabil; de asemenea, pentru exporturile de produse metalurgice și chimice nu se întrevide o redresare vizibilă pe termen scurt.

²⁰ Potrivit datelor de conturi naționale privind formarea brută de capital fix.

Grafic 2.6. Comerț exterior



Grafic 2.7. Contul curent



Importurile și-au accelerat dinamica anuală (17,6 la sută, variație reală), în asociere atât cu creșterea în continuare a absorbției interne, cât și cu intensificarea exporturilor, având în vedere integrarea industriei locale în rețelele internaționale de producție. Astfel, parcursul ascendent al investițiilor a antrenat un volum superior cu 21 la sută al importurilor de bunuri de capital (exclusiv mijloace de transport), în timp ce reziliența cererii de consum (îndeosebi pe segmentul bunurilor de uz curent) s-a regăsit într-o nouă majorare a volumului importurilor din această categorie (cu circa 16 la sută). În același timp, dinamizarea exporturilor a antrenat o amplificare de 5 ori a importurilor de componente electronice comparativ cu trimestrul III 2021 sau creșterea celor de piese auto și cabluri electrice (cu 22 la sută, respectiv 36 la sută). Totodată, intensificări de ritm au înregistrat și importurile unor categorii de bunuri intermediare, în bună măsură sub influența unor factori conjuncturali. Astfel, perspectiva expirării, în luna decembrie, a perioadei de grație aferente pachetului de sancțiuni adoptat la nivel european asupra importului de țiței din Rusia a impulsionat achizițiile de acest tip, în timp ce restrângerea producției interne de produse chimice și metalurgice a contribuit la majorarea importurilor de completare, iar condițiile de secetă din anul 2022 au generat importuri consistente de materii prime agricole (îndeosebi floarea-soarelui și rapiță).

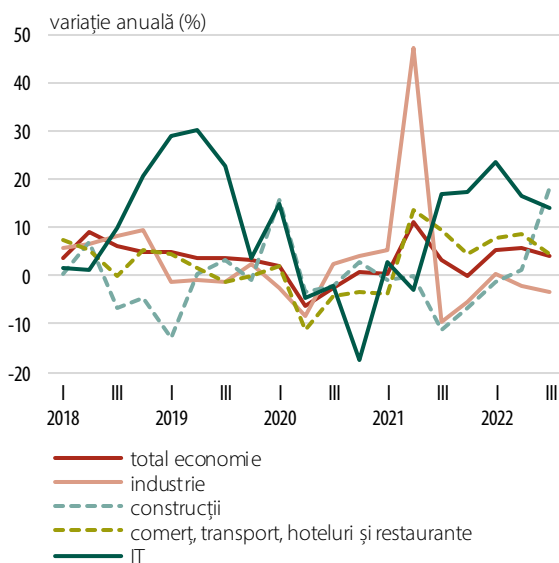
Pe ansamblul primelor zece luni ale anului 2022, ecartul negativ de ritm dintre volumul exporturilor și cel al importurilor de bunuri, însoțit de menținerea raportului de schimb la un nivel subunitar, a determinat adâncirea dezechilibrului comercial²¹. În intervalul ianuarie-noiembrie, acesta din urmă a contribuit cu 89 la sută la deteriorarea soldului contului curent (până la -25,3 miliarde euro, +61,7 la sută în termeni anuali), Grafic 2.7.

Productivitatea muncii

Productivitatea muncii a continuat să înregistreze o dinamică anuală robustă în trimestrul III 2022, deși în decelerare față de intervalul anterior (-1,8 puncte procentuale, până la 3,9 la sută). Sectoarele cu contribuții notabile rămân segmentul IT și cel comercial, cărora li s-a adăugat și cel al construcțiilor (cu cel mai ridicat ritm al

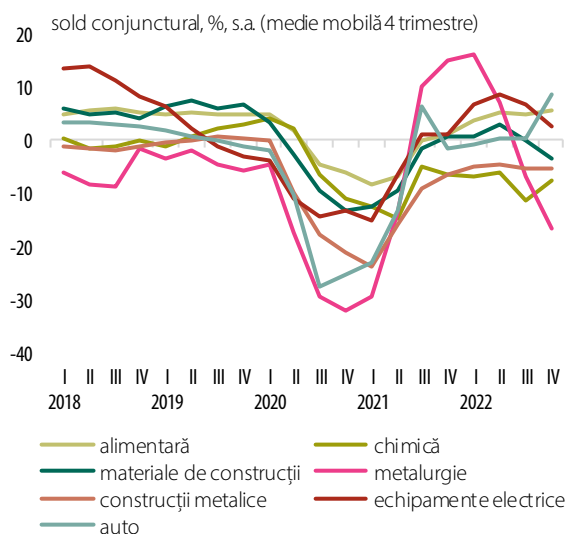
²¹ Totuși, relativa atenuare a presiunii din partea cotațiilor bunurilor energetice în perioada recentă a antrenat scăderea graduală a efectului negativ al componentei „preț” asupra soldului comercial. Astfel, la nivelul primelor 10 luni din 2022, contribuția acestora la adâncirea deficitului s-a plasat ușor sub media anului 2021 (circa 47 la sută, calcule potrivit datelor privind comerțul internațional – Sursa: Eurostat).

Grafic 2.8. Productivitatea muncii în economie



Sursa: Eurostat, INS, calcule BNR

Grafic 2.9. Comenzi primite în perioada recentă de ramurile prelucrătoare



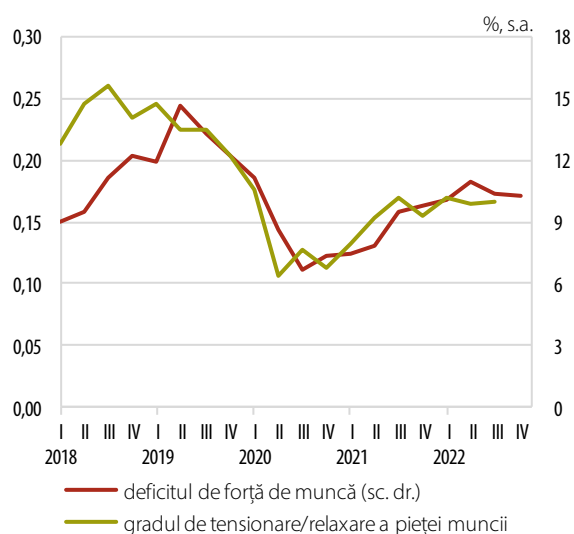
Sursa: CE-DG ECFIN

productivității muncii de după 2008), pe fondul efervescenței din zona lucrărilor ingineresti și a celor nerezidențiale (Grafic 2.8).

Segmentul industrial continuă să traverseze o perioadă dificilă, dinamica anuală a productivității rămânând în teritoriul negativ pentru al patrulea trimestru consecutiv. Toate cele trei ramuri industriale majore au consemnat restrângeri ale indicatorilor de activitate; în cazul sectorului prelucrător, presiunea din partea costurilor de producție, în special energetice, a rămas dominantă, chiar dacă într-o oarecare atenuare în lunile recente. De altfel, printre ramurile prelucrătoare care înregistrează cele mai importante restrângeri ale activității în trimestrul III se numără cu precădere cele energointensive (industria chimică, industria materialelor de construcții, industria metalurgică și cea a construcțiilor metalice), producția fiind redimensionată pentru a face față costurilor împovărătoare – chiar și după introducerea plafonului de preț la energie aplicabil marilor consumatori industriali, tarifele rămân considerabil superioare celor dinaintea izbucnirii crizei energetice.

Pe de altă parte, se remarcă reziliența industriei auto, care a încheiat anul 2022 cu cea mai ridicată producție de autoturisme înregistrată până în prezent pe plan local, depășind pragul de 500 000 de unități (Grafic 2.9). Evoluția este susținută de noile modele intrate în producție în anul analizat, care se bucură de succes pe piața europeană, dat fiind raportul calitate-preț avantajos. Totodată, o ușoară ameliorare a situației în industrie este posibilă în perioada următoare, pe fondul temperării cotațiilor bunurilor energetice, al asigurării corespunzătoare a rezervelor de gaz pentru sezonul rece atât pe plan local, cât și în restul Europei (cu consecințe pozitive asupra

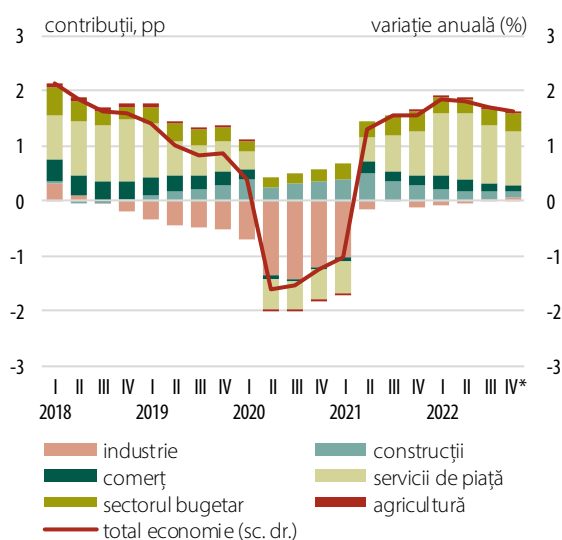
cererii externe adresate economiei locale) și al unei oarecare îmbunătățiri în planul indicatorilor de încredere. În acest context, câteva investiții consistente au fost anunțate sau demarate recent, în special în sfera electromobilității și a echipamentelor de stocare a energiei electrice: o investiție de aproape 1 miliard de euro în dezvoltarea unei fabrici de baterii, o investiție importantă în reorientarea unei fabrici de cutii de viteză către producția de motoare electrice, relocarea unei fabrici de anvelope din Rusia în România, extinderea capacității unei fabrici locale de autovehicule începând cu anul 2023 și pregătirea pentru intrarea în producție a unor modele electrice în anul următor.

Grafic 2.10. 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 procentul companiilor care percep că dificultatea de a găsi forță de muncă reprezintă un factor care le limitează activitatea economică; 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 BNR

Grafic 2.11. Efectivul salariaților din economie


*) oct.-nov.

Sursa: INS, calcule BNR

Evoluții pe piața muncii

Trimestrul III 2022 a marcat o stagnare a indicatorului referitor la gradul de tensionare a pieței muncii, astfel încât tendința de aplatizare observată în prima jumătate a anului s-a consolidat. Stabilizarea ratei locurilor de muncă vacante la 0,9 la sută a fost însoțită de o ușoară reducere a ratei șomajului BIM până la 5,4 la sută (-0,1 puncte procentuale față de trimestrul II 2022), iar sondajul DG ECFIN indică o atenuare a intensității problemei lipsei de personal percepute de companii în a doua parte a anului 2022 (Grafic 2.10). Datele provizorii aferente intervalului octombrie-noiembrie 2022 arată o creștere marginală a ratei șomajului până la 5,5 la sută (+0,1 puncte procentuale), sugerând că piața muncii manifestă reziliență în ansamblul său, într-un mediu caracterizat de încetinirea activității.

Rata anuală de creștere a efectivului de salariați din economie s-a temperat până la 1,7 la sută în trimestrul III 2022 (-0,1 puncte procentuale față de intervalul anterior), tendință care a continuat și în perioada octombrie-noiembrie (1,6 la sută; Grafic 2.11). Încetinirea ritmului angajărilor a fost vizibilă în aproape toate ramurile economice, respectiv în construcții, comerț și servicii de piață, însă în acest ultim caz, domenii precum sectorul IT sau cel al serviciilor de transport²² și depozitare au continuat să se extindă semnificativ (creșteri de peste 8 la sută). Pe ansamblul industriei, numărul de salariați a rămas în jurul nivelului observat în ultimii doi ani, în structură fiind consemnate evoluții divergente: costurile ridicate cu energia și materia primă au grevat activitatea ramurilor energointensive și a celor de producție a bunurilor de consum durabile (de pildă, chimie, prelucrarea lemnului, mobilă), domenii în care unii operatori au recurs într-o anumită măsură la disponibilizări, în timp ce sectorul alimentar se bucură de un avans al numărului de angajați, antrenat de facilitățile fiscale acordate în sfera impozitării muncii²³.

În sectorul bugetar s-a observat o ușoară majorare

a schemelor de personal, în administrația publică și în învățământ.

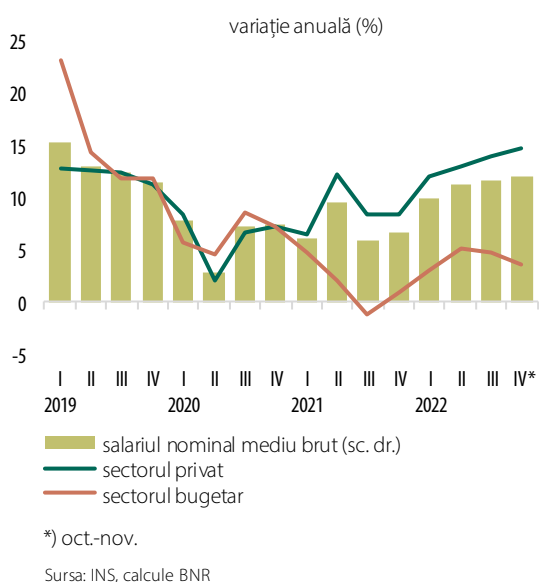
²² În speță transportul aerian și pe apă.

²³ Începând cu data de 1 iunie 2022, salariile angajaților din industria alimentară sunt scutite de la plata impozitului pe venit și CASS, iar CAS a fost redus cu 3,75 puncte procentuale, ceea ce implică o majorare semnificativă a salariilor nete și o creștere a atractivității sectorului pentru candidați.

Pe termen scurt se prefigurează o încetinire a cererii de forță de muncă, indicatorul așteptărilor privind ocuparea diminuându-se în luna decembrie 2022 până la 102,8 puncte, de la 107,5 puncte în octombrie-noiembrie.

În decursul anului 2022, o parte însemnată din cererea de forță de muncă a fost acoperită de lucrători non-UE, surse din piață relevând că până la finele anului s-au emis permise de lucru pentru întreg contingentul de 100 000 de muncitori aprobat pentru 2022. Este de așteptat ca apelul firmelor la forță de muncă străină să se mențină și în 2023, dată fiind aprobarea unui nou contingent de 100 000 de lucrători. Demersul nu va fi însă lipsit de provocări, existând deja angajatori care invocă dificultăți în realizarea „importului” de forță de muncă, soldat uneori chiar cu recrutări eșuate, ca urmare a duratei excesive a procedurilor legale (până la 6-9 luni).

Grafic 2.12. Evoluția salariului mediu brut pe economie



Dinamica anuală a salariului mediu brut pe economie s-a menținut pe o traiectorie ascendentă în a doua jumătate a anului, urcând până 12,1 la sută în intervalul octombrie-noiembrie 2022 (față de 11,2 la sută în trimestrul II, respectiv 11,7 la sută în trimestrul III). Accelerarea a fost imprimată de mediul privat (14,8 la sută) pe fondul inflației ridicate, care a alimentat anticipațiile și, mai departe, cererile salariale; în același timp, atât susținerea acordată de productivitatea muncii, cât și influența în sens ascendent a gradului de tensionare a pieței muncii s-au atenuat. În sectorul bugetar, ritmul de creștere a salariilor s-a temperat ușor în perioada analizată, la 3,7 la sută, pe parcursul anului 2022 evoluând în corelație cu momentele acordării tichetelor de vacanță (Grafic 2.12). O rată înaltă de creștere a salariilor este așteptată și în 2023, începutul anului fiind marcat de creșterea salariului

minim (+18 la sută pe total economie, respectiv +33 la sută în construcții), precum și de majorări în sectorul bugetar (+10 la sută, pentru o bună parte din angajații din învățământ și administrația publică).

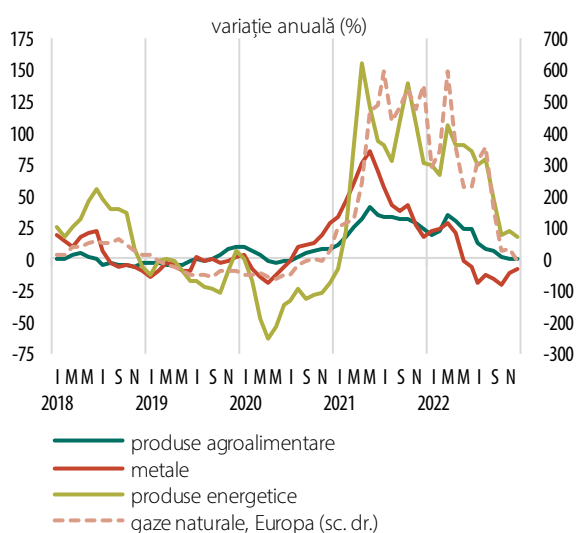
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă

Relativa detensionare a piețelor de materii prime, în special energetice, a antrenat temperarea presiunilor inflaționiste în cazul prețurilor de import și de producție pentru piața internă, atât industriale, cât și agricole. Tendința este probabil să continue, dat fiind contextul caracterizat de temperarea cererii și de manifestarea unor efecte de bază favorabile, dar influențe în sens opus ar putea veni din partea costurilor unitare cu forța de muncă.

2.1. Prețurile de import

Cotațiile internaționale ale materiilor prime energetice și-au moderat semnificativ dinamica anuală în trimestrul IV 2022 (până la 18,7 la sută, conform datelor Băncii Mondiale), într-un context caracterizat de temperarea cererii și de manifestarea unor

Grafic 2.13. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, calcule BNR

efecte de bază favorabile (Grafic 2.13). Traiectoria descendentă a prețului petrolului Brent s-a întrerupt în luna octombrie, sub influența anunțului OPEC+ de restricționare semnificativă a ofertei grupului, noi scăderi consemnându-se însă ulterior, până în prima parte a lunii decembrie. Limitările comerciale intrate în vigoare pe 5 decembrie 2022²⁴ nu au exercitat un efect vizibil asupra prețului Brent, a cărui medie s-a situat în luna respectivă în jurul valorii de 80 dolari SUA/baril. Ultimele evoluții privind perspectiva cererii mondiale sunt mai degrabă mixte, unele semnale de ameliorare a situației din China fiind contrabalansate de contextul nefavorabil din zona euro. În cazul gazelor naturale tranzacționate pe piața europeană, ascensiunea din trimestrul III a fost urmată de un amplu declin, în condițiile în care Europa a asigurat un nivel adecvat al stocurilor de gaze naturale în perspectiva sezonului rece, iar toamna a fost caracterizată de temperaturi

superioare celor înregistrate, de regulă, în acest anotimp; totodată, consumul țărilor UE s-a redus sensibil, ceea ce s-a reflectat în diminuarea considerabilă a variației anuale a cotațiilor TTF de la peste 250 la sută în trimestrul III la 14,6 la sută în trimestrul IV. Cu toate acestea, condițiile de piață s-au menținut în continuare tensionate, astfel încât cotația TTF și-a reluat creșterea pe parcursul lunii noiembrie, traiectoria fiind întreruptă ulterior²⁵.

Pe fondul păstrării perspectivei rezervate cu privire la activitatea globală, prețurile metalelor (inclusiv produse minerale) au continuat să înregistreze un declin în termeni anuali în trimestrul IV 2022 (-13,5 la sută). Un oarecare optimism asociat semnalelor vizând renunțarea la abordarea „zero-COVID” în China s-a reflectat totuși asupra prețurilor în ultimele luni ale trimestrului; în același sens au acționat și unele limitări ale ofertei, precum cele consemnate în cazul aluminiului (în Europa, reducerile de producție anunțate de companiile din acest sector cumulează circa un sfert din totalul capacității).

În ansamblu, prețurile materiilor prime alimentare au consemnat o evoluție relativ stabilă începând cu luna septembrie, iar variația anuală a coborât la 0,1 la sută în

²⁴ Plafonarea la 60 dolari SUA/baril a prețului țițeiului rusesc, impusă de G7+Australia, și expirarea perioadei de șase luni în care statele europene mai puteau achiziționa petrol din Rusia pe cale maritimă, ulterior embargoului adoptat la jumătatea anului curent. În luna decembrie, țițeiul rusesc s-a tranzacționat sub limita plafonului, în jurul valorii de 55 dolari SUA/baril.

²⁵ Autoritățile europene au stabilit în decembrie un mecanism de plafonare pentru cotația gazelor naturale TTF la 180 euro/MWh, care intră în vigoare de la mijlocul lunii februarie 2023. Având în vedere noile reglementări ale autorităților din România, măsura nu are impact asupra situației din plan local.

trimestrul IV 2022 (date FAO). Derularea exporturilor de materii prime agricole ale Ucrainei pe Marea Neagră a exercitat o influență importantă în sensul calmării piețelor de cereale și semințe oleaginoase.

În corelație cu evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime, indicele valorii unitare a importurilor (IVU) și-a atenuat creșterea în trimestrul III 2022, până la 116,3 la sută (-4 puncte procentuale față de intervalul anterior). Astfel, influența inflaționistă exercitată de prețurile externe s-a diminuat, efectul fiind însă atenuat de tendința de depreciere a monedei naționale față de dolarul SUA. Cea mai importantă contribuție la dinamica indicelui agregat a revenit produselor minerale, al căror IVU a coborât cu 35 puncte procentuale, până la 140 la sută, evoluții similare, dar de amplitudini mai reduse, fiind consemnate și în cazul metalelor comune și al produselor din lemn.

În ceea ce privește bunurile relevante pentru coșul de consum, pe segmentul agroalimentar dinamizări ale IVU au consemnat zahărul (circa 20 puncte procentuale) și produsele din carne (îndeosebi carnea de porc, pe fondul ofertei reduse). Evoluții de sens contrar au înregistrat produsele vegetale și uleiurile (diminuări de 7,8 puncte procentuale, respectiv 5,2 puncte procentuale), tendință ce probabil se va menține și în perioada următoare. Pe segmentul nealimentar, majorări ale IVU s-au înregistrat cu precădere la nivelul unor produse de uz curent (îmbrăcăminte și încălțăminte).

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

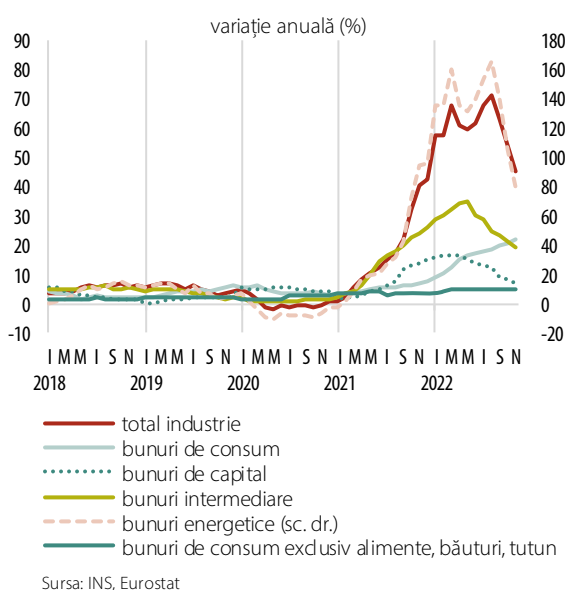
În perioada octombrie-noiembrie 2022, dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă s-a menținut ridicată (49,1 la sută), dar s-a mai temperat (-17,9 puncte procentuale față de media trimestrului III), în condițiile

relative detensionări a piețelor de materii prime, în special energetice (Grafic 2.14). Pentru decembrie 2022, sondajul DG ECFIN indică o anumită stabilitate la nivel agregat a prețurilor de producție (soldul conjunctural s-a plasat în continuare la o valoare însemnată, fără a depăși însă nivelul din trimestrul III). Tendința de moderare a ratei anuale de creștere, vizibilă încă din luna septembrie, este de așteptat să se mențină pe termen scurt, date fiind evoluțiile curente ale cotațiilor materiilor prime și manifestarea unor efecte de bază favorabile. În același timp însă, presiuni în sens ascendent se formează pe filiera costurilor unitare cu forța muncă.

Traectoria dinamicii anuale a prețurilor producției industriale a fost imprimată de sectorul energetic, în cazul căruia ritmul de creștere a prețurilor a decelerat considerabil (-61,2 puncte procentuale, până la 91,3 la sută), cu contribuția dominantă a ramurii de

producție și furnizare a energiei electrice, termice și gazelor naturale (variație anuală în scădere de la 179,7 la sută în trimestrul III la 111 la sută). Urmând tendința externă,

Grafic 2.14. Prețurile producției industriale pentru piața internă



cotațiile spot pe piețele interne *en gros* ale energiei electrice și gazelor naturale au evoluat descendent, în contextul îmbunătățirii raportului cerere/ofertă. Pe de o parte, economia și-a redus consumul, nu doar datorită temperaturilor peste media sezonieră din această perioadă, ci și ca urmare a restrângerii producției în industriile energofage. Pe de altă parte, oferta a beneficiat de majorarea producției de electricitate din surse regenerabile, asociată condițiilor meteo mai favorabile, în timp ce incertitudinea cu privire la aprovizionarea adecvată cu gaze în perspectiva sezonului rece 2022-2023 s-a mai disipat, odată cu creșterea cantităților depozitate. Totodată, la nivel european s-au făcut demersuri²⁶ în sensul sporirii influenței factorilor fundamentali asupra evoluțiilor bursiere, prin supraimpozitarea producătorilor de energie nucleară și regenerabilă care obțin beneficii din vânzare la un preț mai mare decât costul de producție, efectul urmărit fiind acela de reducere a cotațiilor. Măsuri în acest sens au fost recent implementate și de autoritățile din România (limitarea profitului producătorilor de energie, stabilirea unei valori maxime decontate pentru furnizorii de energie electrică).

În corelație cu evoluția cotațiilor petrolului pe piețele internaționale, rate anuale mai reduse comparativ cu trimestrul III au consemnat și prețurile din ramura de prelucrare a țițeiului (-33,5 puncte procentuale, până la 46 la sută).

Decelerări de ritm, dar de amplitudine mai moderată, au fost vizibile în intervalul octombrie-noiembrie 2022 și la nivelul prețurilor bunurilor intermediare și de capital (-5,2 puncte procentuale și respectiv -3,7 puncte procentuale), în special pe fondul evoluțiilor din ramurile energofage (metalurgie, chimie) în condițiile presiunilor ceva mai moderate din partea cotațiilor materiilor prime energetice și ale metalelor, la care s-au adăugat costurile mai reduse de transport.

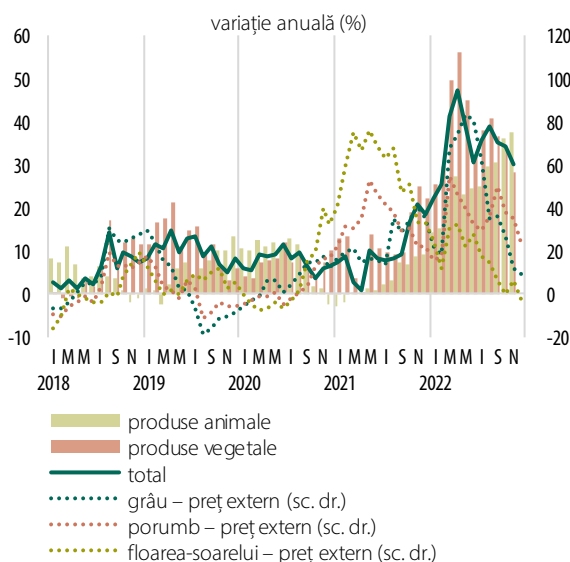
În schimb, dinamica prețurilor de producție ale bunurilor de consum a continuat să se majoreze (+2,4 puncte procentuale, până la 21,4 la sută), pe seama grupei produselor de uz curent. Astfel, în industria alimentară, prețurile de producție s-au majorat în termeni anuali cu 30,6 la sută (+0,9 puncte procentuale comparativ cu media trimestrului III, dar în relativă stabilizare după vârful de 31,1 la sută atins în luna septembrie). Prețurile produselor lactate au consemnat creșteri susținute, în condițiile în care materia primă a continuat să se scumpească, pe parcursul ultimelor luni remarcându-se o tendință de creștere a numărului de sacrificări la nivelul fermelor, date fiind costurile ridicate de întreținere a animalelor. În plus, presiuni se manifestă și la carnea de pui, ca urmare a numeroaselor cazuri de gripă aviară apărute în unele țări europene. Dinamica anuală a prețurilor de producție ale bunurilor de consum exclusiv alimente, băuturi și tutun a rămas relativ stabilă, oscilând în ultimele patru luni în jurul valorii de 9,5 la sută.

În intervalul octombrie-noiembrie 2022, prețurile producției agricole au continuat să consemneze creșteri anuale consistente (Grafic 2.15), dar amplitudinea variației comparativ cu trimestrul III s-a mai temperat (-4,4 puncte procentuale, până la 32,2 la sută). Evoluția s-a datorat produselor vegetale, a căror dinamică anuală a

²⁶ Măsurile au fost adoptate în luna octombrie și au intrat în vigoare la 1 decembrie 2022.

coborât până la 31 la sută (-7,5 puncte procentuale) în corelație cu cotațiile cerealelor (în special grâu).

Grafic 2.15. Prețurile producției agricole



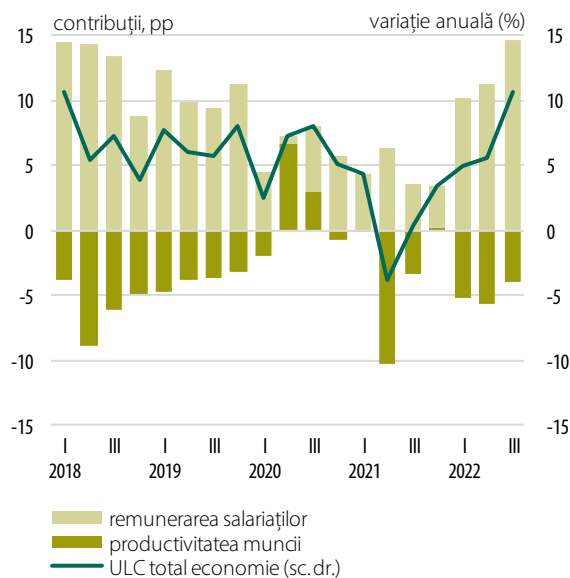
Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

Rata anuală a prețurilor produselor de origine animală și-a continuat parcursul ascendent, până la 36,8 la sută (adăugând 8,4 puncte procentuale la media trimestrului III), în principal ca urmare a mișcărilor de prețuri pe segmentul cărnii și al laptelui.

Costurile unitare cu forța de muncă

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe total economie aproape s-a dublat în trimestrul III 2022 față de perioada anterioară, accelerând până la 10,6 la sută. Creșterea alertă a remunerării salariaților (14,9 la sută, +3,3 puncte procentuale) a fost însoțită de o încetinire a ritmului productivității muncii (3,9 la sută, -1,8 puncte procentuale), ceea ce sugerează acumularea de presiuni inflaționiste și pe acest segment al costurilor de producție (Grafic 2.16).

Grafic 2.16. Costurile unitare cu forța de muncă



Sursa: INS, calcule BNR

În industrie, rata anuală a costurilor salariale unitare și-a continuat traiectoria ascendentă observată pe parcursul anului 2022, urcând până la 18,9 la sută în intervalul octombrie-noiembrie (față de 15,8 la sută în trimestrul III, respectiv 12,6 la sută în semestrul I). Costurile ridicate cu energia continuă să aibă efecte negative asupra producției industriale autohtone (direct și indirect, prin impactul asupra partenerilor comerciali), însă la nivelul forței de muncă nu au fost operate deocamdată ajustări semnificative, companiile încercând probabil să minimizeze costurile cu reangajarea, în cazul în care constrângerile asupra activității ar urma să se tempereze. Ritmuri ample ale costurilor salariale unitare au continuat să înregistreze industriile energointensive, precum metalurgia și chimia (peste 50 la sută), însă variații mari, cuprinse între 20 la sută și 35 la sută, au avut loc și în cazul industriei de fabricare a maselor plastice, a echipamentelor electrice, în industria mineralelor nemetalice, de prelucrare a lemnului și în construcțiile

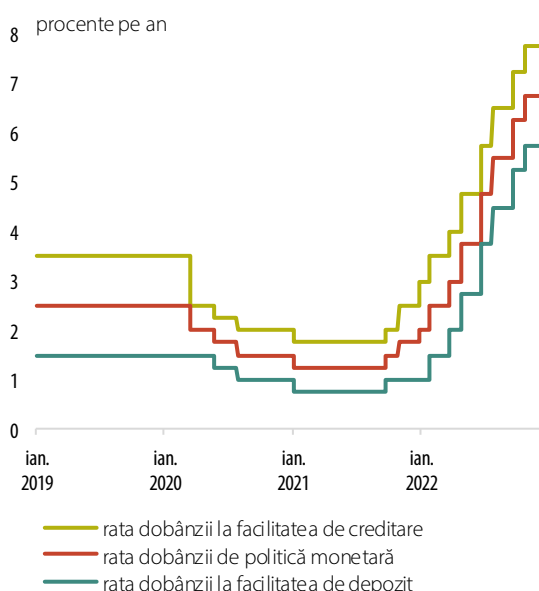
metalice. În schimb, în industria auto, atenuarea tensiunilor în lanțurile globale de aprovizionare a antrenat o revenire notabilă a producției în a doua parte a anului 2022, care s-a reflectat într-o ameliorare a dinamicii costurilor salariale unitare, aceasta coborând până la 6,5 la sută în perioada iulie-noiembrie 2022, de la circa 20 la sută în semestrul I.

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

BNR a continuat să majoreze rata dobânzii de politică monetară în lunile noiembrie 2022 și ianuarie 2023, cu 0,50 puncte procentuale și respectiv 0,25 puncte procentuale, ridicând-o astfel la nivelul de 7,00 la sută. Implicit, rata dobânzii aferentă facilității de creditare a fost crescută la 8,00 la sută, iar cea pentru facilitatea de depozit, la 6,00 la sută (Grafic 3.1). Totodată, banca centrală a menținut nivelurile în vigoare ale ratelor rezervelor minime obligatorii aferente pasivelor în lei și în valută ale instituțiilor de credit (de 8 la sută, respectiv 5 la sută), păstrând și controlul ferm asupra lichidității de pe piața monetară în noiembrie 2022. Măsurile au vizat ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și stimularea economisirii, în scopul readucerii durabile pe termen mediu a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Deciziile Consiliului de administrație al BNR din luna noiembrie 2022 au fost justificate de evoluția curentă a inflației și de cea anticipată în viitorul apropiat, de natură să inducă pe mai departe riscuri la adresa anticipațiilor inflaționiste pe termen mai lung, dar și de perspectiva descreșterii graduale a ratei anuale a inflației din debutul anului 2023, pe o traiectorie revizuită majoritar în sus, însă în sens descendent pe segmentul de mijloc al orizontului de prognoză, ca efect al prelungirii schemelor de plafonare a prețurilor la energie până în luna august 2023²⁷.

Astfel, rata anuală a inflației a continuat să se mărească în septembrie, până la 15,88 la sută²⁸, înregistrând, prin urmare, o creștere și în trimestrul III 2022, față de plafonarea previzionată în luna august. Creșterea a fost totuși mult mai modestă față de trimestrele precedente, în condițiile în care influența de ansamblu

²⁷ Prin Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 119/2022, intrată în vigoare la 1 septembrie 2022.

²⁸ De la 15,05 la sută în iunie.

a componentelor exogene ale IPC a devenit dezinflaționistă în acest interval, în principal ca urmare a ieftinirii combustibililor^{29,30}. În același timp, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a încetinit ascensiunea în raport cu prima parte a anului, dar a continuat să se mărească semnificativ și peste așteptări în trimestrul III³¹, însă cu contribuția record a scumpirii alimentelor procesate, sub influența creșterii prețurilor materiilor prime și ale energiei³².

Potrivit noii prognoze pe termen mediu, rata anuală a inflației era așteptată să mai crească foarte ușor spre finele anului 2022 și să ajungă astfel pe un platou, pentru ca apoi să se înscrie pe o traiectorie descrescătoare graduală, revizuită majoritar în sus, dar în sens descendent pe segmentul de mijloc al orizontului proiecției, ce cobora la nivelul de o cifră în prima jumătate a anului 2024 și se accentua ulterior, rămânând totuși la finele orizontului proiecției ușor deasupra intervalului țintei. Astfel, după ce urca probabil la 16,3 la sută în decembrie 2022 – vizibil peste valoarea de 13,9 la sută prognozată anterior –, rata anuală a inflației era anticipată să se reducă până la 11,2 la sută la finele anului 2023 și apoi la 4,2 la sută la sfârșitul orizontului prognozei, față de nivelurile de 7,5 la sută, respectiv 2,3 la sută anticipate anterior pentru aceleași momente de referință.

Inversarea traiectoriei ratei anuale prognozate a inflației avea ca resorturi probabila atenuare a efectelor directe și indirecte ale șocurilor globale pe partea ofertei, inclusiv în contextul aplicării schemelor de plafonare a prețurilor la energie până în august 2023, precum și manifestarea tot mai pregnantă a efectelor de bază dezinflaționiste asociate creșterilor ample înregistrate anterior de prețurile energiei, combustibililor și alimentelor procesate, alături de influențele anticipate să decurgă din descreșterea cotațiilor unor mărfuri, pe fondul detensionării piețelor *en gros*. În aceste condiții, responsabile de revizuirea în sus a celei mai mari părți a traiectoriei ratei anuale prognozate a inflației erau dinamicele relativ mai înalte consemnate în ultima perioadă, implicit în perspectivă, de prețurile alimentelor procesate și ale energiei.

Incertitudini semnificative rămâneau totuși asociate impactului prezumat al schemelor de plafonare a prețurilor la energie, dar mai ales duratei acestora, a cărei eventuală prelungire suplimentară era de natură să coboare rata anuală a inflației la finele anului 2023 considerabil sub nivelul indicat de actuala prognoză³³.

Totodată, presiunile factorilor fundamentali erau așteptate a-și epuiza alert caracterul inflaționist modest, dar mai pregnant față de cel prognozat anterior, și a deveni mai pronunțat dezinflaționist în 2024, dată fiind perspectiva restrângerii rapide

²⁹ Ca efect al compensării prețului carburanților și al scăderii cotațiilor țiteiului.

³⁰ Influențe suplimentare au venit din efecte de bază asociate evoluției prețurilor produselor din tutun, precum și celei a prețurilor la energie, atenuate totuși de modificarea caracteristicilor schemei de plafonare a prețurilor la energie electrică începând cu luna septembrie.

³¹ La 11,9 la sută în septembrie, de la 9,8 la sută în iunie.

³² Contribuția acestei subcomponente la creșterea inflației anuale CORE2 ajustat a atins în acest interval un maxim al ultimelor trimestre, în timp ce aportul subcomponentei mărfuri nealimentare a rămas relativ modest, iar cel al subcomponentei servicii a devenit ușor negativ, pe seama unor efecte de bază și a aprecierii leului față de moneda unică europeană.

³³ Cu circa 4 puncte procentuale.

a excedentului de cerere agregată și a închiderii lui în trimestrul IV 2023 – doar cu o mică întârziere față de proiecția din august –, urmată de o adâncire relativ mai rapidă a *gap*-ului PIB în teritoriul negativ.

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

Incertitudini și riscuri majore erau asociate însă și conduitei politicii fiscale, având în vedere execuția bugetară din primele nouă luni ale anului 2022, precum și potențialul impact bugetar al măsurilor aplicate în conjunctura curentă în vederea sprijinirii populației și firmelor, dar și cerința continuării consolidării bugetare în contextul procedurii de deficit excesiv și al tendinței generale de creștere a costului finanțării.

Datele statistice publicate ulterior au arătat că rata anuală a inflației a ajuns în noiembrie la 16,76 la sută, peste nivelul prognozat, după ce în octombrie scăzuse la 15,32 la sută și că de această dată creșterea a fost determinată atât de scumpirea mărfurilor alimentare, cât și de majorări cvasigeneralizate și mai accentuate de prețuri pe segmentul mărfurilor nealimentare și pe cel al serviciilor de piață. În aceste condiții, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a reaccelerat ușor ascensiunea, contrar așteptărilor, mărindu-se la 14,0 la sută în noiembrie, în timp ce dinamica prețului combustibililor și-a accentuat scăderea³⁴, astfel încât contribuția de ansamblu a componentelor exogene ale IPC a rămas dezinflaționistă în primele două luni din trimestrul IV.

În același timp, activitatea economică a depășit semnificativ previziunile și în trimestrul III 2022, crescând într-un ritm similar celui din trimestrul anterior, de 1,3 la sută³⁵, evoluție implicând o nouă mărire a excedentului de cerere agregată în acest interval, contrar așteptărilor. În schimb, față de aceeași perioadă a anului trecut, creșterea PIB a continuat să decelereze³⁶, rămânând totuși însemnată din perspectivă istorică. Creșterea economică a fost susținută de această dată în principal de formarea brută de capital fix și doar în secundar de consumul gospodăriilor populației, în timp ce evoluția exportului net a redevenit puternic contracționistă, în condițiile în care dinamica anuală a volumului importului a depășit-o sensibil pe cea a exportului de bunuri și servicii. Pe acest fond, deficitul balanței comerciale și cel de cont curent și-au accentuat considerabil creșterea anuală, în pofida restrângerii

³⁴ Pe fondul trendului descendent al cotațiilor petrolului și al plafonării prețului lemnului de foc.

³⁵ Dar în condițiile unei consistente revizuirii în sens descendent a datelor statistice privind dinamica PIB în perioada 2020-2022.

³⁶ La 4,0 la sută, de la 5,1 la sută în trimestrul II.

semnificative a decalajului nefavorabil dintre variația anuală în scădere a prețurilor importurilor și cea a prețurilor exporturilor.

Pe piața muncii, efectivul salariaților din economie și-a temperat sensibil creșterea lunară în septembrie-octombrie 2022, iar rata șomajului BIM s-a mărit marginal în intervalul octombrie-noiembrie, după descreșterea cvasicontinuuă din ultimii doi ani, până la 5,4 la sută în trimestrul III. Totodată, dinamica anuală a câștigului salarial mediu brut nominal și-a încetinit trendul ascendent în primele patru luni din semestrul II 2022, însă ritmul de creștere a costurilor salariale unitare pe ansamblul economiei s-a cvasidublat în trimestrul III, iar dinamica anuală de două cifre a costului unitar cu forța de muncă din industrie a continuat să se mărească relativ alert, inclusiv în octombrie. În același timp, deficitul de forță de muncă raportat de companii a stagnat în trimestrul IV 2022 la nivelul diminuat atins în trimestrul anterior, iar, după o redresare vizibilă în perioada octombrie-noiembrie, intențiile de angajare pe orizontul scurt de timp s-au redus din nou la finele anului.

Pe piața financiară, principalele cotații ale segmentului monetar interbancar au consemnat ajustări descendente graduale în perioada noiembrie-decembrie 2022, pe fondul ameliorării condițiilor lichidității, iar randamentele titlurilor de stat și-au accelerat descreșterea, inclusiv sub influența îmbunătățirii sentimentului pieței financiare internaționale și a percepției asupra riscului asociat piețelor financiare din regiune. În această conjunctură, reflectând și o creștere a atractivității relative a plasamentelor în monedă națională, leul a manifestat o tendință de apreciere față de euro și în ultimele două luni ale anului 2022, întărindu-se totodată semnificativ în raport cu dolarul SUA, în condițiile accentuării deprecierii monedei americane față de euro³⁷.

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a accelerat descreșterea în intervalul octombrie-noiembrie³⁸, ca urmare a decelerării în continuare a creșterii componente în lei, contrabalansată doar ușor de prelungirea ascensiunii dinamicii înalte a creditului în valută, sub influența evoluțiilor de pe segmentul societăților nefinanciare. Drept urmare, ponderea componente în lei în creditul acordat sectorului privat a continuat să se reducă lent³⁹.

Evaluările actualizate în acest context au arătat că rata anuală a inflației va scădea probabil în trimestrul I 2023 în linie cu cea mai recentă prognoză pe termen mediu, dar va coborî semnificativ mai alert ulterior, ajungând la nivelul de o cifră încă din trimestrul III al anului curent – în devans cu aproape trei trimestre față de previziunile precedente –, ca efect al prelungirii schemelor de plafonare și compensare a prețurilor la energie până la 31 martie 2025 și al modificării caracteristicilor acestora începând cu 1 ianuarie 2023. Alături de această modificare, determinanți majori ai descreșterii în perspectivă apropiată a ratei anuale a inflației erau efectele de bază dezinflaționiste asociate creșterilor ample consemnate anterior de prețurile energiei și combustibililor,

³⁷ În principal pe fondul așteptărilor privind o relativă moderare a întăririi politicii monetare a Fed, implicit în raport cu BCE.

³⁸ Ajungând la 13,2 la sută în noiembrie, de la 16,0 la sută în septembrie.

³⁹ Până la 69,4 la sută în noiembrie, de la 70,6 la sută în septembrie.

precum și trendul descendent relativ mai accentuat din perioada recentă al cotației petrolului⁴⁰.

Din partea poziției ciclice a economiei erau de așteptat, totuși, presiuni inflaționiste mai intense față de cele anticipate anterior, dar relativ modeste și în atenuare în perspectivă apropiată, în condițiile în care noile evaluări indicau o încetinire progresivă a creșterii economiei în trimestrele IV 2022 și I 2023, sub impactul războiului din Ucraina și al sancțiunilor asociate, însă după avansul peste așteptări consemnat de PIB și în trimestrul III 2022. Evoluțiile făceau probabile valori în descreștere ale excedentului de cerere agregată în acest interval, dar mai ridicate față de cele evidențiate de prognoza din noiembrie 2022.

Războiul din Ucraina și sancțiunile asociate continuau însă să genereze incertitudini și riscuri considerabile la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației. Totodată, o sursă majoră de incertitudini și riscuri rămânea absorbția fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, în contextul condiționalităților atașate.

Incertitudini și riscuri majore rămăneau asociate însă și conduitei politicii fiscale, date fiind, pe de o parte, ținta de deficit bugetar stabilită pentru anul 2023 în vederea continuării consolidării bugetare în contextul procedurii de deficit excesiv și al majorării semnificative a costului finanțării și, pe de altă parte, seturile de măsuri de sprijin prevăzute a fi aplicate ori prelungite în acest an, într-o conjunctură economică și socială dificilă pe plan intern și global, cu potențiale implicații adverse asupra parametrilor bugetari.

În ansamblul său, contextul analizat a justificat majorarea cu 0,25 puncte procentuale a ratei dobânzii de politică monetară, pentru ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu și pentru 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.

În consecință, în ședința din 10 ianuarie 2023, Consiliul de administrație al BNR a decis majorarea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută, de la 6,75 la sută. Totodată, rata dobânzii pentru facilitatea de creditare a fost majorată la 8,00 la sută de la 7,75 la sută, iar cea aferentă facilității de depozit, la 6,00 la sută de la 5,75 la sută. De asemenea, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost menținute la nivelurile în vigoare (la 8 la sută, respectiv 5 la sută).

⁴⁰ Începând cu trimestrul I al anului curent, mici efecte de bază dezinflaționiste erau anticipate a se manifesta și pe segmentul alimentelor procesate, cu impact asupra dinamicii viitoare a inflației de bază.

2. Piețe financiare și evoluții monetare

Randamentul mediu zilnic al tranzacțiilor interbancare⁴¹ s-a re poziționat în cursul trimestrului IV 2022 din jumătatea superioară a coridorului ratelor dobânzilor în proximitatea limitei de jos a acestuia, continuând să crească pe ansamblul intervalului, dar mai temperat. La rândul lor, cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare s-au înscris pe o traiectorie descendentă graduală, mediile lor trimestriale încetinindu-și ascensiunea. Cursul de schimb leu/euro a consemnat noi scăderi temporare pe parcursul trimestrului IV, inferioare totuși, ca amplitudine, celei din trimestrul anterior. Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a accelerat descreșterea în intervalul octombrie-noiembrie, iar cea a lichidității din economie a continuat să scadă.

2.1. Ratele dobânzilor

În cursul trimestrului IV 2022, randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare s-a re poziționat din jumătatea superioară a coridorului ratelor dobânzilor în proximitatea limitei de jos a acestuia, majorată de banca centrală în pas cu rata dobânzii-cheie în lunile octombrie și noiembrie. Media trimestrială a randamentului⁴² a continuat astfel să crească, dar mai temperat (+0,37 puncte procentuale față de precedentele trei luni), atingând nivelul de 6,04 la sută, un maxim al ultimelor 52 de trimestre.

În trimestrul IV 2022, evoluțiile de pe piața monetară au fost puternic influențate de reinstalarea la mijlocul intervalului a unui excedent de lichiditate⁴³ – sub impactul operațiunilor în valută ale Trezoreriei –, drenat de banca centrală exclusiv prin intermediul facilității de depozit⁴⁴, în contextul ameliorării percepției asupra riscului asociat piețelor financiare din regiune, dar și al sporirii atractivității relative a plasamentelor în lei, inclusiv ca efect al noii majorări a ratei dobânzii de politică monetară efectuate de către BNR în luna noiembrie. Pe acest fond, ratele dobânzilor pe termen foarte scurt și-au accentuat întrucâtva fluctuația în octombrie, tinzând să rămână totuși deasupra ratei dobânzii de politică monetară, pentru ca în debutul lunii noiembrie să coboare și să se mențină apoi în apropierea ratei dobânzii la facilitatea de depozit, crescând odată cu majorarea acesteia de către BNR în pas cu rata dobânzii-cheie.

La rândul lor, după ce au atins un vârf al ultimilor aproximativ 13 ani în octombrie, în contextul noii majorări a ratei dobânzii de politică monetară, cotațiile ROBOR 3M-12M s-au înscris și s-au menținut apoi pe o traiectorie descendentă graduală, reducându-și

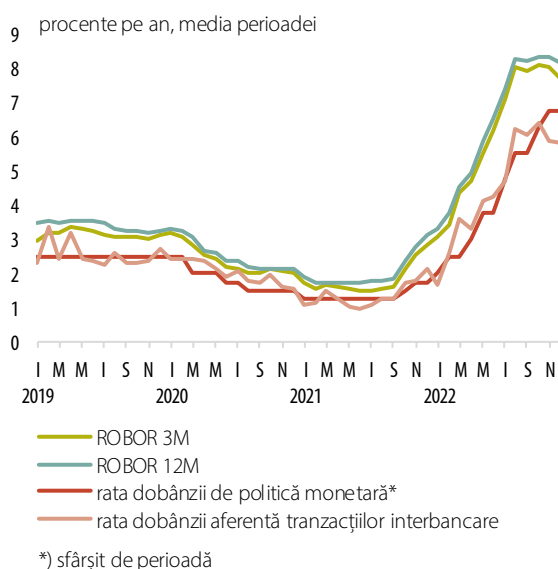
⁴¹ Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară, ponderată cu volumul tranzacțiilor.

⁴² Ponderată cu volumul tranzacțiilor.

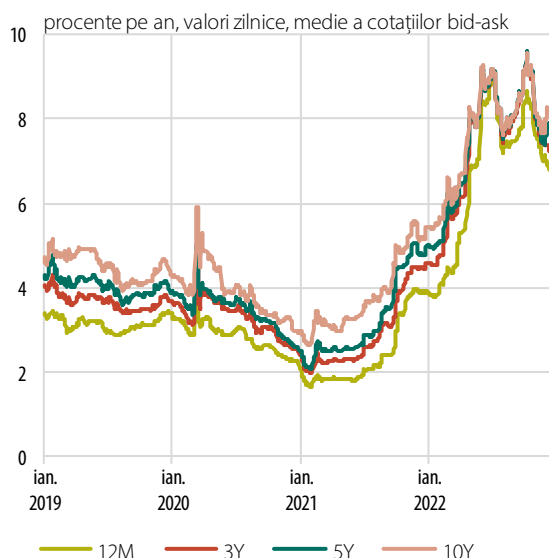
⁴³ În prima parte a trimestrului, deficitul net de rezerve al băncilor a continuat să se restrângă, iar acesta a fost acoperit într-o proporție considerabil crescută prin operațiuni *repo* efectuate de BNR pe baze bilaterale. Stocul mediu zilnic al acestor operațiuni s-a mărit substanțial în octombrie, la 2,8 miliarde lei. Concomitent, stocul mediu zilnic al lichidității obținute de bănci prin facilitatea de creditare s-a restrâns la 3,8 miliarde lei, de la 7,9 miliarde lei în septembrie.

⁴⁴ Stocul mediu zilnic al acestor plasamente s-a mărit la 6,2 miliarde lei în noiembrie și 10,9 miliarde lei în decembrie 2022, de la 2,3 miliarde lei în octombrie și 0,5 miliarde lei în ultima lună a trimestrului III.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



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



ecartul pozitiv semnificativ față de rata dobânzii-cheie, pe fondul ameliorării condițiilor lichidității și al revizuirii așteptărilor instituțiilor de credit privind perspectiva ratei dobânzii de politică monetară. Mediile lor trimestriale și-au încetinit astfel ascensiunea, majorându-se cu aproximativ 0,3 puncte procentuale față de precedentele trei luni pe toate scadențele, la 7,93 la sută în cazul ROBOR 3M și la 8,10 la sută, respectiv 8,28 la sută pe termenele de 6 luni și 12 luni – valori maxime ale ultimelor 52 de trimestre (Grafic 3.2).

Pe piața titlurilor de stat, influențe majore au continuat să decurgă în trimestrul IV 2022 din evoluția randamentelor titlurilor de stat pe termen lung din economiile dezvoltate – reflectând anticipațiile privind conduita politicii monetare a Fed și cea a BCE, cu impact și asupra sentimentului pieței financiare internaționale⁴⁵ –, precum și din schimbările de percepție asupra riscului asociat piețelor financiare din regiune⁴⁶ și din sporirea atractivității relative a titlurilor de stat denominate în lei. Importante au fost și deciziile privind confirmarea ratingului de țară al României și a perspectivei acestuia, adoptate de către principalele agenții de profil în acest interval.

În aceste condiții, cotațiile de referință⁴⁷ ale pieței secundare și-au accentuat creșterea în primele două decade ale lunii octombrie, depășind, pe segmentul mediu și lung al maturităților, valorile maxime atinse în intervalul iunie-iulie 2022, pentru ca ulterior să se înscrie pe o traiectorie pronunțat descendentă, ce s-a prelungit până la finele trimestrului în cazul titlurilor pe termen scurt⁴⁸ și s-a corectat doar ușor în decembrie în cazul celor pe 5 ani și 10 ani (Grafic 3.3). Astfel, valorile medii lunare ale cotațiilor s-au redus în decembrie față de ultima lună a trimestrului anterior

cu circa 0,50 puncte procentuale pe scadențele de 6 luni și 12 luni (la 6,88 la sută,

⁴⁵ În octombrie, randamentele titlurilor de stat din SUA și din zona euro și-au continuat mișcarea general ascendentă, pentru ca ulterior să intre pe o traiectorie descrescătoare, ce s-a prelungit până în prima parte a lunii decembrie, pe fondul așteptărilor privind temperarea în perspectivă apropiată a ritmului întăririi politicii monetare de către Fed, alimentate inclusiv de ajustarea descendentă peste așteptări a ratei anuale a inflației din SUA, relevată de datele publicate în acest interval. În a doua parte a lunii decembrie, randamentele titlurilor de stat pe termen lung din zona euro au revenit însă în preajma vârfurilor atinse în octombrie, ca urmare a mesajelor transmise de către BCE privind continuarea majorării semnificative a ratelor dobânzilor, menținerea ulterioară a acestora la niveluri restrictive, precum și inițierea reducerii deținerilor de active financiare începând cu luna martie a anului 2023.

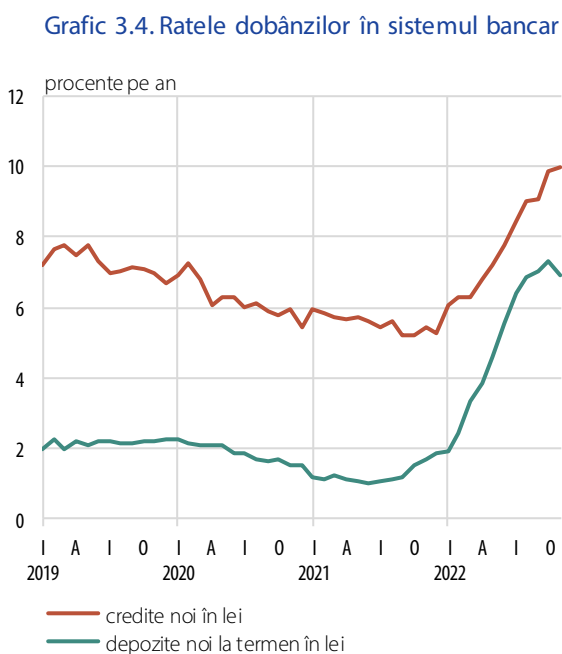
⁴⁶ Aceasta a suferit o deteriorare în octombrie, în contextul preocupărilor crescute ale investitorilor legate de perspectiva inflației și/sau a poziției fiscale a economiilor din Europa Centrală și de Est, dar s-a ameliorat ulterior.

⁴⁷ Medii ale cotațiilor *bid-ask*.

⁴⁸ Acestea atingând minime ale ultimelor 7-8 luni.

respectiv la 6,98 la sută), cu aproximativ 0,60 puncte procentuale pe maturitățile de 3 ani și 5 ani (la 7,38 la sută, respectiv la 7,65 la sută), respectiv cu 0,17 puncte procentuale pe termenul de 10 ani (la 7,98 la sută). Prin urmare, curba randamentelor a continuat să-și accentueze înclinația pozitivă – tendință amorsată la jumătatea trimestrului anterior.

La rândul lor, randamentele medii acceptate pe piața primară⁴⁹ și-au reluat ori și-au accentuat creșterea în octombrie, dar au consemnat ulterior scăderi cvasigeneralizate⁵⁰. Astfel, în raport cu ultima lună a trimestrului III 2022, acestea s-au diminuat în decembrie 2022 cu 0,78 puncte procentuale în cazul titlurilor cu maturitatea de 2 ani (7,05 la sută), cu 0,41 puncte procentuale pe scadența de 5 ani (7,69 la sută) și cu 0,24 puncte procentuale pe cea de 12 ani (7,78 la sută). Menținerea la un nivel relativ scăzut a interesului investitorilor pentru aceste plasamente în luna octombrie, dar și puternica revigorare a acestuia, îndeosebi în luna noiembrie⁵¹, sunt reflectate și de evoluția raportului dintre volumul solicitat și cel anunțat în cadrul licitațiilor, precum



și de cea a raportului dintre volumul acceptat și cel anunțat; astfel, cel dintâi a consemnat un salt în a doua lună a trimestrului IV 2022, până la 2,97 – un nou vârf al ultimilor 2 ani și jumătate⁵² (de la 1,63 în luna precedentă) –, și s-a redus în decembrie la 1,75⁵³, iar cel de-al doilea s-a majorat în noiembrie la 1,92, de la 0,86 în octombrie, și a scăzut apoi la 1,39⁵⁴. Volumul trimestrial al titlurilor puse în circulație a rămas ridicat (19,5 miliarde lei), diminuându-se totuși față de vârful ultimilor circa 10 ani, de 22,5 miliarde lei, atins în precedentele trei luni; valoarea emisiunilor nete s-a redus ușor și ea, la 8,4 miliarde lei, de la 10,4 miliarde lei în trimestrul III.

Pe ansamblul perioadei octombrie-noiembrie 2022, rata medie a dobânzii la creditele noi și cea aferentă depozitelor noi la termen ale clienților nebankari au continuat să crească, dar mai temperat (+1,08 puncte procentuale față de trimestrul III,

⁴⁹ În trimestrul IV 2022, MF a emis pe piața internă titluri de stat denumite în euro, cu maturități de 1 an și 3 ani, la randamente medii de 2,87 la sută, respectiv 4,13 la sută, în valoare totală de 743,5 milioane euro. De asemenea, au fost puse în circulație, cu frecvență lunară, titluri de stat destinate populației, denumite în lei, prin programul „Tezaur”, cu maturități de 1 an și 2 ani, la randamente de 7,75 la sută și 7,90 la sută în octombrie, de 8,70 la sută și 9,15 la sută în noiembrie, respectiv de 7,65 la sută și 7,80 la sută în decembrie. Totodată, în decembrie, au fost emise titluri de stat destinate populației, prin programul „Fidelis”, atât în lei, cu maturități de 1 an și 3 ani, la randamente de 7,65 la sută, respectiv 8,00 la sută, în valoare totală de 853,9 milioane lei, cât și în euro, cu scadențe de 1 an și 2 ani, la randamente de 2,70 la sută, respectiv 3,70 la sută, în valoare totală de 162,7 milioane euro.

⁵⁰ Excepție au făcut, în luna noiembrie, randamentele titlurilor cu maturități de 3 ani și 7 ani, care au crescut față de cele din octombrie (cu 0,51 puncte procentuale, respectiv 0,80 puncte procentuale, la 9,10 la sută, respectiv 9,43 la sută), în condițiile în care licitațiile aferente acestor titluri s-au desfășurat în prima decadă a lunii, iar în decembrie, randamentul titlurilor pe 10 ani (creștere cu 0,26 puncte procentuale, la 8,32 la sută), licitația desfășurându-se în cea de-a doua parte a lunii.

⁵¹ În noiembrie și decembrie, MF a acceptat ofertele de cumpărare ale dealerilor primari în cadrul tuturor licitațiilor, în timp ce în octombrie ofertele au fost respinse în cazul a trei licitații.

⁵² Depășind valoarea din august 2022, dar în condițiile unui volum anunțat inferior cu 0,8 miliarde lei celui din luna respectivă.

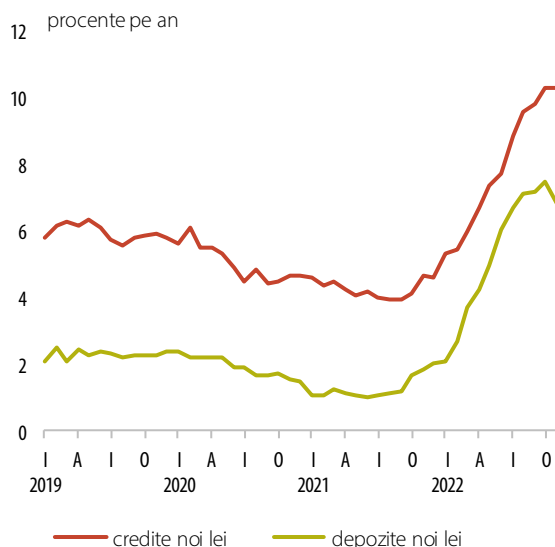
⁵³ Valoarea medie trimestrială a acestuia s-a redus doar ușor în trimestrul IV 2022 față de precedentele trei luni (la 2,14, de la 2,36).

⁵⁴ Din perspectiva valorilor medii trimestriale, indicatorul s-a plasat în ultimul trimestru al anului 2022 ușor sub nivelul din trimestrul anterior (1,43, comparativ cu 1,55).

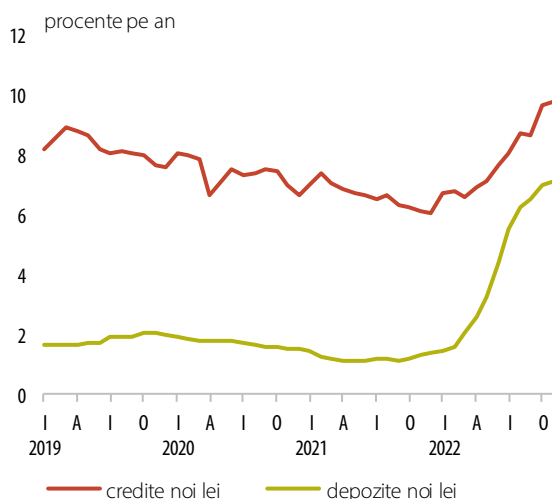
la un nivel mediu de 9,93 la sută⁵⁵, respectiv +0,35 puncte procentuale, până la 7,12 la sută⁵⁶) (Grafic 3.4).

Avansul ratelor dobânzilor la creditele noi a fost generalizat și comparabil ca amplitudine din perspectiva celor două segmente principale de clienți. Astfel, rata medie a dobânzii la împrumuturile noi ale populației a urcat cu 1,25 puncte procentuale,

Grafic 3.5. Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare



Grafic 3.6. Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației*



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

la o medie de 9,72 la sută, ca urmare a majorării indicatorului deopotrivă în cazul creditelor noi pentru consum (+0,54 puncte procentuale, până la 12,33 la sută) și al celor pentru locuințe (+1,30 puncte procentuale, până la 6,77 la sută – în corelație cu majorarea IRCC din acest trimestru), dar și ca efect al sporirii ponderii primei categorii în fluxul creditelor acordate persoanelor fizice.

În același timp, rata dobânzii aferentă creditelor noi ale societăților nefinanciare a crescut cu 0,87 puncte procentuale comparativ cu trimestrul III 2022, până la o medie de 10,29 la sută, pe seama majorării costului mediu cu dobânda al ambelor categorii principale de credite – de valoare mică, sub echivalentul a 1 milion de euro (+0,83 puncte procentuale, până la 10,38 la sută), și de valoare mare, peste respectivul prag (+0,85 puncte procentuale, până la 10,03 la sută). Volumul creditelor noi ale acestui sector s-a diminuat semnificativ în octombrie, accentuându-și contracția față de aceeași perioadă a anului trecut, dar a crescut ușor în luna următoare, și cu un aport din partea programelor guvernamentale (Grafic 3.5).

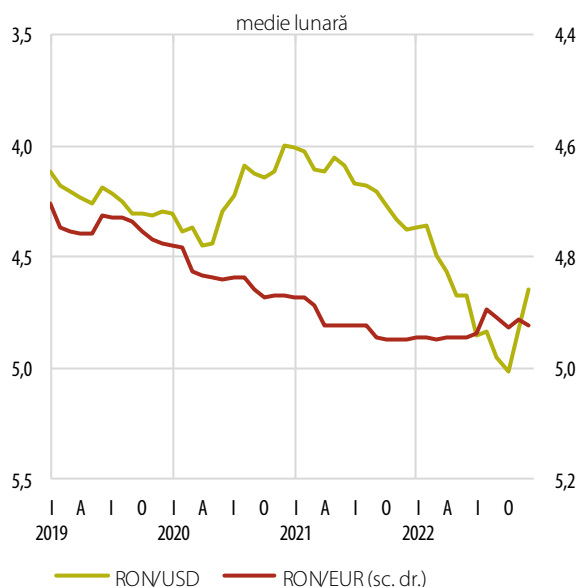
În cazul randamentului depozitelor noi la termen, evoluțiile au fost însă ușor diferite din perspectiva celor două sectoare majore. Astfel, rata medie a dobânzii la depozitele noi la termen ale populației a continuat să crească în ambele luni, până la un nivel mediu de 7,03 la sută (+0,93 puncte procentuale față de trimestrul III 2022), reprezentând un vârf al ultimilor aproape 12 ani (Grafic 3.6). În schimb, cea aferentă depozitelor noi ale societăților nefinanciare – mai strâns corelată cu cotațiile pe termen mai scurt ale pieței monetare interbancare – a crescut în octombrie, dar a consemnat o ajustare descendentă în noiembrie, urcând doar ușor ca medie a intervalului (+0,14 puncte procentuale, până la 7,16 la sută).

⁵⁵ În condițiile în care indicatorul s-a majorat în ambele luni, atingând în noiembrie un vârf al ultimilor aproape 9 ani și jumătate, de 9,99 la sută.

⁵⁶ Aceasta a urcat în octombrie la 7,33 la sută – un nivel maxim al ultimilor 12,7 ani –, dar a consemnat o ajustare descendentă în luna următoare.

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Grafic 3.7. Cursul de schimb nominal



Cursul de schimb leu/euro a consemnat noi scăderi temporare pe parcursul trimestrului IV 2022, inferioare totuși ca amplitudine celei din trimestrul anterior (Grafic 3.7).

După corecția crescătoare suferită în septembrie, rata de schimb leu/euro s-a stabilizat în prima parte a lunii octombrie pe noul palier, în contextul influențelor contrare venite, pe de o parte, din noua majorare a ratei dobânzii de politică monetară a BNR⁵⁷ – implicând restrângerea diferențialului acesteia față de regiune – și, pe de altă parte, din menținerea la cote ridicate a aversiunii globale față de risc, date fiind expectațiile privind continuarea creșterii agresive a ratei dobânzii de către băncile centrale majore.

Revizuirea ulterioară a așteptărilor investitorilor privind ritmul întăririi politicii monetare de către Fed, dar și evoluțiile relativ mai favorabile de pe piețele gazelor naturale din Europa au produs însă o schimbare pozitivă în sentimentul pieței financiare internaționale în a doua parte a lunii octombrie, reflectată și de inversarea trendului descendent al cursului de schimb euro/dolar, ameliorând, în același timp, percepția de risc asupra piețelor financiare din regiune. Pe acest fond, precum și în contextul randamentelor ridicate ale plasamentelor în monedă națională, leul a consemnat o nouă apreciere față de euro, vizibil inferioară totuși ca amplitudine celei din trimestrul III și parțial corectată spre finele intervalului⁵⁸. Și principalele monede din regiune s-au întărit în raport cu euro în a doua parte a lunii octombrie⁵⁹, recuperând integral sau în parte pierderile de valoare consemnate anterior, deopotrivă sub influența factorilor externi și a celor specifici interni.

Cursul de schimb leu/euro s-a poziționat din nou pe o traiectorie descendentă în debutul lunii noiembrie, pe fondul sporirii atractivității relative a titlurilor de stat în lei (Tabel 3.1) – inclusiv ca urmare a noii decizii de politică monetară a BNR –, precum și al persistenței sentimentului

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

milioane euro

	11 luni 2021			11 luni 2022		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	3 255	17 133	-13 878	7 445	24 352	-16 907
Investiții directe	1 156	9 070	-7 914	2 148	11 367	-9 220
Investiții de portofoliu	1 121	4 967	-3 846	961	5 512	-4 551
Derivate financiare	134	x	134	89	x	89
Alte investiții	-161	3 097	-3 258	-972	7 473	-8 445
– numerar și depozite	-1 428	-93	-1 334	-2 852	2 046	-4 898
– împrumuturi	-124	-188	63	-38	2 030	-2 068
– altele	1 391	3 378	-1 987	1 918	3 397	-1 479
Active de rezervă ale BNR (net)	1 006	0	1 006	5 219	0	5 219

*) „+” creștere/„-” scădere

⁵⁷ Ușor superioară celei anticipate de majoritatea analiștilor.

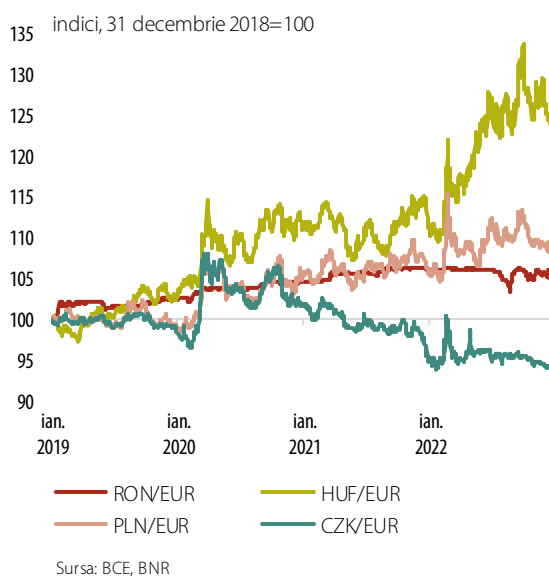
⁵⁸ Pe baza valorilor de sfârșit de lună ale cursului de schimb, în octombrie leul s-a apreciat cu 0,7 la sută față de euro și cu circa 2,1 la sută în raport cu dolarul SUA.

⁵⁹ Mișcarea a fost deosebit de pregnantă în cazul forintului. Pe ansamblul lunii octombrie, acesta s-a depreciat însă cu 3,4 la sută în raport cu euro, zlotul cu 1,3 la sută, în timp ce coroana cehă s-a apreciat cu 0,2 la sută.

ameliorat al pieței financiare internaționale⁶⁰, ce a antrenat și o accelerare a tendinței de întărire a euro față de dolarul SUA. Descrășterea s-a corectat brusc spre mijlocul intervalului, pentru ca ulterior raportul leu/euro să rămână cvasistabil, în relativ sincron cu evoluția cursurilor de schimb ale principalelor monede din regiune, asociată inclusiv stopării temporare a aprecierii euro în raport cu dolarul SUA⁶¹, în contextul revizuirii ascendente a așteptărilor investitorilor privind traiectoria ratei dobânzii Fed în perspectivă apropiată.

Rata de schimb leu/euro a consemnat doar mici variații și în prima jumătate a lunii decembrie, iar apoi s-a reangrenat într-o mișcare descendentă, sub influența sentimentului favorabil al pieței financiare internaționale⁶², întreținut inclusiv de confirmarea așteptărilor privind deciziile de politică monetară din această lună ale Fed și BCE, precum și de ușoara ameliorare a evoluției economiei zonei euro evidențiată de cele mai recente date statistice⁶³. Spre finele intervalului, cursul de schimb a revenit totuși în preajma valorilor de vârf prevalente în prima parte a anului 2022, pe fondul amplificării cererii de devize asociate schimburilor comerciale cu exteriorul.

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



În trimestrul IV 2022, rulajul pieței valutare interbancare s-a menținut ridicat din perspectivă istorică, iar deficitul total de devize a continuat să se restrângă, în principal pe seama operațiunilor nerezidenților.

Pe ansamblul trimestrului IV 2022, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 0,3 la sută în termeni nominali^{64,65} și s-a apreciat cu 2,6 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a apreciat cu 6,6 la sută în termeni nominali și cu 9,7 la sută în termeni reali, în condițiile în care valoarea monedei americane a scăzut semnificativ în raport cu euro (Grafic 3.8). Din perspectiva variației anuale medii a cursului de schimb consemnate în trimestrul IV 2022, leul și-a crescut ușor aprecierea în raport cu euro și și-a diminuat semnificativ deprecierea față de dolar.

⁶⁰ În contextul așteptărilor de moderare a ritmului întăririi politicii monetare de către Fed, inclusiv în condițiile prefigurării unei descrășteri a dinamicii inflației în SUA.

⁶¹ Dar și îngustării diferențialului ratelor dobânzilor pe termen scurt față de zona euro, în condițiile stopării ciclului de creștere a ratelor dobânzilor de referință de către băncile centrale din regiune și ale majorării susținute a ratei dobânzii de politică monetară de către BCE.

⁶² Atribuibil inclusiv semnelor incipiente de moderare a presiunilor inflaționiste la nivel global, precum și semnalelor date de unele bănci centrale privind temperarea pasului de majorare a ratei dobânzii.

⁶³ Dolarul și-a reluat în acest interval deprecierea față de euro, pe fondul îngustării diferențialului ratelor dobânzilor pe termen scurt din cele două economii, sub influența așteptărilor de moderare a întăririi politicii monetare a Fed, implicit față de cea anticipată în cazul BCE.

⁶⁴ Pe baza valorilor medii din septembrie, respectiv decembrie, ale cursului de schimb.

⁶⁵ O depreciere mai amplă în raport cu euro a consemnat în același interval forintul (0,9 la sută), în timp ce zlotul și coroana cehă s-au apreciat față de acesta (1,2 la sută și, respectiv, 1,3 la sută).

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Rata de creștere anuală⁶⁶ a masei monetare (M3) a continuat să scadă în intervalul octombrie-noiembrie 2022 (la o medie de 6,9 la sută – reprezentând minimum ultimilor

opt ani⁶⁷ –, de la 8,8 la sută în trimestrul III⁶⁸), în principal pe fondul accelerării descreșterii dinamicii creditului acordat sectorului privat (Tabel 3.2).

Noua pierdere de ritm a M3 s-a asociat cu o intensificare puternică a procesului de realocare de monedă dinspre depozitele ON în lei și în valută ale populației și ale societăților nefinanciare către depozite la termen, îndeosebi în lei, în contextul majorării accentuate a costului de oportunitate al deținerii celor dintâi.

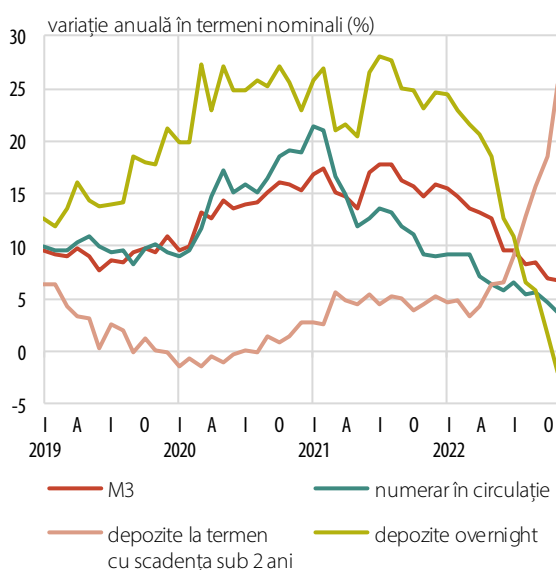
Astfel, scăderea dinamicii masei monetare a decurs din continuarea descreșterii alerte a variației anuale a masei monetare în sens restrâns (M1), care a coborât la un minim al ultimilor 11 ani și jumătate⁶⁹, în principal ca efect al diminuării considerabile a depozitelor ON în lei și în valută ale ambelor categorii principale de deținători⁷⁰, careia i s-a alăturat influența minoră venită dintr-o nouă decelerare a creșterii numerarului în circulație (Grafic 3.9).

În schimb, depozitele la termen sub 2 ani și-au accelerat puternic creșterea anuală, aceasta atingând un vârf al ultimilor 13 ani, prioritar datorită ascensiunii dinamicii componente în lei, impulsionată de majorarea ratelor dobânzilor bonificate, dar și cu o contribuție din partea evoluției celei în valută⁷¹. Accelerarea a fost antrenată de această dată cu precădere de plasamentele populației, mai cu seamă de cele în monedă națională, a căror dinamică anuală a consemnat un nou salt amplu, până la un maxim

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

	variație procentuală în termeni nominali						
	2021	2022				oct.	nov.
	IV	I	II	III			
	ritm mediu al trimestrului						
M3	15,4	14,7	11,8	8,8	7,0	6,8	
M1	20,3	19,4	14,4	7,3	2,4	-0,6	
Numerar în circulație	9,8	9,3	6,5	5,8	4,7	3,7	
Depozite overnight	24,1	23,0	17,3	7,8	1,6	-2,0	
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	4,5	4,2	5,7	12,5	18,5	25,3	

Grafic 3.9. Principalele componente ale masei monetare



⁶⁶ În absența altor precizări, ritmurile de creștere analizate în această secțiune sunt cele anuale, calculate în termeni nominali.

⁶⁷ Evaluare pe baza datelor trimestriale.

⁶⁸ În termeni reali, dinamica anuală a masei monetare a continuat să se adâncească în teritoriul negativ, dar ceva mai moderat față de precedentele trei luni, ajungând la -7,9 la sută în perioada octombrie-noiembrie, de la -5,7 la sută în trimestrul III.

⁶⁹ Evaluare pe baza datelor trimestriale. În luna noiembrie, dinamica M1 a intrat în teritoriul negativ (-0,6 la sută), în premieră pentru ultimii peste nouă ani.

⁷⁰ Variația anuală a depozitelor ON a coborât în teritoriul negativ în luna noiembrie 2022, pentru prima dată în ultimii aproape 10 ani (-2,0 la sută).

⁷¹ Variația acesteia a redevenit pozitivă, după 10 trimestre.

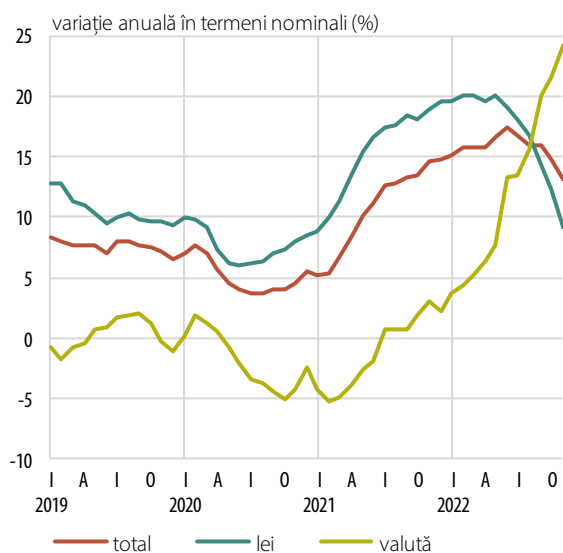
al ultimilor peste 12 ani. La rândul ei, variația anuală deosebit de înaltă a depozitelor la termen sub 2 ani ale societăților nefinanciare a continuat să crească alert, îndeosebi pe seama evoluției plasamentelor în lei, dar și cu aportul dinamicii celor în valută.

Privită din perspectiva principalelor sectoare instituționale, scăderea dinamicii M3 a avut ca determinant major, spre deosebire de *pattern*-ul precedentelor trei trimestre, decelerarea creșterii plasamentelor societăților nefinanciare, ce s-a corelat cu descreșterea variației creditului acordat acestora și cu sporirea plăților efectuate către bugetul de stat în contul impozitului pe profit⁷², dar și cu probabila majorare a plăților de dividende efectuate în acest interval, inclusiv de entități cu capital de stat, precum și cu posibila diminuare a unor sume primite de la buget, având ca indiciu scăderea variației unor categorii de cheltuieli bugetare⁷³. Dinamica anuală a plasamentelor populației și-a cvasistopat însă descreșterea pe ansamblul perioadei octombrie-noiembrie, evoluție atribuibilă relativei majorări a veniturilor provenind din fonduri UE pentru agricultură⁷⁴ și creșterii ușoare a dinamicii salariale, precum și temperării ritmului investițiilor acestui sector în titluri de stat și încasării unor dividende mai mari, dar și unei posibile atenuări a înclinației spre consum.

Din perspectiva principalelor contrapartide ale M3, pierderea de ritm a acestui agregat monetar s-a corelat în principal cu accentuarea descreșterii dinamicii anuale a creditului acordat sectorului privat, dar și cu mărirea substanțială a variației depozitelor

administrației publice centrale, concomitent însă cu reamplificarea dinamicii creditului acordat sectorului public, precum și a celei a activelor externe nete ale sistemului bancar, exercitând influențe de sens contrar asupra dinamicii M3.

Grafic 3.10. Creditul acordat sectorului privat pe monede



Creditul acordat sectorului privat

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a accelerat descreșterea în primele două luni ale trimestrului IV 2022, coborând la 14,0 la sută⁷⁵, de la 16,2 la sută în trimestrul III. Evoluția a fost antrenată de componenta în lei, a cărei variație și-a accentuat trendul descendent, ajungând la un nivel de o cifră în luna noiembrie, pe fondul ascensiunii ratelor dobânzilor și al înăsprii standardelor de creditare, dar și al scăderii față de trimestrul anterior a aportului programelor guvernamentale (Grafic 3.10). Impactul astfel exercitat a fost contrabalansat ușor de prelungirea creșterii dinamicii înalte a creditului

⁷² Conform datelor privind execuția bugetului general consolidat.

⁷³ Cu precădere a celor cu proiectele cu finanțare din fonduri externe nerambursabile și cu subvențiile, dar și a celor cu bunuri și servicii.

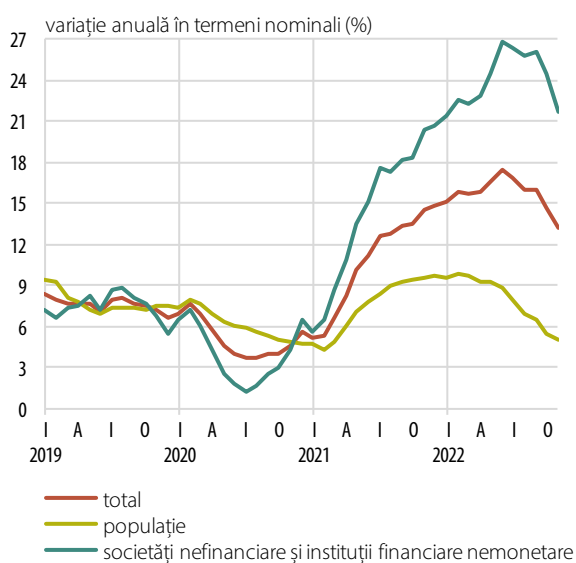
⁷⁴ Conform Comunicatului de presă al APIA din 30 noiembrie 2022, în perioada 16 octombrie – 30 noiembrie s-au efectuat plăți de subvenții în valoare de 1,247 miliarde euro din Fondul European de Garantare Agricolă, respectiv 67,44 milioane euro pentru schemele de măsuri de piață, comerț exterior, promovarea produselor agricole și ajutoare de stat, valoarea totală fiind în ușoară creștere față de sumele plătite în perioada similară a anului trecut.

⁷⁵ În termeni reali, dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a intrat în teritoriul negativ pentru prima oară în ultimii șapte ani, coborând la -1,8 la sută pe ansamblul perioadei octombrie-noiembrie, de la 0,7 la sută în trimestrul III.

în valută (exprimat în euro). Prin urmare, ponderea împrumuturilor în lei în totalul creditului acordat sectorului privat a continuat să se reducă lent, ajungând la 69,4 la sută în noiembrie, de la 70,6 la sută în septembrie 2022.

Decelerarea creșterii creditului acordat sectorului privat a fost determinată, de această dată, inclusiv de creditul acordat societăților nefinanciare, în condițiile în care dinamica anuală a acestuia a înregistrat o scădere pe ansamblul intervalului octombrie-noiembrie,

Grafic 3.11. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



după o ascensiune neîntreruptă timp de opt trimestre⁷⁶ (Grafic 3.11). Inflexiunea a decurs din accentuarea descreșterii variației componentei în lei, pe seama tuturor categoriilor de credite din perspectiva maturității, inclusiv în condițiile diminuării aportului programelor guvernamentale. Dinamica anuală a creditului în valută acordat acestui sector și-a prelungit însă ascensiunea, urcând la maximum ultimilor 14 ani și jumătate, cu precădere ca efect al unei noi accelerări a creșterii creditului pe termen scurt.

În același timp, dinamica creditului acordat populației a continuat să descrească gradual, sub influența unor noi pierderi de ritm suferite de componenta în lei, în principal pe segmentul creditelor pentru locuințe, dar și pe cel al creditelor pentru consum și alte scopuri, pe fondul ascensiunii ratelor dobânzilor și

al înăsprii standardelor de creditare⁷⁷. Creditul în valută acordat acestui sector și-a atenuat însă, pe mai departe, declinul în termeni anuali (calculat pe baza soldului exprimat în euro) – tendință amorsată în trimestrul I 2022.

⁷⁶ Evaluare pe baza datelor trimestriale.

⁷⁷ Pe acest fond, dinamica anuală a fluxului de credite acordat acestui sector a devenit negativă în intervalul octombrie-noiembrie 2022.

4. Perspectivele inflației

Proiecțiile macroeconomice sunt în continuare marcate de incertitudini ridicate, asociate ipotezelor privind implicațiile economice ale războiului din Ucraina. Similar rundelor anterioare, prognoza curentă presupune menținerea sancțiunilor economice impuse Rusiei pe tot intervalul proiecției. Totodată, se anticipează că nu vor fi necesare raționalizări pe scară largă ale consumului de energie în țările europene, de natură să perturbe semnificativ activitatea economică. De asemenea, scenariul actualizat include ipoteza unei detensionări graduale a piețelor materiilor prime (inclusiv energie) pe parcursul intervalului de prognoză, în paralel cu disiparea sincopelor din lanțurile globale de valoare adăugată.

Rata anuală a inflației IPC este proiectată pe o traiectorie continuu descendentă, menținându-se însă la valori superioare intervalului țintei centrale. Pentru finele anului curent se prognozează valoarea de 7 la sută (revizuită în jos substanțial, ca urmare a prelungirii și, respectiv, a recalibrării măsurilor de plafonare a prețurilor la energia electrică și gazele naturale), iar în decembrie 2024 este anticipat un nivel de 4,2 la sută. La evoluția în reducere vor contribui toate componentele coșului IPC, dar cu magnitudini și persistențe diferențiate. Astfel, dinamica anuală a prețurilor bunurilor energetice este anticipată în reducere rapidă, până în teritoriul negativ în a doua parte a anului curent, pe fondul plafonării tarifelor pentru energia electrică și gazele naturale, al calibrării acestei scheme la parametri mult mai favorabili consumatorilor de energie electrică, al efectelor de bază favorabile substanțiale și al traiectoriei în scădere a cotației petrolului. Pe de altă parte, inflația de bază va reflecta persistența impactului majorării costurilor de producție ale companiilor, aceasta fiind proiectată în reducere graduală pe tot intervalul proiecției, dar menținându-se la niveluri ridicate în raport cu ținta de inflație. Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este apreciată a fi relativ echilibrată în raport cu traiectoria descrisă în scenariul de bază. Deși în continuare există posibilitatea unor noi puseuri inflaționiste, se apreciază că factorii de risc dezinflaționiști și-au sporit importanța relativă în actuala rundă de proiecție.

Scenariul de bază

4.1. Ipoteze externe

Comparativ cu *Raportul* anterior, a avut loc o nouă deteriorare a perspectivelor de evoluție a economiilor partenerilor externi. Deși creșterea economică în trimestrul III 2022 a fost peste așteptările formulate anterior, în special pe fondul activității în

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2023	2024
Creșterea economică în UE efectiv (%)	-0,1	1,6
Inflația anuală din zona euro (%)	5,9	3,4
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	5,5	2,9
Inflația anuală IPC SUA (%)	4,3	2,9
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	3,1	2,9
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,06	1,09
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	80,1	76,3

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

servicii, totuși aceasta a încetinit semnificativ comparativ cu evoluțiile din prima jumătate a anului. Printre factorii determinanți care au continuat să acționeze în sens nefavorabil s-au numărat: criza energetică în desfășurare, nivelul ridicat al ratei inflației, incertitudinea sporită, încetinirea economiei globale și condițiile de finanțare mai puțin favorabile. Activitatea economică a partenerilor externi (aproximată prin PIB UE efectiv) este proiectată a înregistra o încetinire semnificativă în trimestrul IV 2022 – trimestrul I 2023, redresarea economiei fiind așteptată a se relua începând cu trimestrul II 2023 (Tabel 4.1). Ritmul acesteia va rămâne însă moderat, sub valorile înregistrate în prima parte a anului 2022,

inclusiv ca urmare a continuării normalizării în ritm mai alert, comparativ cu evaluarea anterioară, a politicii monetare a BCE.

Pe fondul performanței economice peste așteptări din trimestrul III 2022, deviația pozitivă a cererii externe efective a fost revizuită în sus pe termen scurt. Însă, conform estimărilor, este probabil ca *gap*-ul PIB UE efectiv să redevină negativ încă din trimestrul IV 2022, iar pe termen mediu valoarea acestuia este evaluată a rămâne sub cea din *Raportul* anterior, resorbirea acestuia fiind ceva mai lentă. Astfel, deviația cererii externe efective este estimată a se menține în teritoriul negativ pe tot parcursul intervalului de prognoză, exercitând un impact restrictiv mai pronunțat asupra activității economice interne.

Rata medie anuală a inflației din zona euro (IAPC) a fost revizuită ușor ascendent în 2023, fiind anticipată a se plasa la 5,9 la sută (comparativ cu 5,8 la sută în *Raportul* anterior). În profil trimestrial, punctul de maxim este evaluat a fi fost atins pe parcursul trimestrului IV 2022 (în luna octombrie). Astfel, începând cu trimestrul I 2023, rata anuală a inflației este prognozată pe o traiectorie descendentă în prima parte a intervalului de prognoză, ulterior având loc o relativă stabilizare, menținându-se însă semnificativ peste reperul de 2 la sută până la orizontul de prognoză (3,3 la sută în trimestrul IV 2024). Această traiectorie a ratei inflației reflectă în principal ipoteza moderării prețurilor la energie, ceea ce va induce efecte de bază importante, precum și pe cea a continuării normalizării politicii monetare.

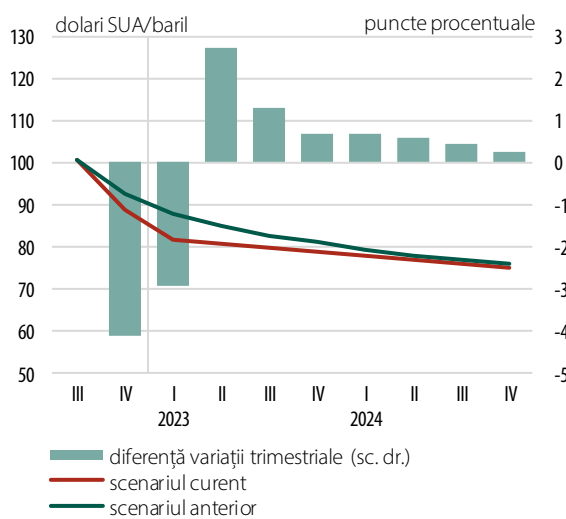
Rata medie anuală a inflației IAPC, exclusiv energia⁷⁸ din zona euro a fost revizuită în sus în 2023, la 5,5 la sută (comparativ cu 4,5 la sută în *Raportul* anterior). În profil trimestrial, similar ratei inflației IAPC, și aceasta este evaluată a fi atins un punct de maxim pe parcursul trimestrului IV 2022. Ulterior, indicatorul este de așteptat să convergă către inflația *headline*, plasându-se la un nivel apropiat de cel al acesteia în trimestrul I 2024 (3,3 la sută IAPC, exclusiv energie, față de 3,2 la sută IAPC). Acest aspect pune în evidență disiparea anticipată a impactului direct exercitat de componentele exogene (în principal, prețurile la energie). Rata anuală a inflației IAPC,

⁷⁸ O măsură a inflației de bază.

exclusiv energia este așteptată a continua să se plaseze pe o traiectorie descendentă și pe parcursul anului 2024, atingând 2,6 la sută la orizontul de prognoză.

Rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni a continuat să crească pe parcursul trimestrului IV 2022 și este anticipată să avanseze treptat și în prima parte a intervalului de proiecție, urmând a se reduce ușor începând cu trimestrul I 2024, până la orizontul proiecției. Impactul ratei reale a dobânzii EURIBOR la 3 luni este evaluat a fi puternic stimulat pe termen scurt, dar într-un proces de diminuare, în contextul normalizării alerte a politicii monetare a BCE și al atenuării pe termen mediu a presiunilor inflaționiste. La orizontul proiecției, rata reală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este anticipată a se plasa la valori relativ apropiate de zero.

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



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

Traectoria cursului de schimb al euro față de dolarul american rămâne marcată de incertitudini ample. După reversarea tendinței recente de întărire mai semnificativă a dolarului în fața euro, în perspectivă este previzibilă o continuare a tendinței de apreciere a monedei europene, în contextul accelerării procesului de normalizare a politicii monetare a BCE.

Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent a fost fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede o traiectorie descendentă, pe fondul incertitudinii cu privire la perspectivele de revenire a cererii de la nivel global, precum și al unei producții așteptate mai ridicate. Astfel, la orizontul proiecției, prețul petrolului Brent este prognozat a se plasa în jurul valorii de 75 USD/baril (Grafic 4.1). Pe latura cererii, pe termen scurt și mediu acționează atât continuarea procesului de înăsprire generalizată a politicilor monetare ale băncilor centrale, cât și redeschiderea economiei și,

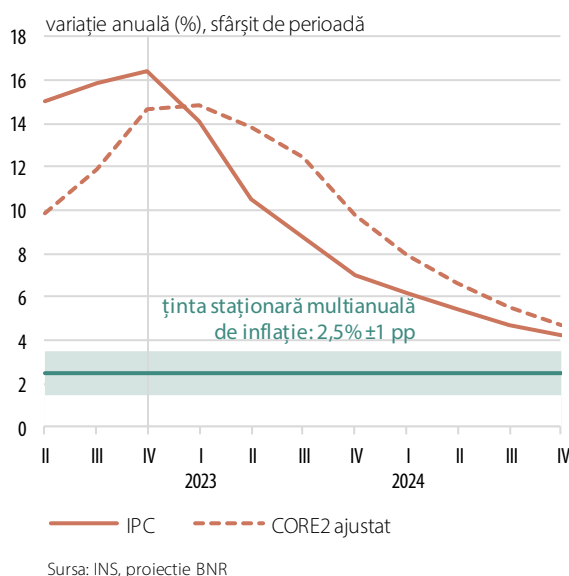
implicit, revenirea cererii Chinei pentru această materie primă. Pe latura ofertei, printre determinanți se evidențiază perspectivele privind creșterea producției de petrol atât din partea membrilor OPEC, cât și a celor non-OPEC (în special a SUA), compensând scăderea din partea Rusiei. Proiecția evoluției viitoare a prețului petrolului rămâne grevată de incertitudini ridicate.

4.2. Perspectivele inflației

Pornind de la valoarea de 16,37 la sută în decembrie 2022, rata anuală a inflației IPC este prognozată pe o traiectorie continuu descendentă, menținându-se însă la valori superioare intervalului țintei centrale până la orizontul proiecției (Grafic 4.2). Pentru finele anului curent indicatorul este proiectat la valoarea de 7 la sută, urmând să coboare la 4,2 la sută în decembrie 2024.

Evoluția este configurată de dinamici relativ diferențiate în cazul inflației de bază și, respectiv, ale prețurilor componentelor exogene ale coșului de consum. Astfel,

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat



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

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

*) calculat la taxe constante

subgrupa bunuri energetice va beneficia de prevederile legislative privind plafonarea tarifelor percepute consumatorilor pentru energia electrică și gazele naturale, care au suferit recent noi modificări⁷⁹. Suplimentar, până la jumătatea anului curent se vor manifesta efecte de bază favorabile substanțiale, conducând la o reducere rapidă a dinamicii anuale a prețurilor energiei. Pe de altă parte, se anticipează o continuare a transmisiei majorărilor de costuri de producție ale companiilor (în special cu energia și materiile prime și, într-o măsură mai mică, și cu forța de muncă) asupra inflației de bază, aceasta fiind proiectată în reducere graduală pe tot intervalul proiecției, dar menținându-se la niveluri ridicate în raport cu ținta de inflație și depășind, încă de la finele trimestrului I, nivelul proiectat al inflației *headline* (Grafic 4.2).

Comparativ cu scenariul de bază din runda anterioară de proiecție, valorile proiectate ale ratei anuale a inflației IPC sunt inferioare până în trimestrul III 2024 (luna august), în condițiile reconfigurării schemei de plafonare menționate, care contrabalansează revizuirea în sus a inflației de bază pe tot intervalul proiecției. Ulterior traiectoria actuală a IPC este superioară celei din *Raportul* din noiembrie⁸⁰. La finele anului 2023 diferența dintre traiectoria curentă și cea anterioară este de -4,2 puncte procentuale⁸¹, iar pentru trimestrul III 2024 (orizontul prognozei precedente), de +0,5 puncte procentuale.

Rata anuală a inflației de bază este anticipată să consemneze o evoluție ușor fluctuantă pe termen scurt, urmând să atingă 14,8 la sută în luna martie (Grafic 4.2, Tabel 4.2). Evoluția survine în principal pe fondul impactului persistent al presiunilor de la nivelul costurilor de producție, reflectând în principal șocuri de natura ofertei. Transmisia majorării costurilor cu energia, materiile prime (în special cele agroalimentare, inclusiv în urma secetei globale de anul trecut), materiile intermediare și transportul la nivelul prețurilor bunurilor finale este facilitată inclusiv de valorile pozitive înregistrate de excedentul de cerere agregată. Totodată, presiuni inflaționiste

⁷⁹ Comparativ cu legislația aflată în vigoare la elaborarea prognozei aferente *Raportului asupra inflației* din noiembrie 2022, noua schemă, valabilă de la 1 ianuarie a.c., a fost prelungită până la 31 martie 2025 (versus 31 august 2023 în vechile prevederi legislative). De asemenea, măsura de sprijin actuală este mai cuprinzătoare în cazul energiei electrice, prevăzând plafonarea prețului la consumatorii casnici indiferent de consum (versus un prag de 255 kWh/lună în varianta anterioară). Modificarea va conduce la o reducere semnificativă la începutul anului a prețului mediu al energiei electrice livrate gospodăriilor. Pentru restul intervalului, se presupune că prețurile percepute consumatorilor casnici pentru energie electrică și gaze naturale nu vor mai suferi ajustări.

⁸⁰ Caseta 2 include o evaluare a acurateței prognozelor realizate de BNR pentru rata anuală a inflației IPC la finele anului anterior.

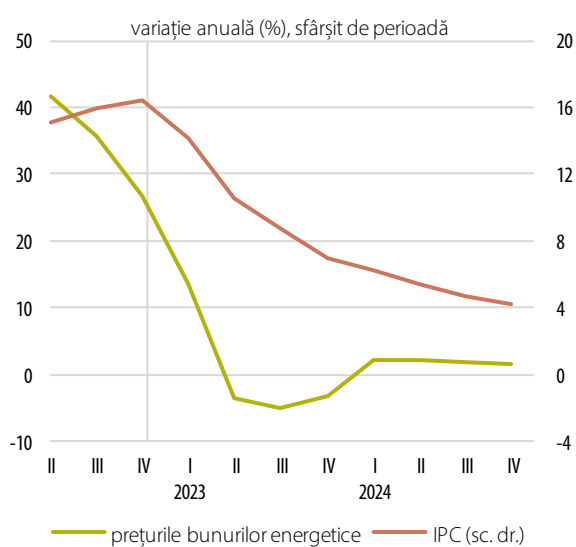
⁸¹ Estimările din runda anterioară privind posibila prelungire a schemei de plafonare indicau un impact de circa -4,1 puncte procentuale.

suplimentare provin și din partea accelerării dinamicii prețurilor bunurilor din import și a menținerii, pe termen scurt, a anticipațiilor inflaționiste la niveluri ridicate.

Începând din trimestrul II al anului curent, se anticipează că determinanții fundamentali ai inflației de bază vor contribui la decelarea consolidată a acesteia. Astfel, scenariul de bază presupune o diminuare treptată a presiunilor din partea costurilor de producție, sub ipoteza stabilizării cotațiilor mărfurilor agroalimentare și bunurilor energetice, precum și a ameliorării continue a perturbărilor în lanțurile globale de producție și distribuție. De asemenea, pe fondul corecției treptate a deviației pozitive a PIB⁸², cererea agregată își va diminua aportul inflaționist. Totodată, inflația bunurilor importate este proiectată în atenuare, în condițiile reducerii ratei anuale a inflației IAPC, exclusiv energie din zona euro. Ca efect al tuturor determinanților menționați, va avea loc inclusiv o corecție a așteptărilor privind inflația până la valori compatibile pe termen mediu cu ținta de inflație. Ca urmare, rata anuală a inflației CORE2 ajustat este prognozată în reducere graduală din trimestrul II al acestui an, până la 9,8 la sută în decembrie 2023 și la 4,7 la în decembrie 2024.

Comparativ cu prognoza anterioară, valorile actualizate ale inflației de bază au suferit noi revizui în sus pe tot intervalul proiecției. La finele anului curent, revizuirea este de 1,9 puncte procentuale, iar în septembrie 2024 (orizontul prognozei anterioare), de 1,5 puncte procentuale. Plasarea pe o traiectorie mai ridicată a fost determinată de generalizarea recentă a presiunilor inflaționiste la nivelul tuturor subindicilor principali ai acesteia, iar pe termen mediu, de anticiparea unor presiuni mai mari și mai persistente din partea costurilor de producție. În același sens acționează și reevaluarea celorlalți determinanți fundamentali pe tot intervalul de proiecție. Astfel, au fost revizuite în sus dinamica prețurilor bunurilor din import (pe seama inflației externe), anticipațiile privind inflația și deviația PIB.

Grafic 4.3. Inflația anuală IPC și a prețurilor bunurilor energetice



Sursa: INS, proiecție BNR

În contrast vizibil cu persistența mai ridicată a inflației de bază, ritmul anual de creștere a prețurilor bunurilor energetice este anticipat a se înscrie pe un trend puternic descendent în primele trei trimestre ale anului curent, înregistrând chiar valori negative începând cu trimestrul II și până la începutul anului viitor (Grafic 4.3). La evoluția dezinflaționistă vor contribui toate subcomponentele acesteia, cu un aport mai consistent al energiei electrice. Astfel, în prima parte a anului se vor manifesta efecte de bază favorabile însemnate, asociate scumpirilor bunurilor energetice din aceeași perioadă a anului trecut, ocazionate de izbucnirea războiului din Ucraina și de criza energiei. Suplimentar, la tendința dezinflaționistă va contribui și ieftinirea energiei electrice odată cu intrarea în vigoare a parametrilor modificați ai schemei de plafonare la 1 ianuarie 2023. În același sens vor contribui și anticiparea unei traiectorii în

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

ușoară reducere a prețului petrolului, precum și scăderea accizei la carburanți în ianuarie 2023, cu impact asupra dinamicii anuale timp de patru trimestre. În sens contrar, dar într-o manieră mai redusă, acționează expirarea măsurii de compensare a prețurilor la carburanți la începutul anului curent. Pentru finele acestui an, evoluția deflaționistă a grupei va fi determinată de contribuția energiei electrice, reflectând extinderea și modificarea recentă a schemei de plafonare, parțial compensată de efectele statistice nefavorabile, asociate ieșirii din baza de calcul a ieftinirii prețului la carburanți la finele anului trecut (pe fondul evoluțiilor consemnate de prețul petrolului). În a doua parte a intervalului de prognoză, sub ipoteza menținerii constante a prețurilor energiei electrice și ale gazelor naturale, dinamica anuală a componentei „energie” este anticipată a se stabiliza la valori pozitive, situate în intervalul țintei de inflație, evoluție imprimată exclusiv de componenta combustibili.

Tabel 4.3. Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC

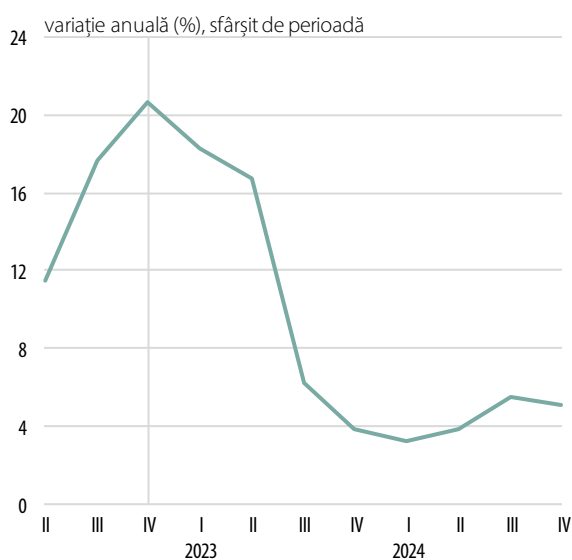
	variație anuală (%), sfârșit de perioadă		
	dec. 2022	dec. 2023	dec. 2024
Prețuri energie	26,7	-3,2	1,6
Prețuri LFO	20,7	3,8	5,1
Prețuri administrate	11,7	5,9	3,3
Prețuri produse din tutun și băuturi alcoolice	7,5	8,4	5,7

Sursa: INS, proiecție BNR

În acest context, valorile previzionate ale contribuției prețurilor bunurilor energetice la rata anuală a inflației IPC au fost ajustate semnificativ în jos, cu 5,7 puncte procentuale pentru sfârșitul anului curent, până la -0,5 puncte procentuale (Tabel 4.3). Ajustarea amplă a fost determinată în principal de încorporarea celor mai recente informații vizând plafonarea prețurilor la gazele naturale și energia electrică pe întreg intervalul de proiecție, dar și a celor privind evoluția cererii de petrol de la nivel global și a regimului accizelor la carburanți.

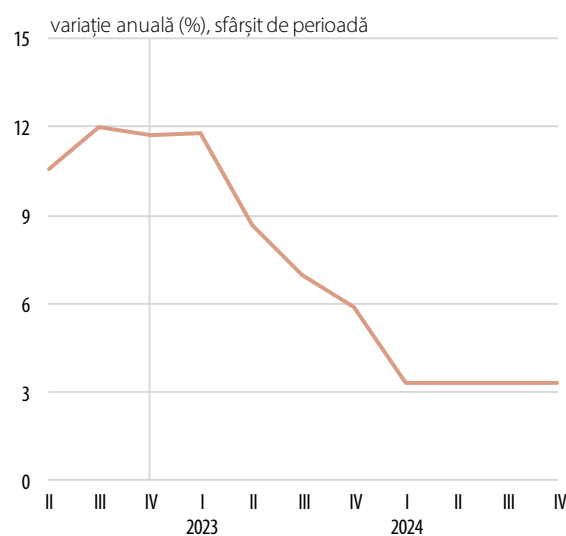
Dinamica anuală a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) este prevăzută a se tempera semnificativ în a doua parte a anului curent, pe fondul disipării efectelor nefavorabile asociate secetei de pe parcursul anului 2022 (Grafic 4.4, Tabel 4.3). Revizuirile față de prognoza precedentă sunt reduse ca magnitudine, sub ipoteza înregistrării unei producții agricole normale pe intervalul prognozei.

Grafic 4.4. Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, proiecție BNR

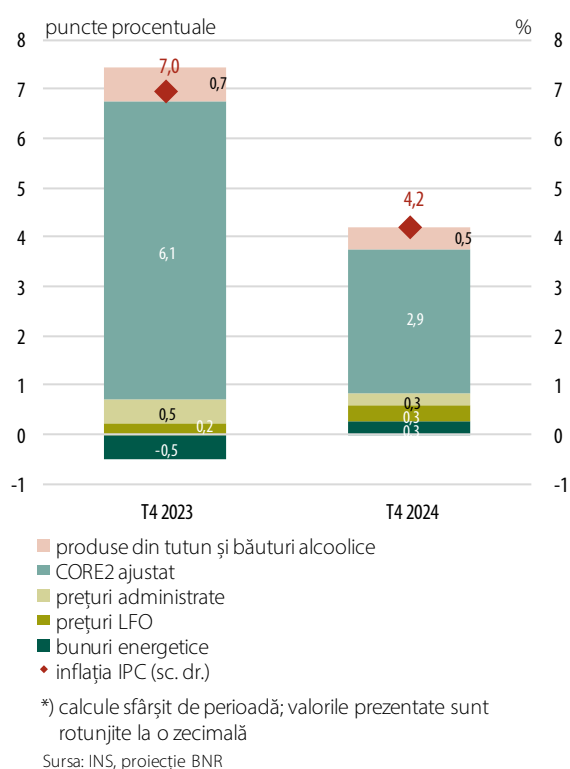
Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate



Sursa: INS, proiecție BNR

Scenariul de evoluție a grupei produselor cu prețuri administrate este fundamentat în principal pe baza evoluțiilor istorice, dinamica anuală previzionată fiind relativ similară celei din prognoza precedentă. Rata de creștere anuală este proiectată în atenuare pe parcursul anului curent, pe măsură ce impactul scumpirilor din 2022 (în principal la servicii de apă, canal, salubritate) se va disipa gradual, cunoscând în a doua parte a intervalului de prognoză o relativă stabilizare (Grafic 4.5, Tabel 4.3).

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



Traectoria anuală a prețurilor produselor din tutun și ale băuturilor alcoolice este configurată în principal pe baza majorărilor de accize prevăzute în legislație, dar luând în considerare și comportamentul operatorilor din acest domeniu privind ajustarea prețurilor finale. Pentru anul curent, dinamica grupei (Tabel 4.3) este influențată de o scumpire a produselor din tutun, operată la începutul anului, nejustificată de regimul accizelor. În aceste condiții, proiecția a fost revizuită în sus, ritmul anual de creștere a prețurilor urmând să se mențină la valori mai ridicate până în decembrie 2023.

Contribuția cumulată a componentelor de inflație exogene sferei de acțiune a politicii monetare – prețurile administrate, cele ale energiei electrice și ale gazelor naturale, prețurile volatile ale alimentelor (LFO), cele ale combustibililor, produselor din tutun și băuturilor alcoolice – la rata anuală a inflației IPC este previzionată la 0,9 puncte procentuale la sfârșitul anului curent (explică 13 la sută din rata anuală a inflației) și la 1,3 puncte procentuale în decembrie 2024 (explică 31 la sută din rata anuală a inflației) (Grafic 4.6). Comparativ cu *Raportul* precedent,

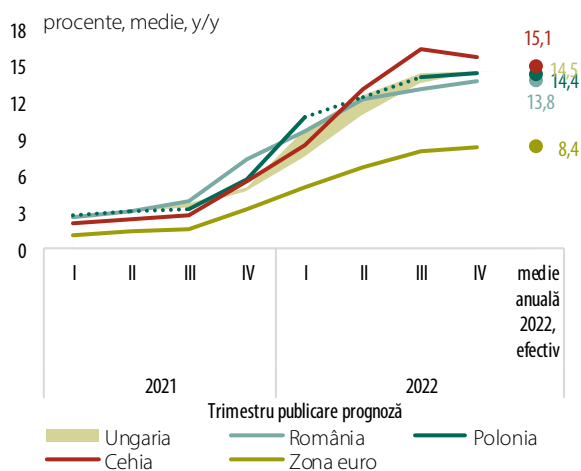
valoarea pentru sfârșitul anului curent a fost revizuită semnificativ în jos cu 5,5 puncte procentuale, în principal ca urmare a extinderii și modificării schemei de plafonare a prețurilor la energia electrică și gazele naturale.

Caseta 2. Evaluarea acurateții prognozelor macroeconomice pentru rata anuală a inflației IPC în decembrie 2022

Caseta de față face parte din exercițiul anual al evaluării acurateții prognozelor realizate de BNR pentru rata anuală a inflației IPC de la finele anului anterior (în acest caz, decembrie 2022). Aceasta a făcut obiectul a opt runde de prognoză corespunzătoare *Rapoartelor asupra inflației* publicate în intervalul martie 2021 – noiembrie 2022, valorile proiectate plasându-se, în toate rundele, sub nivelul efectiv înregistrat⁸³ (16,37 la sută, din care contribuția componentelor exogene sferei de acțiune a politicii monetare a reprezentat aproximativ 7 puncte procentuale).

⁸³ În cazul runde de proiecție noiembrie 2022, diferența dintre valoarea efectivă a ratei anuale a inflației IPC în decembrie 2022 și cea prognozată a fost marginală (sub 0,1 puncte procentuale).

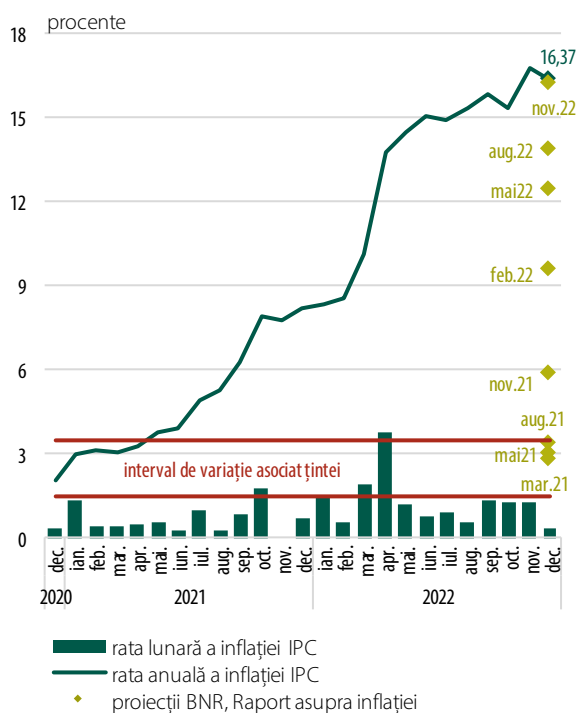
Grafic A. Revizuirii ale proiecțiilor unor bănci centrale pentru rata inflației medii anuale în 2022



Notă: Proiecțiile se referă la inflațiile headline (determinate pe baza IAPC în cazul zonei euro, respectiv a IPC în cazul Ungariei, Poloniei, Cehiei și României).

Sursa: website-urile băncilor centrale

Grafic B. Inflația IPC – evoluții istorice și valori prognozate pentru orizontul decembrie 2022



Sursa: INS, proiecții BNR

În ultimii doi ani, băncile centrale au procedat la revizuirii ascendente repetate ale proiecțiilor privind inflația la orizontul anului 2022 (Grafic A), pe fondul manifestării unor șocuri excepționale, preponderent de natura ofertei, cu impact propagat la nivel global. Accelerarea foarte rapidă, generalizată, a ratelor inflației la valori semnificativ superioare țintelor de inflație a fost determinată de suprapunerea majorărilor substanțiale ale cotațiilor materiei prime, cu precădere bunuri energetice și materii prime agroalimentare, induse de sincopile înregistrate în funcționarea lanțurilor de aprovizionare (în contextul pandemiei și, ulterior, al războiului din Ucraina), cu o evoluție rezilientă a excedentului de cerere prevalent în economie. Aceasta din urmă a fost susținută de relaxarea restricțiilor de mobilitate în urma depășirii crizei de sănătate publică, facilitând, totodată, transmisia majorărilor costurilor de producție în prețurile finale. Ca urmare, rata inflației la nivel global a consemnat în perioada recentă valori excepționale, în multe țări depășind în mod semnificativ valorile înregistrate pe parcursul ultimelor decenii.

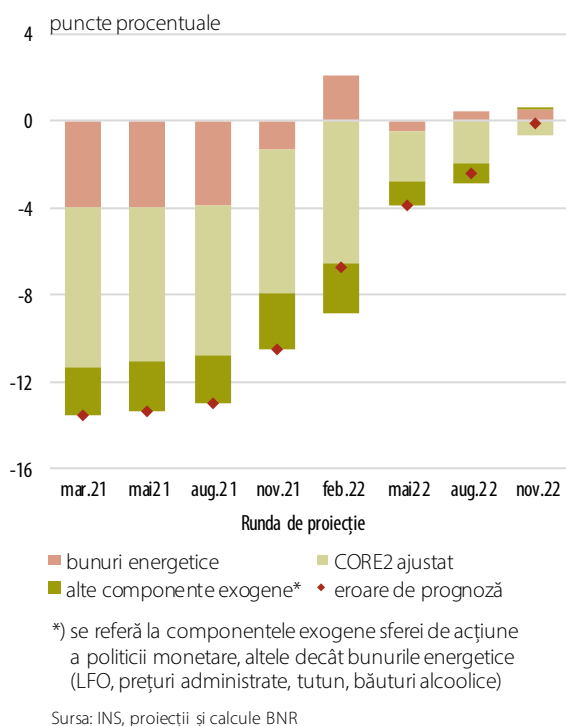
În aceste condiții, și în România rata anuală a inflației IPC a înregistrat o creștere accelerată din a doua jumătate a anului 2021, parțial atenuată de schemele de sprijin al consumatorilor casnici adoptate de autorități, vizând cu precădere plafonarea și compensarea tarifelor la energia electrică și gazele naturale⁸⁴ (impact estimat de aproximativ -11 puncte procentuale asupra ratei anuale a inflației IPC în decembrie 2022). Nivelul consemnat în luna noiembrie 2022 (16,76 la sută) reprezintă un maxim al perioadei de după adoptarea strategiei de țintire a inflației (august 2005), fiind superior cu circa 7,7 puncte procentuale valorii maxime anterioare (9,04 la sută în iulie 2008). Evoluții relevante, dificil de anticipat, atât în ceea ce privește situația pandemică și geopolitică (și implicit magnitudinea șocurilor de ofertă asociate), cât și configurația schemelor de sprijin adresate consumatorilor casnici, au fost încorporate

gradual în prognozele BNR, pe măsură ce informațiile au devenit disponibile. Astfel, rata anuală prognozată a inflației IPC în decembrie 2022 s-a plasat la un nivel

⁸⁴ Saltul excepțional consemnat de rata lunară a inflației IPC în aprilie 2022, de 3,7 puncte procentuale, comparativ cu o valoare medie de 1,05 puncte procentuale pentru restul lunilor anului 2022, s-a înregistrat pe fondul definirii unor condiții mai restrictive de aplicare a schemei de sprijin adresate clienților casnici comparativ cu forma anterioară a acesteia.

superior intervalului țintei încă din *Raportul* publicat la începutul lunii noiembrie 2021 și a făcut obiectul unor revizuri succesive în sens ascendent de la o rundă de proiecție la alta (Grafic B). Totodată, incertitudinile aferente naturii și magnitudinii unor astfel de șocuri au fost semnalate prin intermediul scenariilor de risc⁸⁵ asociate prognozelor din scenariile de bază, care fac parte din setul de informații al băncilor centrale ce stă la baza procesului decizional al politicii monetare.

Grafic C. Descompunerea erorilor de prognoză aferente inflației IPC din decembrie 2022 pe componente ale coșului de consum



Descompunerea erorilor de prognoză, definite ca diferență între valoarea previzionată și cea efectiv înregistrată, pe componente ale coșului de consum (Grafic C) relevă aportul dominant, în cvasitotalitatea rundelor de prognoză, al indicelui CORE2 ajustat și al celui al prețurilor bunurilor energetice (în special cele ale gazelor naturale și energiei electrice) la explicarea acestora, componentele cel mai puternic afectate de șocurile mai sus menționate.

Astfel, o contribuție importantă la accelerarea inflației de pe parcursul anului 2022 a provenit din partea indicelui CORE2 ajustat. Similar inflației IPC, și prognoza pentru rata anuală a inflației de bază a fost succesiv revizuită ascendent de la o rundă de proiecție la alta în intervalul analizat (Grafic D), în contextul încorporării graduale a presiunilor ample provenind din partea costurilor de producție. Acestea au fost induse de creșterile substanțiale și persistente ale prețurilor energiei, bunurilor agroalimentare și ale altor materii prime și materiale (Grafic E), precum și de cele ale tarifelor unor servicii (de exemplu, servicii de transport). În același timp, evoluția favorabilă a cererii a facilitat transmisia

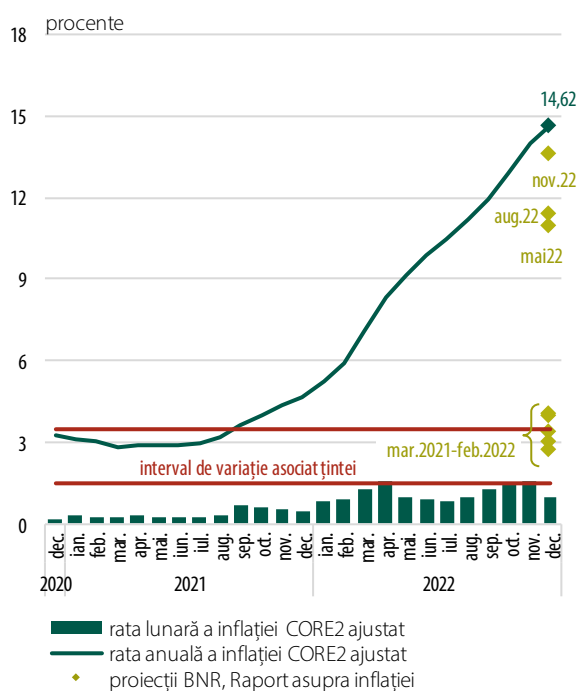
costurilor de producție majorate în prețurile finale. O revizuire mai amplă a traiectoriei prognozate a avut loc în runda de proiecție finalizată în luna mai 2022, în condițiile exacerbării presiunilor inflaționiste de pe piețele materiilor prime, pe fondul invaziei Ucrainei de către Rusia.

În ceea ce privește componenta bunurilor energetice, atât gazele naturale, cât și energia electrică au înregistrat scumpiri fără precedent începând din a doua jumătate a anului 2021. Deteriorarea condițiilor de piață a fost generată de probleme care țin deopotrivă de cerere și de ofertă, fiind potențată de particularitățile arhitecturii piețelor europene de energie⁸⁶. Pe parcursul anului 2022, volatilitatea prețurilor s-a accentuat, pe fondul desfășurării războiului din Ucraina. În contextul

⁸⁵ Cele mai importante surse de risc care pot conduce la abateri ale ratei inflației IPC de la traiectoria prognozată sunt prezentate în cadrul *Rapoartelor asupra inflației*, în Secțiunea 4.4. Riscuri asociate proiecției.

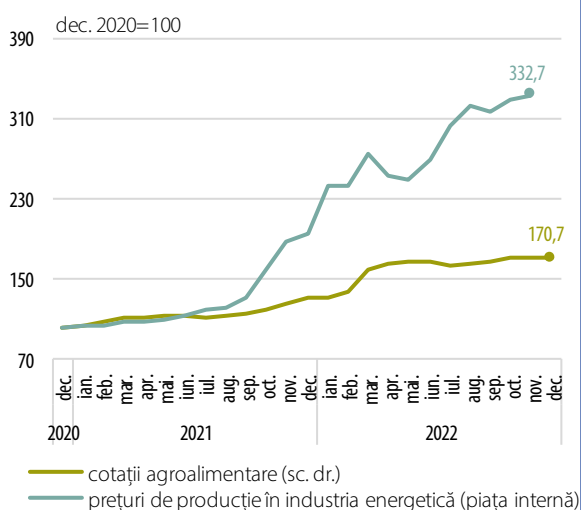
⁸⁶ Pentru detalii a se vedea Caseta intitulată „Designul piețelor de energie din Europa” din *Raportul asupra inflației*, ediția din august 2022.

Grafic D. Inflația CORE2 ajustat – evoluții istorice și valori prognozate pentru orizontul decembrie 2022



Sursa: INS, proiecții BNR

Grafic E. Evoluția prețurilor de producție în industria energetică și a cotațiilor agroalimentare



Sursa: Eurostat, BCE

reducerii semnificative a fluxurilor de gaze naturale importate din Rusia, cotațiile de pe piețele europene au urcat în trimestrul III 2022 la valori maxime istorice, plasate în apropierea nivelului de 350 EUR/MWh (versus o valoare medie anuală de 46 EUR/MWh în 2021⁸⁷). Evoluția s-a repercutat rapid asupra piețelor de energie electrică, afectate în plus de seceta din vara anului trecut, cotațiile pe piețele europene în acest caz ajungând în intervalul iulie-septembrie 2022 la o medie de aproximativ 400 EUR/MWh⁸⁸, nivel de aproape 4 ori mai mare comparativ cu perioada similară a anului 2021. Piețele *en gros* autohtone au reflectat tendințele de pe piețele externe, însă cea mai mare parte a consumatorilor casnici au beneficiat de tarife plafonate, pe baza aplicării schemelor de sprijin pentru plata facturilor la electricitate și gaze naturale. Configurația acestor scheme a suferit mai multe modificări în decursul perioadei analizate, încorporarea impactului asupra inflației IPC în prognoza BNR fiind condiționată de momentul legiferării acestor modificări. Totodată, sancțiunile impuse Rusiei au condus la plasarea traiectoriei prețului petrolului și, implicit, a dinamicii prețurilor combustibililor pe o traiectorie pronunțat crescătoare până în ultima parte a anului 2022.

Tot în sensul subestimării ratei anuale a inflației IPC în decembrie 2022, însă de o magnitudine considerabil mai redusă, a contribuit și componenta de prețuri volatile ale alimentelor (LFO) a coșului de consum (în medie cu aproximativ 0,75 puncte procentuale). Dinamica anuală a prețurilor LFO (20,7 la sută la finele anului 2022) a receptat impactul evoluțiilor meteorologice nefavorabile de pe parcursul verii, consemnând o accelerare în a doua parte a anului precedent, amplificată și de majorările costurilor cu energia ale producătorilor.

Prețurile administrate și cele ale produselor din tutun și băuturilor alcoolice au avut contribuții marginale la erorile de prognoză asociate ratei

anuale a inflației IPC în decembrie 2022.

⁸⁷ Indicatorul de referință este reprezentat de cotația gazelor naturale la hub-ul TTF de la Amsterdam.

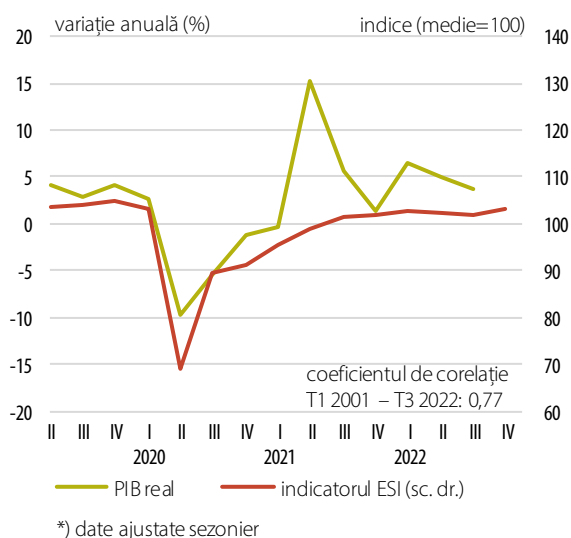
⁸⁸ În cazul energiei electrice, prețul de pe piața externă este calculat ca medie pentru Germania, Franța și Țările de Jos.

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

Deviația PIB

În trimestrul III 2022, dinamica trimestrială a PIB real a consemnat o nouă creștere de 1,2 la sută⁹⁰, depășind astfel anticiparea unei cvasistagnări a activității economice, formulată în *Raportul* precedent. În continuare se evidențiază însă anumite discordanțe între sensul de evoluție a PIB și cel al unor indicatori statistici convenționali coroborativi, utilizați inclusiv în formularea prognozelor pe termen scurt. În plus, pe latura de utilizare, în paralel cu o contribuție a exporturilor nete semnificativ negativă, cele mai recente date indică un aport considerabil al componentei reziduale (discrepanța statistică și variația stocurilor). De asemenea, cel mai recent comunicat al INS continuă să prezinte o discrepanță între dinamica anuală a PIB calculată pe baza datelor brute și, respectiv, cea determinată folosind date ajustate sezonier. Aspectele de mai sus sugerează posibile viitoare revizuri importante ale seriilor de date. În acest context, au fost aplicate în continuare unele ajustări⁹¹ în procesul de evaluare a poziției ciclice a economiei, cu rol de a corela mai bine informația din datele statistice agregate cu evoluțiile sectoriale descrise de seturi de date la frecvență ridicată.

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



Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Prognozele pe termen scurt indică o decelerare mai importantă a activității economice în trimestrele IV 2022 și I 2023. În trimestrul IV, estimarea are la bază reducerea trimestrială însemnată a venitului disponibil real (în contextul continuării avansului ratei inflației și al înăsprii condițiilor financiare) și parcursul economic mai puțin favorabil estimat la nivelul partenerilor economici europeni. Aceste aspecte sunt susținute de evoluțiile, pe ansamblul lunilor octombrie-noiembrie raportat la trimestrul III 2022, ale unor indicatori statistici precum: (i) continuarea deteriorării producției industriale interne, pe fondul costurilor ridicate cu energia, (ii) comprimarea volumului producției industriale externe, și (iii) frânarea puternică (dinamică cvasinulă) a volumului cifrei de afaceri în comerțul cu amănuntul (excl. auto-moto). În schimb, în contrast cu anticipările formulate în *Raportul* precedent, pe parcursul trimestrului IV 2022 s-au remarcat o serie de evoluții favorabile: (i) creșterea

neșteptată a încrederii agenților în economie, sugerată de indicatorul ESI (Grafic 4.7), (ii) dinamica peste așteptări în construcții și în servicii în primele luni ale trimestrului și

⁸⁹ În absența altor precizări, variațiile procentuale trimestriale sunt calculate folosind serii de date ajustate sezonier. Sursele de date folosite sunt: BNR, MF, INS, Eurostat, CE-DG ECFIN și Reuters.

⁹⁰ Comunicatul INS nr. 9 din 12 ianuarie 2023 aferent datelor cu caracter provizoriu (2).

⁹¹ Ajustările au vizat PIB și componentele sale pentru perioada de timp pentru care datele statistice au caracter provizoriu (trimestrul I 2021 – trimestrul III 2022).

(iii) stoparea tendințelor nefavorabile ale indicatorilor financiari (interni și externi) observate în trimestrul III⁹².

În trimestrul I 2023, ritmul modest de creștere așteptată a PIB reflectă inclusiv anticiparea unei noi deteriorări a activității economice în rândul partenerilor europeni, cu efect de temperare a schimburilor comerciale. Astfel, continuarea preconizată a înăspririi condițiilor de creditare, incertitudinea încă ridicată privind desfășurarea războiului și constrângerile în creștere asupra bugetelor de familie din partea cheltuielilor cu utilitățile vor acționa ca factori inhibitori la adresa activității economice⁹³. Nu în ultimul rând, renunțarea bruscă la politica „zero-COVID” în China încă de la finalul anului 2022, având ca efect o sporire masivă a infectărilor, este de natură a crea presiuni suplimentare, pe termen scurt, asupra lanțurilor de aprovizionare globale. Compensând doar parțial aceste evoluții mai puțin favorabile, în trimestrul I este preconizată o creștere în termeni trimestriali a venitului disponibil real, pe fondul majorării salariului minim (inclusiv în construcții), precum și a salariilor din sectorul public.

Pentru anul 2022, creșterea medie anuală a PIB real este estimată la o valoare ridicată, în jurul a 5 la sută, ritm inferior celui înregistrat în 2021⁹⁴. Pentru anul trecut, creșterea a fost imprimată de avansul consistent din primele trei trimestre (în condițiile în care activitatea economică este apreciată a fi manifestat o încetinire graduală spre finalul anului). Pentru anul 2023 însă, se anticipează o decelerare semnificativă a activității economice interne. Influențe adverse substanțiale, cu impact atât asupra economiei românești, cât și a celor ale partenerilor comerciali externi (pe alocuri chiar de o manieră mai semnificativă) sunt generate de incertitudinea care se menține la cote înalte, precum și de costurile ridicate cu materiile prime și energia, amplificate de războiul din Ucraina. În schimb, un aport favorabil la creșterea economiei este de așteptat să provină, în special pe termen mediu, din valorificarea fondurilor europene din surse multiple⁹⁵ (inclusiv prin programul „Next Generation EU”, în care alocarea este condiționată de îndeplinirea unor ținte și jaloane stricte în implementarea proiectelor).

În structură, traiectoria PIB real este imprimată de cea a consumului final (în principal determinat de componenta aferentă gospodăriilor populației, la rândul său în decelerare de ritm pe parcursul anului curent), la care se adaugă contribuția FBCF (prevăzută, deși în încetinire, a se menține extrem de robustă, în principal sub ipoteza atragerii de fonduri europene). Aportul exporturilor nete reale este proiectat a fi negativ, dar în curs de atenuare (reflectând ritmuri anuale apropiate ale exporturilor

⁹² În cadrul suitei de indicatori cu frecvență ridicată monitorizați, în ultimele două luni ale trimestrului IV se pot remarca înrăutățirile semnalelor din partea: căutărilor Google pentru cuvintele „șomaj” și „criză” și a sumelor refuzate la plată cu instrumentele de debit. În schimb, următorii indicatori au prezentat semnale de îmbunătățire: indicatorul ESI, cotațiile *Option Adjusted Spread* (OAS), volumul traficului aerian internațional, tranzitul de persoane la frontieră și indicatorii Sentix și VIX.

⁹³ În luna ianuarie 2023, printre indicatorii cu frecvență ridicată care au prezentat înrăutățiri se pot evidenția consumul de energie electrică și căutările Google pentru cuvântul „criză”. În sens favorabil s-au distins indicatorii: zborurile internaționale, tranzitul de persoane la frontieră, căutările Google pentru cuvântul „gaze” și indicii internaționali Sentix și VIX.

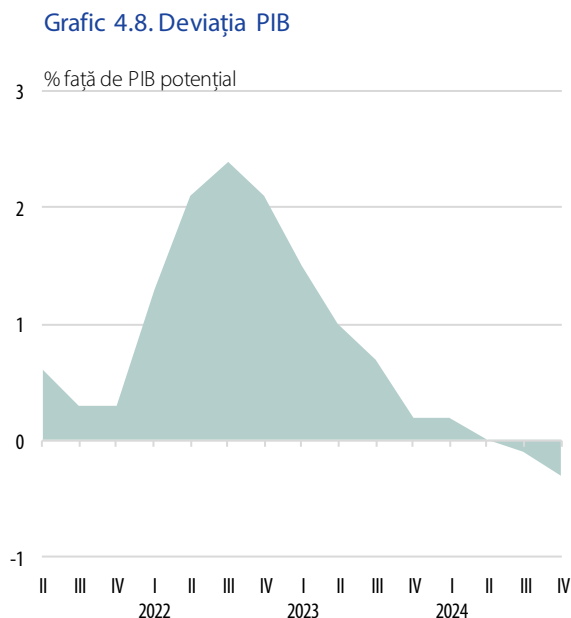
⁹⁴ Datele privind evoluția PIB pentru anul 2021 au caracter semidefinitiv, iar publicarea celor definitive este de așteptat a avea loc pe parcursul lunii octombrie a acestui an.

⁹⁵ Cadrul financiar multianual 2021-2027, programul „Next Generation EU” (2021-2026), prelungirea (derogatorie) a absorbției în Cadrul financiar multianual 2014-2020. În cazul acestuia din urmă, ultimele fonduri vor putea fi valorificate în perioada 2023-2024.

de cele ale importurilor), evoluția componentei fiind corelată cu cea a activității economice a partenerilor externi.

Pe parcursul intervalului de prognoză dinamica medie anuală a PIB potențial este proiectată la valori robuste, susținute cu precădere de aportul investițional mai consistent anticipat pentru perioadele următoare. Creșterile recente, deosebit de ridicate, ale investițiilor în economie sunt evaluate a avea, pe de o parte, un impact imediat asupra creșterii eficienței în utilizarea factorilor de producție (engl. *total factor productivity* – TFP), iar pe de altă parte, efecte favorabile mai îndelungate prin intermediul acumulării stocului de capital.

Principalul resort al dinamicii PIB potențial va rămâne aportul acumulării stocului de capital, ce reflectă perspectivele favorabile privind investițiile nete derulate în economie. Acestea sunt însă condiționate de continuarea implementării proiectelor de investiții, finanțate preponderent prin atragerea de fonduri europene. Cele din urmă sunt prevăzute a fi alocate prin intermediul atât al cadrelor financiare multianuale (pe lângă prelungirea derogatorie a atragerilor din alocarea 2014-2020, fiind anticipată și o dinamizare a absorbției din cea aferentă intervalului 2021-2027), precum și al programului „Next Generation EU”. Contribuția forței de muncă la dinamica PIB potențial este proiectată a rămâne relativ stabilă pe termen mediu, reflectând perspectivele favorabile ale ratei de activitate. Totuși, pe termen mai lung, aportul factorului rămâne grevat de tendințele demografice adverse din România, precum (i) un proces de mobilitate transfrontalieră având o balanță negativă sau (ii) anticiparea unui ritm alert de reducere a populației în vârstă de muncă. În ceea ce privește traiectoria trendului TFP, sunt evaluate îmbunătățiri ale acesteia, reflectând eforturile



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

companiilor de rețehnologizare a capacităților productive în vederea adaptării la noul context economic, inclusiv prin programele prioritare finanțate pe termen mediu din fonduri europene. Totuși, aportul componentei continuă a fi afectat de caracterul persistent al șocului tehnologic advers generat de creșterile prețurilor la energie și ale celor ale materiilor prime, de înăsprirea condițiilor financiare și de amplificarea incertitudinii cu privire la desfășurarea războiului din Ucraina, limitând resursele companiilor destinate inovării și digitalizării⁹⁶. În eventualitatea unei prelungiri și a unei acutizări a acestor șocuri, perspectivele privind creșterea PIB potențial ar putea fi suplimentar grevate raportat la evaluarea curentă.

După amplificarea din primele trei trimestre ale anului trecut (Grafic 4.8), începând din trimestrul IV 2022 este proiectată o închidere relativ alertă a

⁹⁶ De exemplu, *Raportul* din 2022 cu privire la Indicele economiei și societății digitale (DESI) al Comisiei Europene plasează România pe ultima poziție dintre statele membre ale UE, cu un nivel apropiat de medie doar în sectorul Conectivitate. Conform studiului, pe ansamblu s-au înregistrat progrese, însă trenează competențele digitale, IMM și rețelele 5G. Un alt *Raport*, *Global Innovation Index 2022*, subliniază domeniile Instituțiile și, respectiv, Capitalul uman și cercetare ca fiind cele mai deficitare din punct de vedere al promovării inovației.

deviației PIB. Evoluția are loc în contextul unei multitudini de șocuri nefavorabile (cu impact asupra cererii agregate interne și, respectiv, a celei externe), al consolidării fiscale anticipate și al efectelor propagate gradual ale procesului de normalizare a politicii monetare. Traectoria descendentă a *gap*-ului PIB continuă și pe parcursul anului următor, însă cu un ritm semnificativ mai atenuat. Astfel, la orizontul de prognoză (trimestrul IV 2024) deviația PIB este proiectată la o valoare negativă⁹⁷, de magnitudine relativ redusă.

Față de *Raportul* anterior, profilul deviației PIB a fost revizuit în sus în a doua parte a anului 2022 (în principal pe seama evoluției peste așteptări a economiei din trimestrul III și a încetinirii ulterioare mai atenuate), modificare ce se reflectă și în configurația indicatorului din perioadele succesive, plasându-l pe un palier superior. Pe parcursul anului 2023, deviația PIB are o traiectorie descendentă aproape paralelă celei din proiecția precedentă. În schimb, în anul 2024, panta *gap*-ului PIB este semnificativ mai atenuată. Reconfigurarea cumulează, pe de o parte, efectele mai puțin restrictive ale mixului de politici, iar pe de altă parte, aportul benefic de mai mare amploare generat de anticiparea unei accelerări a atragerii de fonduri europene prin intermediul programului „Next Generation EU”.

Componentele cererii agregate

Dinamica medie anuală a consumului final este proiectată a cunoaște o decelerare în 2023, pe fondul efectului dominant al erodării puterii de cumpărare a populației și al persistenței incertitudinii la un nivel ridicat. Impactul șocurilor adverse asupra venitului real al gospodăriilor populației este atenuat în acest an de extinderea schemelor de plafonare a prețurilor energiei electrice și ale gazelor naturale, în conformitate cu OUG nr. 27/2022, precum și de efectele favorabile ale majorării câștigului salarial nominal brut din economie și de prelungirea acordării ajutoarelor sociale persoanelor cu venituri reduse⁹⁸. Pentru anul următor, relativa plafonare a dinamicii consumului final, indusă de cea a consumului individual al gospodăriilor populației, reflectă inclusiv incertitudinea generată de efectele persistente ale războiului, impactul ce derivă din acesta asupra prețurilor bunurilor energetice, precum și adaptarea graduală a evoluțiilor de pe piața forței de muncă la conjunctura economică de ansamblu.

După avansul notabil de pe parcursul anului 2022, dinamica formării brute de capital fix este proiectată în decelerare în anul curent, însă componenta este anticipată a evolua cu ritmuri medii anuale extrem de robuste pe întregul interval de prognoză, sub ipoteza atragerii de fonduri europene din multiple exerciții financiare. Prin urmare, aceasta este evaluată a avea în continuare o contribuție ridicată la creșterea economică. Evoluția FBCF este strâns legată de încrederea agenților economici în fezabilitatea și

⁹⁷ Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este imprimată de cea pozitivă, în închidere, a consumului final. Deviația FBCF are o contribuție pozitivă relativ stabilă, în timp ce exporturile nete exercită una negativă, în atenuare spre orizontul intervalului de prognoză (componentele fiind corelate cu perspectivele cererii interne și, respectiv, ale celei externe efective).

⁹⁸ Începând cu 1 ianuarie 2023, conform HG nr. 1447/2022, s-a stabilit majorarea cuantumului salariului de bază minim brut pe țară de la 2 550 de lei la 3 000 de lei. Totodată, prin intermediul OUG nr. 168/2022, a fost majorat la 4 000 de lei salariul minim în sectorul construcțiilor și au fost adoptate măsuri ce vizează angajații din sectorul public, respectiv o creștere salarială de până la 10 la sută față de nivelul acordat în luna decembrie 2022. Efecte favorabile sunt asociate și transferurilor sociale: (i) majorarea punctului de pensie cu 12,5 la sută; (ii) continuarea acordării sprijinului financiar anumitor categorii sociale și pe parcursul anului 2023 (sprijin financiar în ianuarie și octombrie în cazul pensionarilor cu venituri reduse, precum și acordarea tichetelor sociale pe întregul an).

profitabilitatea proiectelor de investiții, precum și de conduita autorităților cu privire la atragerea și utilizarea fondurilor europene, în particular de îndeplinirea țintelor și jaloanelor asumate în cadrul instrumentului de finanțare „Next Generation EU”. Perspectivele de evoluție ale componentei ar putea fi afectate într-o manieră negativă, relativ la cea prefigurată, în situația unor noi puseuri de prețuri pe piețele materiilor prime, a persistenței sincopelor în lanțurile de producție și aprovizionare (amplificate de desfășurarea războiului din Ucraina), a neconcordanței dintre cererea și oferta de forță de muncă sau a altor factori globali de risc. Totodată, nu este exclusă o deteriorare a activității investiționale din industrie, care ar reprezenta un factor determinant al erodării în perspectivă a acumulărilor de capital.

Pe parcursul intervalului de proiecție, contribuția exporturilor nete la creșterea PIB este negativă, însă în diminuare, reflectând ritmuri medii anuale de magnitudini apropiate ale exporturilor și ale importurilor. Fluxurile comerciale sunt anticipate a fi afectate de funcționarea cu o anumită dificultate a lanțurilor internaționale de valoare adăugată, pe fondul incertitudinii ridicate cu privire la desfășurarea războiului din Ucraina, sau de alți factori globali de risc. Totodată, efectele de durată ale reducerii semnificative a furnizării de gaze naturale de către Rusia ar putea fi reflectate de o manieră indirectă, prin intermediul canalului comercial, afectând competitivitatea economiei.

Exporturile de bunuri și servicii sunt prognozate a rămâne grevate de creșterile prețurilor materiilor prime și ale energiei (ce s-ar putea materializa în ajustări ale producției în ramurile energointensive) și de contracția cererii partenerilor externi. Un alt factor ce imprimă efecte restrictive asupra competitivității prin preț este cursul de schimb real efectiv, anticipat a rămâne supraevaluat, pe fondul diferențialului mai ridicat de inflație dintre România și partenerii comerciali din zona euro. În schimb, un aport favorabil la creșterea productivității firmelor exportatoare ar trebui să revină atragerii și utilizării fondurilor europene (de exemplu, programul „Next Generation EU”). Importurile de bunuri și servicii sunt anticipate a înregistra un ritm anual consistent în 2023 și în decelerare ulterior, reflectând dinamica cererii interne și efectele de antrenare din partea exporturilor.

Ulterior adâncirii din 2022, deficitul de cont curent este anticipat a se înscrie pe o traiectorie moderat descendentă pe parcursul intervalului de proiecție. Cu toate acestea, pe termen scurt, criza energetică (cu impact nefavorabil asupra prețurilor bunurilor de import), problemele din lanțurile de valoare adăugată (anticipate a se atenua gradual), precum și declinul cererii externe vor exercita influențe nefavorabile asupra deficitului de cont curent. Pe termen mediu, o corecție mai amplă a indicatorului este strict condiționată de progresul procesului de consolidare fiscală, precum și de soluționarea problemelor de ordin structural care grevează asupra economiei românești.

Pe parcursul intervalului de proiecție, deficitul de cont curent este evaluat a rămâne finanțat doar parțial prin fluxuri stabile, non-generatoare de datorie externă. Acest fenomen este cauzat, cu precădere, de escaladarea deficitului de cont curent, doar parțial contrabalansată de evoluțiile mai favorabile așteptate în cazul fluxurilor non-generatoare de datorie. Acestea din urmă sunt asociate transferurilor de capital

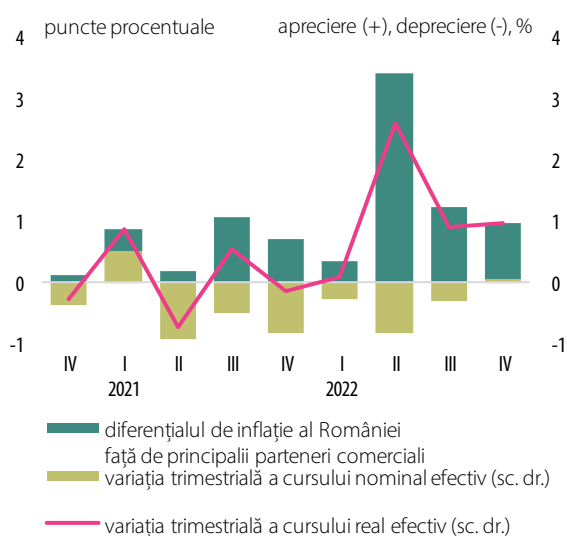
(pe fondul suprapunerii atragerii de fonduri europene din surse multiple⁹⁹), precum și investițiilor străine directe (a căror impulsivitate ar putea fi indusă inclusiv de demararea diverselor proiecte finanțate din fonduri europene).

Condițiile monetare în sens larg

Condițiile monetare în sens larg evaluează impactul cumulat, conform mecanismului de transmisie, asupra cererii agregate viitoare, al ratelor reale ale dobânzilor în lei și în valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebankari și al evoluției cursului de schimb real efectiv¹⁰⁰ al leului. Cursul de schimb acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici.

Scenariul de bază al prognozei prevede, într-o manieră similară cu *Raportul* anterior, continuarea reducerii graduale a caracterului stimulat al condițiilor monetare reale în sens larg și plasarea acestora la valori restrictive începând cu semestrul al doilea al anului 2023. Această dinamică va avea loc pe fondul propagării graduale în economie a deciziilor operate în contextul normalizării politicii monetare, menite să favorizeze o corecție a cererii agregate excedentare din economie, implicit și o diminuare a presiunilor inflaționiste.

Grafic 4.9. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

În structura condițiilor monetare în sens larg, ratele reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și la depozitele noi la termen sunt anticipate a avea un impact cumulat stimulat, indus preponderent de majorarea, mai ales pe termen scurt, a așteptărilor agenților economici privind inflația. Însă, pe termen mediu, caracterul stimulat se va eroda treptat până la valori cvasineutre la orizontul proiecției. Acest parcurs va avea loc în contextul transmisiei deciziilor anterioare și, respectiv, al celor proiectate de politică monetară, în dinamica ratelor nominale ale dobânzilor, concomitent unei corecții descendente graduale a anticipațiilor de inflație. Cursul de schimb real efectiv (Grafic 4.9) este preconizat a exercita, prin intermediul canalului exporturilor nete, un efect restrictiv până la orizontul prognozei, în contextul aprecierii în termeni reali a monedei naționale, asociată efectului dominant al poziționării ratei interne a inflației peste cea a partenerilor comerciali.

Efectul de avuție și de bilanț este evaluat a-și disipa caracterul stimulat în prima jumătate a anului curent, devenind ulterior restrictiv. În structură, dinamica acestuia va fi determinată de reducerea stimulatității ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni), pe fondul diminuării treptate a anticipațiilor de inflație din zona euro, dar și

⁹⁹ Cadrele financiare multianuale (2014-2020, care se apropie de final din perspectiva absorbției, și 2021-2027) și, respectiv, programul „Next Generation EU”.

¹⁰⁰ 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.

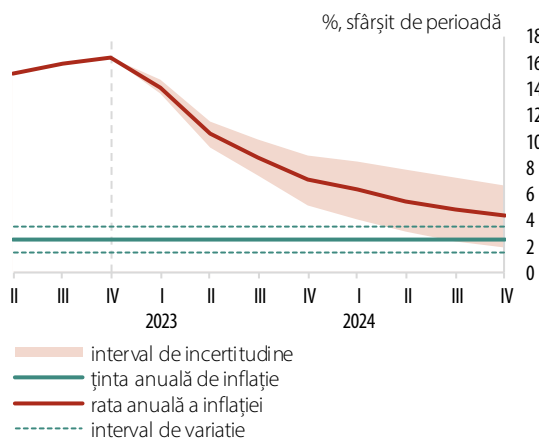
al accelerării previzionate a procesului de normalizare a politicii monetare a BCE. Prima de risc suveran exercită un impact restrictiv în atenuare, poziționarea indicatorului reflectând temperarea aversiunii la risc a investitorilor față de activele financiare ale țărilor aflate în proximitatea geografică a războiului din Ucraina. Efectul dinamicii deviației cursului de schimb real efectiv al leului este cvasineutru.

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

4.4. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor la adresa proiecției ratei anuale a inflației este apreciată a fi echilibrată relativ la traiectoria descrisă în scenariul de bază. Deși în continuare există

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



numeroase surse cu potențial impact inflaționist, factorii dezinflaționiști și-au sporit relevanța pe parcursul runde curente (Grafic 4.10).

La aproape un an de la declanșarea războiului din Ucraina, persistă incertitudini ample privind implicațiile economice ale acestuia, în contextul în care intensitatea, durata și, implicit, impactul economic al conflictului militar sunt dificil de cuantificat. În eventualitatea unei prelungiri a acestuia la un nivel similar de intensitate, sunt posibile erodări suplimentare ale puterii de cumpărare și ale încrederii consumatorilor. La acestea se adaugă incertitudini privind reziliența firmelor în fața presiunilor inflaționiste deja manifestate, nefiind exclusă amplificarea dificultăților acestora de a-și continua activitatea într-un mediu caracterizat de persistența la niveluri ridicate, pe o perioadă mai lungă de timp, a presiunilor de majorare a costurilor

de producție. În plus, amplificarea tensiunilor geopolitice ar putea conduce la o nouă fragilizare a economiei mondiale. Deși persistența șocurilor de ofertă ar putea induce noi presiuni inflaționiste, în eventualitatea unei comprimări semnificative a cererii agregate, se prefigurează presiuni dezinflaționiste.

Pe termen scurt, o corecție mai pronunțată a activității economice de la nivel global ar putea fi ocazionată și de deteriorarea condițiilor economice din China. Odată cu înrăutățirea semnificativă a situației medicale, nu sunt excluse comprimări suplimentare ale activității economice, cu efecte de contagiune la nivel global. În acest context, dat fiind gradul ridicat de integrare a Chinei în comerțul internațional, există posibilitatea unor reinflamări ale sincopelor în lanțurile globale de producție și distribuție. Efecte de sens contrar sunt asociate unei potențiale exuberanțe a consumului, ocazionată

de relaxarea măsurilor extrem de stricte de distanțare socială impuse de politica „zero-COVID” a Chinei. Pe termen mediu însă, redresarea economiei chineze este de așteptat să acționeze ca un resort de stimulare a marilor poli de putere economică.

În cazul cotațiilor materiilor prime și ale bunurilor intermediare, în continuare sunt dominante riscurile cu potențial mai degrabă inflaționist, deși recent am asistat la o serie de evoluții extrem de favorabile pe aceste piețe. Pe segmentul bunurilor energetice, incertitudini importante decurg din eventuale dificultăți în refacerea stocurilor de gaze naturale pentru a asigura fără sincope consumul (casnic și industrial) din sezonul rece 2023-2024. Acestea ar putea fi amplificate de manifestarea unor temperaturi mult mai reduse față de cele înregistrate în actualul sezon. În schimb, în cazul cotațiilor petrolului Brent, nu sunt excluse corecții mai ample în eventualitatea unei decelerări suplimentare a activității economice. În schimb, decizii administrative ale membrilor OPEC+ de a extinde pe perioade mai lungi de timp limitările de producție ar putea exercita o tracțiune inflaționistă. Efectul net asupra prețului combustibililor, implicit și asupra presiunilor inflaționiste de la nivel agregat al acestor evoluții posibile este dificil de evaluat.

Criza energetică și alte implicații adverse ale războiului și-au pus amprenta inclusiv asupra prețurilor materiilor prime și ale bunurilor agroalimentare. Presiuni inflaționiste suplimentare ar putea fi induse și de eventuale creșteri persistente ale prețurilor la îngrășăminte, dar și de sincope în ceea ce privește comerțul cu cereale, în contextul diminuării resurselor provenind din Rusia și Ucraina, jucători importanți pe piața acestor bunuri. La acestea se adaugă efecte adverse posibile, similar anului trecut, și din partea condițiilor climaterice, atât pe plan intern, cât și la nivel global. Incidența tot mai mare a unor evenimente meteo extreme ar putea afecta semnificativ oferta de bunuri agroalimentare. În același sens ar putea acționa și răspândirea unor boli (precum gripa aviară, în cazul căreia a fost observată o creștere recentă a numărului de focare de infecție).

Data fiind conjunctura economică deja dificilă, manifestarea unor șocuri suplimentare, preponderent de natura ofertei, ar complica semnificativ calibrarea viitoare a politicii monetare de către băncile centrale majore și cele din regiune. Conduita politicii monetare depinde crucial de gestionarea anticipațiilor inflaționiste, dezancorarea persistentă a acestora putând genera presiuni inflaționiste pe termen mediu și lung, ce ar impune un nivel mai ridicat de restrictivitate monetară, cu efect advers mai persistent asupra activității economice. În același timp, noi exacerbări ale volatilității pe piețele financiare, cu impact și asupra fluxurilor de capital, rămân preocupante.

Suita de factori cu potențial impact inflaționist face ca dinamismul viitor al pieței muncii să rămână o sursă importantă de riscuri. În contextul erodării puterii de cumpărare, nu este exclus un avans mai alert al salariilor, inclusiv prin reinflamarea gradului de tensionare a anumitor sectoare de pe piața muncii pe fondul unei accentuări a deficiențelor structurale existente (îndeosebi în eventualitatea materializării planurilor de extindere a automatizării și digitalizării pe plan intern). În sens contrar, evoluția nefavorabilă a activității economice ar putea conduce fie la dificultăți ale agenților economici în a satisface revendicările salariale ale angajaților, determinând o dinamică negativă a salariilor în termeni reali, fie la

comprimarea numărului de salariați. Astfel, se conturează posibilitatea ca piața muncii să reflecte, cu un decalaj specific, încetinirea preconizată a dinamicii activității economice.

Pe plan intern, deși o parte dintre riscurile enunțate în *Raportul* precedent în cazul politicii fiscale și al celei de venituri s-au materializat, nu este exclus ca autoritățile să introducă noi măsuri expansioniste și pe parcursul anului viitor, inclusiv în contextul calendarului electoral extrem de încărcat din anul 2024. În același timp, anul 2024 este și termenul limită impus în cadrul procedurii de ajustare a deficitului bugetar excesiv. Lipsa implementării unor măsuri corective ferme, în vederea eliminării până la acel orizont a deficitului excesiv, conform angajamentelor asumate de autoritățile naționale, s-ar repercuta direct asupra ratingului suveran, implicit și asupra finanțării în manieră ordonată a dezechilibrelor macroeconomice.

Indiferent de conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, presiunile asupra soldului bugetar ar putea fi parțial degrevate de implementarea eficientă a programului „Next Generation EU” (NGEU), îndeosebi a fondurilor de natura granturilor alocate prin Mecanismul de redresare și reziliență (MRR). Persistă însă incertitudinile privind progresul în materie de atragere a fondurilor europene – atât în cazul NGEU, pentru care alocarea este condiționată de îndeplinirea cu strictețe a unor criterii de eligibilitate, cât și în cel al cadrelor financiare standard, odată cu apropierea de final a perioadei de programare pentru exercițiul multianual 2014-2020, în condițiile unei rate de absorbție în prezent doar ușor peste 70 la sută.

Abrevieri

APIA	Agenția de Plăți și Intervenție pentru Agricultură
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
CE	Comisia Europeană
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FAO	Organizația Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură
FBCF	formarea brută de capital fix
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
IEA	Agenția Internațională de Energie
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IRCC	indicele de referință pentru creditele consumatorilor
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MF	Ministerul Finanțelor
OCDE	Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
PNRR	Planul Național de Redresare și Reziliență
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TFP	productivitatea totală a factorilor de producție
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
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	45
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	49
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației IPC și CORE2 ajustat în scenariul de bază	51
Tabel 4.3	Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC	53

Lista graficelor din text

	Proгноza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	15
Grafic 1.2	Cotația țiteiului și prețul combustibililor	16
Grafic 1.3	Distribuția dinamicilor anuale ale prețurilor componentelor CORE2 ajustat	17
Grafic 1.4	Anticipații privind evoluția prețurilor	17
Grafic 1.5	IAPC mediu anual în UE – dec. 2022	18
Caseta 1		
Grafic A	Prețurile de consum și costurile de producție ale alimentelor procesate	19
Grafic B	Contribuția șocurilor la variația lunară a prețurilor	20
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	22
Grafic 2.2	Cererea de consum a populației și surse de finanțare	23
Grafic 2.3	Fonduri europene nerambursabile destinate investițiilor	24
Grafic 2.4	Construcții	25
Grafic 2.5	Investiții exclusiv construcții	25
Grafic 2.6	Comerț exterior	26
Grafic 2.7	Contul curent	26
Grafic 2.8	Productivitatea muncii în economie	27
Grafic 2.9	Comenzi primite în perioada recentă de ramurile prelucrătoare	27
Grafic 2.10	Gradul de tensionare/relaxare a pieței muncii	28
Grafic 2.11	Efectivul salariaților din economie	28
Grafic 2.12	Evoluția salariului mediu brut pe economie	29
Grafic 2.13	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	30
Grafic 2.14	Prețurile producției industriale pentru piața internă	31
Grafic 2.15	Prețurile producției agricole	33
Grafic 2.16	Costurile unitare cu forța de muncă	33
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	40

Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	41
Grafic 3.5	Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare	42
Grafic 3.6	Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației	42
Grafic 3.7	Cursul de schimb nominal	43
Grafic 3.8	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	44
Grafic 3.9	Principalele componente ale masei monetare	45
Grafic 3.10	Creditul acordat sectorului privat pe monede	46
Grafic 3.11	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	47
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	50
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat	51
Grafic 4.3	Inflația anuală IPC și a prețurilor bunurilor energetice	52
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor LFO	53
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate	53
Grafic 4.6	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC	54
Caseta 2		
Grafic A	Revizuirii ale proiecțiilor unor bănci centrale pentru rata inflației medii anuale în 2022	55
Grafic B	Inflația IPC – evoluții istorice și valori prognozate pentru orizontul decembrie 2022	55
Grafic C	Descompunerea erorilor de prognoză aferente inflației IPC din decembrie 2022 pe componente ale coșului de consum	56
Grafic D	Inflația CORE2 ajustat – evoluții istorice și valori prognozate pentru orizontul decembrie 2022	57
Grafic E	Evoluția prețurilor de producție în industria energetică și a cotațiilor agroalimentare	57
Grafic 4.7	Indicatorul de încredere în economie și creșterea economică	58
Grafic 4.8	Deviația PIB	60
Grafic 4.9	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	63
Grafic 4.10	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	64

