

BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației

februarie 2024

Anul XX, nr. 75

Raport asupra inflației

Februarie 2024

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 HTML)

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 13 februarie 2024, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 6 februarie 2024.

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

Cuprins

Sinteză	7
<hr/>	
1. Evoluția inflației	15
Caseta 1. Evoluția profiturilor în perioada inflației ridicate	18
<hr/>	
2. Evoluții ale activității economice	23
1. Cererea și oferta	23
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	31
2.1. Prețurile de import	31
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	32
<hr/>	
3. Politica monetară și evoluții financiare	35
1. Politica monetară	35
2. Piețe financiare și evoluții monetare	39
2.1. Ratele dobânzilor	40
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	43
2.3. Moneda și creditul	45
<hr/>	
4. Perspectivele inflației	47
1. Scenariul de bază	47
1.1. Ipoteze externe	47
1.2. Perspectivele inflației	49
Caseta 2. Evaluarea acurateții prognozelor macroeconomice pentru rata anuală a inflației IPC în decembrie 2023	54
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	57
2. Riscuri asociate proiecției	62
<hr/>	
Abrevieri	66
Lista tabelor din text	67
Lista graficelor din text	67

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

Rata anuală a inflației IPC și-a accelerat traiectoria descendentă în ultimul trimestru al anului 2023, ajungând la 6,61 la sută în luna decembrie (-2,22 puncte procentuale față de finele trimestrului anterior și -9,76 puncte procentuale față de luna decembrie 2022). Totodată, indicatorul s-a plasat semnificativ (cu 0,9 puncte procentuale) sub proiecția din precedentul *Raport asupra inflației*, influențe favorabile fiind asociate în special prețurilor carburanților și celor ale bunurilor alimentare. De altfel, aportul decisiv la dezinflația din trimestrul IV a aparținut acestora din urmă, ca rezultat al unui cumul de factori: menținerea cotațiilor materiilor prime de profil pe o pantă descendentă, recolta abundentă de pe plan intern și internațional, prelungirea și extinderea listei produselor alimentare esențiale vizate de măsura de plafonare a adaosului comercial. La rândul lor, prețurile bunurilor energetice au continuat să scadă în termeni anuali în trimestrul IV, în special ca urmare a unor efecte de bază favorabile consemnate în cazul energiei electrice. În schimb, ritmul anual al prețurilor combustibililor a înregistrat o ușoară accelerare, determinată, de asemenea, de efecte statistice.

Rata medie anuală a inflației, indicator cu persistență inerent mai ridicată, și-a păstrat traiectoria descendentă, coborând în cazul indicelui calculat conform metodologiei naționale până la 10,4 la sută în luna decembrie (de la maximum de 15,3 la sută înregistrat în martie). O evoluție calitativ similară a înregistrat și indicatorul calculat conform structurii armonizate (IAPC), acesta corectându-se până la 9,7 la sută, după ce atinsese vârful de 13,2 la sută tot în luna martie. Decalajul față de inflația medie din UE s-a menținut în apropierea nivelului înregistrat în trimestrul precedent, România continuând să se poziționeze, din punct de vedere al valorii inflației medii IAPC, pe o poziție relativ favorabilă la nivel regional.

După maximum atins în februarie 2023 (15,06 la sută), rata anuală a inflației CORE2 ajustat a etalat un parcurs continuu descendent, cu un ritm chiar ușor mai alert al corecției în intervalul octombrie-decembrie față de trimestrul III, de 2,9 puncte procentuale. În decembrie, indicatorul s-a situat la 8,4 la sută, nivel cu 0,8 puncte procentuale sub proiecția din precedentul *Raport asupra inflației*. Contribuția cea mai amplă la reducerea inflației de bază a revenit alimentelor procesate, a căror dinamică anuală s-a diminuat cu 5,1 puncte procentuale pe parcursul trimestrului IV. În același timp, atât ritmul anual de creștere al prețurilor bunurilor nealimentare, cât și cel al prețurilor serviciilor și-au inversat traiectoriile anterior ascendente, după mai bine de doi ani de majorări aproape continue. La nivelul factorilor determinanți care au acționat pe aceste două segmente, s-au remarcat, pe de o parte, corecțiile descendente ale prețurilor bunurilor din import, iar pe de altă parte, slăbirea graduală a cererii de

consum din primele trei trimestre ale anului. În trimestrul IV au continuat ajustarea deviației PIB, deși aceasta se menține la valori pozitive, precum și cea a inflației bunurilor din import, în timp ce așteptările privind inflația ale analiștilor bancari s-au temperat doar ușor pe orizontul temporal scurt. Atât în cazul bunurilor nealimentare, cât, mai ales, al serviciilor, decisive pentru consolidarea în perioada următoare a trendului dezinflaționist rămân presiunile din partea costurilor salariale, în condițiile în care salariul mediu brut din sectorul serviciilor de piață înregistrează în continuare dinamici anuale de două cifre.

Deși dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă s-a atenuat în trimestrul III 2023, indicatorul s-a plasat în continuare la niveluri relativ ridicate (16,1 la sută, -1,1 puncte procentuale față de trimestrul anterior). La această temperare ușoară au contribuit majoritatea sectoarelor, cu excepția serviciilor de piață, unde dinamica ULC și-a păstrat traiectoria de creștere. Deși remunerarea pe salariat a avut o dinamică mai redusă (17,9 la sută, -2,8 puncte procentuale față de trimestrul II 2023), ritmul de creștere a productivității muncii a înregistrat la rândul său o încetinire (1,6 la sută, -1,4 puncte procentuale față de trimestrul anterior), menținându-se astfel potențialul unor presiuni inflaționiste din partea costurilor cu forța de muncă. Și în industrie rata anuală de creștere a costurilor salariale unitare s-a atenuat atât în trimestrul III, cât și în perioada octombrie-noiembrie 2023, până la 20 la sută, fiind inferioară cu 4 puncte procentuale maximumului local atins în trimestrul II 2023. Activitatea industrială și-a continuat scăderea (în ușoară ameliorare totuși comparativ cu trimestrul II 2023), în timp ce la nivelul forței de muncă procesul de ajustare a fost puțin vizibil.

Politica monetară în perioada parcursă de la data Raportului precedent

În ședința din 8 noiembrie 2023, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută pe an. Ratele dobânzilor facilităților permanente au fost, de asemenea, menținute la 6,00 la sută pe an în cazul celei de depozit și la 8,00 la sută pe an în cazul celei de creditare. Pe ansamblul trimestrului III 2023, rata anuală a inflației a continuat să se reducă, dar mai lent decât în precedentele două trimestre, în condițiile în care noile scăderi ample ale dinamicilor consemnate în acest interval de prețurile alimentelor și energiei au fost parțial contrabalansate ca impact de scumpirea combustibililor și medicamentelor. La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accelerat scăderea în trimestrul III, coborând vizibil sub nivelul prognozat. Această evoluție este atribuibilă în principal descreșterii cotațiilor mărfurilor, prioritar agroalimentare, și măsurii de plafonare temporară a adaosului comercial la produse alimentare de bază. Ea reflectă însă și o slăbire a transmiterii în prețurile de consum a costurilor mărite ale firmelor, îndeosebi a celor salariale – pe fondul temperării cererii de consum –, precum și o atenuare a impactului inflaționist al importurilor.

Incertitudini și riscuri însemnate la adresa perspectivei inflației decurgeau din creșterile de taxe și impozite operate și destinate accelerării consolidării bugetare, dar și din conduita viitoare a politicii fiscale și de venituri, date fiind demersurile vizând limitarea cheltuielilor bugetare în 2023 și posibila mărire în următorii ani a pachetului de măsuri fiscal-bugetare corective, dar și implicațiile potențiale ale legislației privind

pensiile și salariile din sectorul public, precum și eventuale noi majorări salariale acordate personalului bugetar. Adicional, incertitudini și riscuri însemnate la adresa perspectivei activității economice, implicit și a traiectoriei pe termen mediu a inflației, continuau să genereze războiul din Ucraina și conflictul din Orientul Mijlociu, precum și evoluțiile economice sub așteptări din Europa, îndeosebi din Germania. În plus, absorbția fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, este condiționată de îndeplinirea unor ținte și jaloane stricte. Aceasta este însă esențială pentru realizarea reformelor structurale necesare, inclusiv a tranziției energetice, dar și pentru contrabalansarea, cel puțin parțială, a impactului contracționist al șocurilor pe partea ofertei, amplificat de înăsprirea condițiilor economice și financiare pe plan internațional.

Ulterior, rata anuală a inflației și-a accelerat peste așteptări scăderea în primele două luni ale trimestrului IV 2023, coborând la 6,72 la sută în noiembrie, în condițiile continuării încetinirii creșterii prețurilor alimentelor și energiei, precum și ca urmare a ieftinirii combustibililor, sub impactul diminuării cotației țiteiului. Concomitent, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accentuat trendul descendent mai mult decât s-a anticipat, reducându-se la 9,1 la sută în noiembrie, pe fondul efectelor de bază dezinflaționiste mai extinse, al descreșterii cotațiilor mărfurilor agroalimentare și al măsurii de plafonare a adaosului comercial la produse alimentare de bază, dar și în contextul scăderii dinamicii prețurilor importurilor. La rândul său, activitatea economică și-a încetinit semnificativ creșterea în trimestrul III 2023, la 0,9 la sută, de la 1,6 la sută în precedentele trei luni (variație trimestrială), dar mai puțin decât s-a previzionat, sugerând o restrângere mai temperată a excedentului de cerere agregată în acest interval față de cea anticipată. Concomitent, în raport cu aceeași perioadă a anului trecut, avansul PIB s-a mărit marginal în trimestrul III, la 1,1 la sută, de la 1,0 la sută în trimestrul II, rămânând astfel modest din perspectivă istorică, în condițiile în care variația stocurilor și-a majorat impactul contracționist deja foarte mare, iar aportul consumului administrației publice a devenit ușor negativ. Formarea brută de capital fix și-a reamplificat însă dinamica anuală la un nivel de două cifre în trimestrul III 2023, în timp ce cheltuielile de consum ale populației au consemnat o decelerare. Totodată, exportul net a continuat să-și majoreze influența expansionistă, dată fiind creșterea ecartului pozitiv dintre dinamica volumului exporturilor de bunuri și servicii și cea a volumului importurilor, pe fondul adâncirii mai pronunțate în teritoriul negativ a celei din urmă. Drept urmare, deficitul balanței comerciale și-a reaccentuat ușor declinul față de perioada similară a anului trecut, iar deficitul de cont curent a continuat să scadă semnificativ în termeni anuali, dar ceva mai modest decât în trimestrul II 2023, în contextul încetinirii ritmului ameliorării soldului balanței veniturilor primare în trimestrul III 2023, pe seama evoluției profiturilor reinvestite.

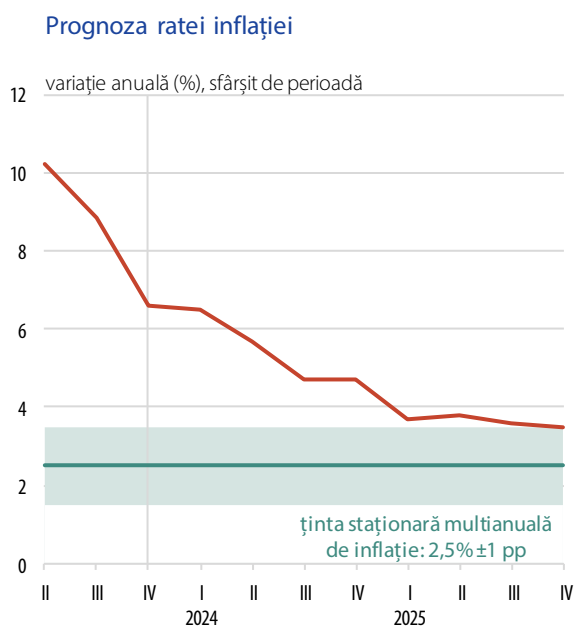
La momentul ședinței Consiliului de administrație al BNR din 12 ianuarie 2024, cele mai noi evaluări indicau că rata anuală a inflației se va mări în prima lună a anului curent și își va relua apoi descreșterea graduală, pe o traiectorie mai joasă decât cea evidențiată în prognoza pe termen mediu din noiembrie 2023. Creșterea este antrenată de majorarea și introducerea în luna ianuarie a unor taxe și impozite indirecte în scopul continuării consolidării bugetare, în timp ce scăderea ulterioară a ratei inflației va avea, pe mai departe, ca resorturi majore factori pe partea ofertei – prioritar efecte de bază dezinflaționiste și corecții descendente ale cotațiilor materiilor

prime agroalimentare și ale cotației țiteiului –, precum și dinamica în descreștere a prețurilor importurilor.

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

Perspectivile inflației

Economia globală își continuă redresarea în urma șocului pandemiei și a multiplelor efecte adverse ale invaziei Rusiei în Ucraina. Recent, însă, atât în UE, cât și în România, ritmul recuperării economice s-a atenuat, 2023 consemnând o încetinire economică. Tendința generală de pe piețele materiilor prime a rămas una de corecție a creșterilor



din perioadele anterioare, însă, recent, au sporit concomitent și riscurile unor potențiale noi șocuri adverse de natura ofertei, sugerate în special de continuarea și, recent, chiar amplificarea tensiunilor din Orientul Mijlociu. Cu toate că principalele bănci centrale din lume au stopat ciclul de majorări ale ratelor dobânzilor de politică monetară, condițiile financiare au continuat să rămână tensionate, evoluții acompaniate de noi creșteri ale incertitudinii în rândul agenților economici, atât consumatori, cât și investitori. Astfel, atât în ceea ce privește evoluția activității economice, cât și cea a inflației, situația de ansamblu rămâne una marcată de fragilitate și grevată de numeroase necunoscute. În perspectivă, se preconizează ca inflația *headline* din zona euro să își continue parcursul descendent, beneficiind de pe urma atenuării presiunilor asupra costurilor cu materiile prime, dar și a transmisiei graduale a deciziilor de politică monetară, însă ritmul acestei

corecții se anticipează a fi extrem de gradual și, posibil, chiar marcat de unele evoluții oscilante. Similar, economiile partenerilor externi ai României vor urma un proces treptat de consolidare a creșterii economice, însă, și în acest caz, materializarea unor riscuri al căror sens de acțiune se prefigurează a fi preponderent advers ar putea împiedica, pe termen mediu, refacerea completă a economiilor comunitare, inclusiv a celei a României. Într-un asemenea context, implementarea pachetului de consolidare fiscală recent adoptat de autorități, ale cărei efecte asupra activității economice de pe plan intern sunt, de asemenea, preponderent de natură contraciclică, reclamă prudență în evaluarea tuturor implicațiilor posibile.

În România, ulterior rezilienței sporite a activității economice de la sfârșitul anului 2022, cu dinamici anuale ale PIB de peste 4 la sută, cel mai recente date statistice

oficiale au indicat o decelerare a indicatorului până la 1,1 la sută în trimestrul III. Nivelul, foarte apropiat de cel înregistrat în trimestrul II (ritm anual de 1 la sută), reprezintă valori minime consemnate în etapa de refacere a economiei postpandemie. În schimb, evoluțiile economice de la nivel sectorial din intervalul octombrie-decembrie 2023 sugerează o nouă dinamică anuală pozitivă din partea PIB și în trimestrul IV. Această evoluție reflectă temperarea, iar recent, chiar stagnarea, timp de mai multe trimestre, a economiilor comunitare, sub impactul persistent al șocurilor anterioare de ofertă, precum și al efectelor normalizării politicii monetare. Pe ansamblul anului 2023, se estimează că dinamica PIB se va plasa la valori în apropierea nivelului de 2 la sută, implicând o atenuare de ritm față de 2022. În corelație cu aceste evoluții, ulterior unui punct de maxim estimat pentru trimestrul IV 2022, deviația pozitivă a PIB și-a continuat traiectoria descendentă pe tot parcursul anului trecut, urmând ca la finele acestuia și la începutul celui curent să se poziționeze la valori apropiate de cele evaluate în *Raportul* din noiembrie. În schimb, ținând cont de informațiile curente certe, pe parcursul mai multor ani, deficitele bugetare excesive se vor corecta doar treptat, ceea ce face ca *gap*-ul PIB să se mențină la valori pozitive pe un orizont temporal mai lung comparativ cu ipotezele din ultimul *Raport*.

În 2023, formarea brută de capital fix (FBCF) și-a continuat parcursul remarcabil, înregistrând în trimestrul III un ritm anual apropiat de 12 la sută, cu mult peste cel al PIB. La această evoluție au contribuit în special atragerile de fonduri europene, în condițiile în care cadrul financiar 2014-2020, aflat la finalul procesului de bugetare, a contabilizat la sfârșitul anului trecut o absorbție totală de aproximativ 90 la sută din totalul alocărilor. Acestora li s-au adăugat fondurile din exercițiul financiar 2021-2027, precum și alocările din programul „Next Generation EU”; în aceste condiții, FBCF este de așteptat să fi consemnat în 2023 atât o dinamică, cât și o contribuție la creșterea economică superioare celor ale consumului populației. Pe lângă fondurile europene, alte surse de finanțare a FBCF au continuat să rămână investițiile străine directe, însă pe termen mediu evoluția acestora va reflecta în tot mai mare măsură atât decelerarea activității economice pe plan intern și extern, cât și incertitudinea ridicată percepută de investitori. De aceea, odată cu refacerea și, ulterior, consolidarea puterii de cumpărare a populației, consumul privat va redeveni principalul determinant al creșterii economice. În acest proces, decisivă va fi evoluția robustă a venitului disponibil real al gospodăriilor, susținută de continuarea dezinflației, de creșterile salariale, atât în sectorul privat, cât și în cel public (inclusiv pe fondul unor noi majorări ale salariului minim), precum și de creșterile ample ale transferurilor sociale, în special cele deja anunțate ale pensiilor.

În plan extern, evoluția deficitului de cont curent din primele 11 luni ale anului 2023 confirmă faptul că în actualul ciclu economic, maximum variabilei a fost atins la sfârșitul anului 2022 (9,2 la sută din PIB), corecția din 2023 fiind estimată la aproximativ 2 puncte procentuale. Datele statistice publicate după ultimul *Raport* reconfirmă rolul major al ajustărilor balanței comerciale, la care se adaugă un sold excedentar în creștere al serviciilor, componentă cu evoluții constant favorabile în ultimii ani, inclusiv în perioada pandemiei. În perspectivă, noi reduceri ale deficitului comercial vor fi favorizate de reluarea dinamismului economiilor partenerilor din Europa. În schimb, preconizarea unei corecții doar graduale a deficitului bugetar excesiv pe parcursul următorilor ani este de natură să împiedice o ajustare mai consistentă

a deficitului extern, să inducă, *caeteris paribus*, o deteriorare relativă a structurii de finanțare a acestuia din surse non-generatoare de datorie și să diminueze rezerva fiscală disponibilă în cazul unor șocuri adverse asupra economiei. În plus, întârzierile în realizarea ajustărilor care să permită readucerea deficitului în țintele stabilite cu Comisia Europeană ar putea să determine inclusiv o diminuare a alocărilor de fonduri „Next Generation EU”, putând majora, pe această cale, necesarul de finanțare a deficitului de cont curent.

Conform scenariului de bază actualizat, ulterior valorii de 6,6 la sută consemnate la finele anului 2023, rata anuală a inflației IPC se va menține pe o traiectorie descendentă pe cvasitotalitatea intervalului proiecției, însă ritmul dezinflației este proiectat să încetinească semnificativ începând din trimestrul II 2025. Astfel, revenirea inflației IPC la limita superioară a intervalului țintei este anticipată abia la orizontul proiecției (trimestrul IV 2025). Valorile proiectate pentru finalul anului curent și al celui viitor sunt de 4,7 la sută și, respectiv, de 3,5 la sută. La începutul anului curent au avut loc o serie de majorări ale TVA și accizelor, care, cumulat, au o contribuție, conform estimărilor, de 0,7 puncte procentuale la rata anuală a inflației *headline*. Având în vedere și majorarea accizei la combustibili prevăzută pentru luna iulie, impactul total al modificărilor impozitelor indirecte este evaluat la 0,9 puncte procentuale în decembrie 2024, acesta urmând a se reduce la 0,2 puncte procentuale la finele anului viitor. Astfel, rata anuală a inflației calculată la taxe constante ar reveni în interiorul intervalului țintei încă din trimestrul I 2025, când este proiectată la 3,3 la sută.

Atât pentru finele acestui an, cât și în perspectivă, principalul determinant al evoluției ratei anuale a inflației *headline* va rămâne indicele CORE2 ajustat. În același timp, contribuția componentelor exogene ale coșului la inflația totală se va diminua gradual pe parcursul acestui an, ulterior urmând a se stabili în jurul nivelului de 1,3 puncte procentuale. Inflația anuală CORE2 ajustat va urma o traiectorie continuu descendentă, date fiind reducerea graduală a *gap*-ului PIB, corecția așteptărilor privind inflația, precum și atenuarea presiunilor din partea prețurilor bunurilor din import. Cu toate acestea, quantumul inflației de bază îl va depăși pe cel al indicelui *headline* pe tot parcursul intervalului de proiecție, în condițiile presiunilor în continuare ample din partea costurilor unitare cu forța de muncă (dinamici anuale preconizate de două cifre în acest an), alimentate atât de creșterile salariale recente, cât și de cele anticipate. În sectorul privat, dinamici salariale ridicate vor fi determinate de persistența penuriei de forță de muncă calificată, de majorările salariilor acordate de companii în vederea refacerii puterii de cumpărare a angajaților, de creșterile anunțate ale salariului minim, dar și ca urmare a unui efect de demonstrație indus de majorările salariale anticipate a avea loc în sectorul public. Pentru sfârșitul acestui an, prognoza ratei anuale a inflației de bază a fost revizuită în jos, la 5 la sută (-0,2 puncte procentuale față de ultimul *Raport*), însă exclusiv ca urmare a evoluțiilor mai favorabile ale indicatorului din perioada recentă, în special la nivelul componentei alimentare. Ulterior, din trimestrul I 2025, noua traiectorie a indicatorului se plasează la niveluri ușor peste cele proiectate în *Raportul* din noiembrie, pe fondul unei deviații a PIB care se menține la valori pozitive, și, într-o mai mică măsură, al unei revizuirii ascendente a anticipațiilor privind inflația. Astfel, dinamica anuală a indicelui CORE2 ajustat ar urma să coboare până la 3,7 la sută în septembrie 2025 (revizuită în sus cu

0,4 puncte procentuale) și la 3,6 la sută la orizontul proiecției, cu 0,1 puncte procentuale peste marginea superioară a intervalului țintei de inflație.

Conduita recentă a politicii monetare a BNR a vizat readucerea durabilă a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

De la precedentul *Raport* asupra inflației, o serie de factori de risc dintre cei identificați s-au materializat, în special cei din plan fiscal (de exemplu, legiferarea măsurii de recalculare a pensiilor începând din septembrie a.c.) și, doar parțial, cei asociați unei intensificări a tensiunilor geopolitice din Orientul Mijlociu. Chiar și în aceste condiții, balanța evaluată a riscurilor sugerează posibile abateri, de asemenea în sus, ale inflației de la traiectoria acesteia din scenariul de bază.

Recent, autoritățile au anunțat un set de măsuri ce vizează realizarea sustenabilității fiscale pe termen mediu, însoțite, ulterior, de publicarea unei noi traiectorii de corecție a deficitelor bugetare. Aceasta implică prelungirea, din 2024 până în 2027, a intervalului de timp necesar readucerii indicatorului sub pragul de 3 la sută din PIB specificat în cadrul Procedurii de Deficit Excesiv. Însă, în pofida unei traiectorii anticipat descrescătoare a deficitelor bugetare, evaluările de la acest moment par a sugera insuficiența măsurilor deja legiferați în scopul atingerii, până în 2027, a țintelor propuse. O evaluare chiar și prezumtivă a implicațiilor conduitei viitoare a politicii fiscale asupra coordonatelor scenariului de bază al proiecției, și în special a traiectoriei viitoare a inflației, ar fi presupus, de asemenea, cunoașterea dozajului și naturii măsurilor fiscale posibil a fi adoptate: modificări ale impozitelor directe sau a celor indirecte, măsuri de raționalizare a cheltuielilor bugetare șamd. În plus, raportat la traiectoria de ajustare fiscală propusă de autorități și la unele neclarități privind construcția bugetară, cel puțin pe termen scurt, dat fiind calendarul electoral încărcat, este probabilă consemnarea unui deficit bugetar mai mare încă din acest an.

De exemplu, incertitudini considerabile privesc dinamica salarială din sectorul public, atât ca urmare a unor posibile revendicări suplimentare din partea anumitor categorii socio-profesionale, cât și ca urmare a adoptării, în perioada următoare, a legii salarizării unitare, unul din jaloanele celei de-a patra cereri de plată din PNRR. Din perspectiva aritmeticii bugetare, orice majorări salariale în plus față de cele asumate în scenariul de bază ar implica deficite bugetare mai ridicate, atât în anul curent, cât și pe termen mediu, dată fiind natura persistentă a acestor categorii de cheltuieli bugetare. Astfel de evoluții, cu potențial de propagare și asupra dinamicii salariale din sectorul privat, ar fi de natură să implice abateri în sus de la traiectoria inflației din scenariul de bază.

Pe plan extern, în perioada recentă au sporit considerabil riscurile unei escaladări a tensiunilor geopolitice din Orientul Mijlociu. Din punct de vedere economic, piețele de energie (petrol, gaze naturale) sunt cele care ar urma să resimtă cel mai rapid efectele unor eventuale blocaje ale rutelor importante de tranzit al materiilor prime, cum ar fi Strâmtoarea Ormuz sau Strâmtoarea Bab el-Mandeb, noduri critice inclusiv pentru fluiditatea rețelelor globale de transport al altor produse. Astfel de evoluții ar putea amplifica nivelul de incertitudine resimțit de consumatori și investitori și,

totodată, ar putea ocaziona creșteri ale nervozității piețelor. Șocul aprovizionării cu energie și alte materii prime și, respectiv, produse finite ar afecta activitatea economică din țările importatoare de energie dar, în general, și-ar pune amprenta și asupra funcționării economiei globale. În plus, creșterea prețurilor la energie ar complica și mai mult efortul dezinflaționist al băncilor centrale din întreaga lume. În plus, prin prelungirea intervalului de timp în care inflația ar persista la valori superioare țintelor, ar putea fi afectată în mod direct credibilitatea acestor instituții, percepție dificil de inversat într-un interval rezonabil de timp. Într-un final, un astfel de context ar fi de natură să genereze noi puseuri inflaționiste la nivel global, ceea ce ar periclita refacerea rapidă și completă a economiilor afectate, inclusiv a celei a României.

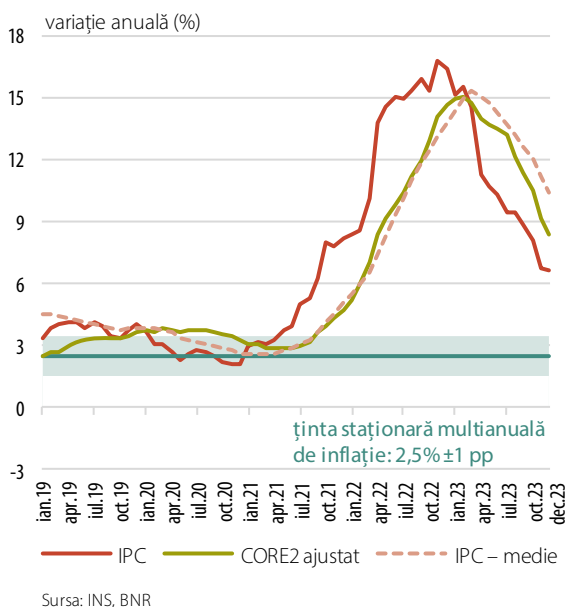
Decizia de politică monetară

Dată fiind perspectiva continuării scăderii ratei anuale a inflației pe parcursul următoarelor trimestre într-un ritm încetinit, implicând coborârea ei la limita de sus a intervalului țintei abia la finele anului 2025, și având în vedere riscurile și incertitudinile asociate acesteia, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 13 februarie 2024 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută. Totodată, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*) la 8 la sută și a ratei dobânzii la facilitatea de depozit la 6 la sută. De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a hotărât păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în lei și, respectiv, în valută ale instituțiilor de credit.

1. Evoluția inflației

Rata anuală a inflației IPC și-a continuat traiectoria descendentă în ultimul trimestru al anului 2023, ajungând la 6,61 la sută în luna decembrie (-2,22 puncte procentuale față de finele trimestrului anterior), în contextul unor evoluții dezinflaționiste cvasigeneralizate, având ca epicentru segmentul produselor alimentare; factorii explicativi includ scăderea cotațiilor materiilor prime, adoptarea unor măsuri administrative, dar și slăbirea cererii de consum. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a coborât până la 8,4 la sută în decembrie (de la 11,3 la sută la finele trimestrului III), contribuția dominantă fiind localizată și în acest caz la nivelul alimentelor (Grafic 1.1).

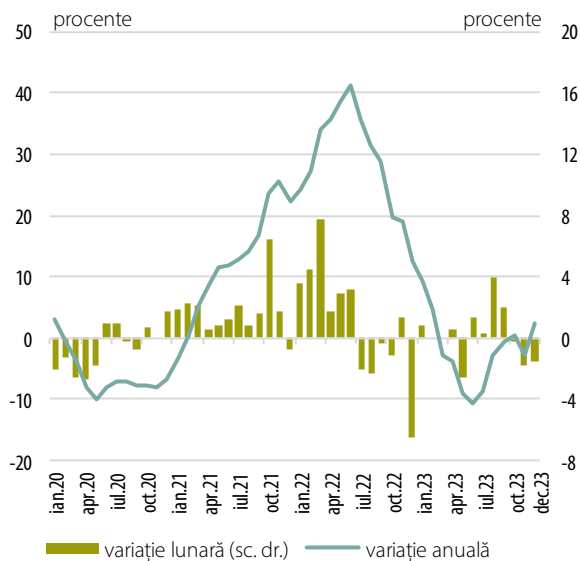
Grafic 1.1. Evoluția inflației



Similar trimestrului anterior, decelerarea IPC din ultimele trei luni ale anului 2023 a fost imprimată de evoluția prețurilor produselor alimentare (deopotrivă procesate și cu prețuri volatile), aceasta determinând circa două treimi din reducerea dinamicii IPC pe parcursul perioadei analizate. Pe de o parte, menținerea cotațiilor materiilor prime de profil pe o pantă descendentă a favorizat atenuarea presiunilor la nivelul prețurilor de producție în industria alimentară, evoluții pe care operatorii au avut tendința să le transmită în prețurile finale (Caseta 1). Pe de altă parte, măsura de plafonare a adaosului comercial pentru alimentele de bază, stabilită inițial pentru trei luni, a fost prelungită pentru o perioadă similară, iar lista de produse a fost extinsă, fiind totodată introdusă și o limită maximă pentru adaosul comercial aferent unor importuri care nu sunt procesate suplimentar în România.

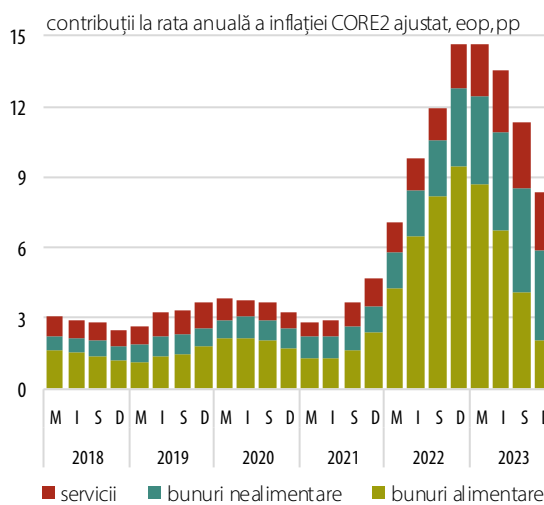
Prețurile bunurilor energetice au continuat să scadă în termeni anuali, adâncindu-se în teritoriul negativ de-a lungul trimestrului IV; tendința a fost indusă de manifestarea unor efecte de bază în cazul energiei electrice (din perspectiva evoluțiilor curente, migrația gospodăriilor între tranșe de consum generează variații lunare modice). Influența dezinflaționistă amintită a fost parțial erodată de cea exercitată de grupa combustibililor, determinată, de asemenea, de un efect de bază, asociat reducerii ample a prețurilor în luna decembrie 2022 (rezultat al corecției cotației petrolului, în contextul incertitudinii pieței cu privire la ritmul redresării economiei chineze, ulterior renunțării la abordarea „zero-COVID”). În perioada analizată, cotația Brent a coborât până la 77-79 dolari SUA/baril la finele anului 2023; puseul asociat declanșării conflictului din Orientul Mijlociu a fost de scurtă durată, ceea ce a favorizat scăderea prețurilor combustibililor în fiecare lună din trimestrul IV (Grafic 1.2).

Grafic 1.2. Prețul combustibililor



Sursa: INS, calcule BNR

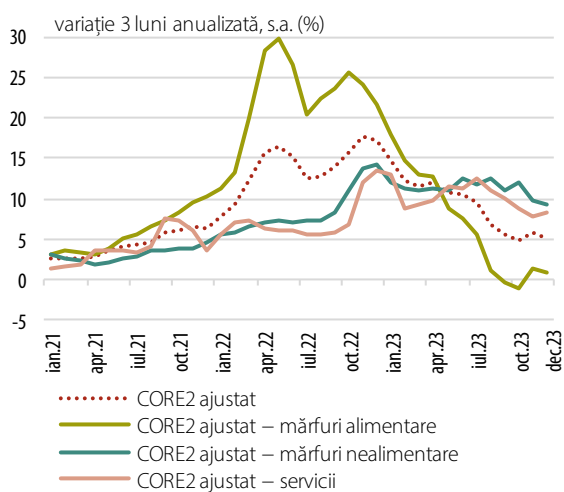
Grafic 1.3. Componentele inflației de bază CORE2 ajustat



Notă: Contribuțiile nu exclud modificările cotelor TVA.

Sursa: INS, calcule BNR

Grafic 1.4. Evoluția inflației de bază CORE2 ajustat



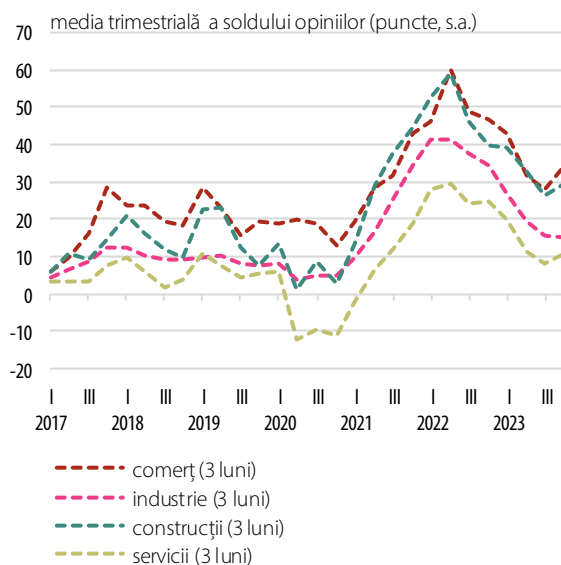
Notă: Ratele anualizate au fost calculate pornind de la serii care exclud efectele directe ale modificării cotelor TVA.

Sursa: INS, calcule BNR

La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a scăzut la 8,4 la sută în decembrie 2023, de la 11,3 la sută la finele trimestrului III; deși a avut un trend descendent aproape tot anul, inflația de bază s-a ajustat într-un ritm mai lent, dinamica anuală rămânând superioară celei înregistrate de IPC; totuși, ecartul dintre cele două rate s-a comprimat în perioada analizată. Contribuția majoră la reducerea sa a revenit alimentelor procesate (Grafic 1.3), pentru care variația anuală a prețurilor s-a diminuat cu 5,1 puncte procentuale pe parcursul trimestrului IV, până la 5,3 la sută în decembrie. În același timp, prețurile bunurilor nealimentare și-au corectat tendința inflaționistă, această categorie de produse, caracterizată de un nivel apreciabil al dependenței directe de importuri, resimțind în planul dinamicilor lunare ale prețurilor efectele tendinței pronunțate de scădere a indicilor valorii unitare pentru principalele categorii de produse importate (precum textile,

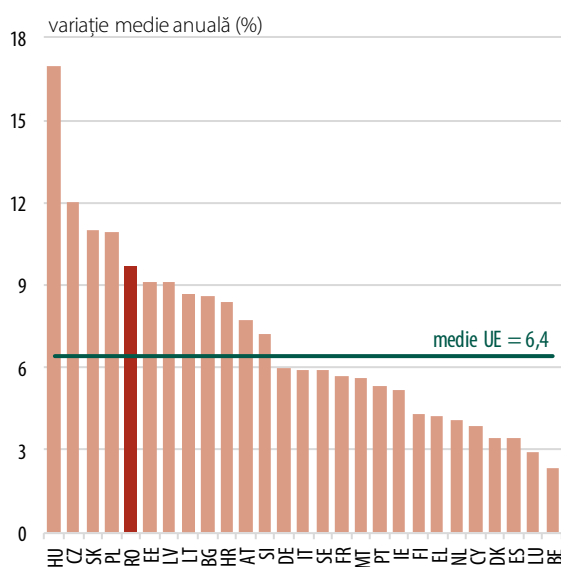
îmbrăcăminte și încălțăminte, produse de igienă și cosmetice sau jucării). O încetinire a consemnat și rata anuală de creștere a prețurilor pentru serviciile de piață, în asociere cu slăbirea cererii pe parcursul primelor trei trimestre din 2023 – activitatea de profil a primit un impuls în prima lună a anului, după care variațiile lunare au relevat o comprimare aproape neîntreruptă până în luna iulie, reflectată în prețurile de consum într-o manieră graduală. După mai bine de doi ani de majorări aproape continue, evoluțiile recente indică un punct de inflexiune și în traiectoria pe care s-au plasat de-a lungul anului dinamicile anuale ale prețurilor mărfurilor nealimentare și ale serviciilor de piață. Cu toate acestea, pentru cele două segmente variațiile lunare de preț sunt încă ridicate din perspectivă istorică, concretizându-se într-o anumită

Grafic 1.5. Anticipații privind evoluția prețurilor



Sursa: CE-DG ECFIN

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



Sursa: Eurostat

rigiditate la scădere a ratei inflației (Grafic 1.4). De asemenea, acestea rămân expuse unor posibile șocuri: în ceea ce privește mărfurile nealimentare, un exemplu îl reprezintă atacurile asupra navelor cargo din Marea Roșie, care afectează deja fluxurile comerciale internaționale, iar pentru servicii, costurile cu forța de muncă rămân un factor de presiune. În ambele cazuri, declinul cererii de consum pare să se fi întrerupt către finele anului 2023, în contextul consolidării puterii de cumpărare a populației¹ și al revenirii interesului pentru credite de consum², în posibilă asociere cu scăderea ușoară a ratelor dobânzilor, precum și cu reducerile de prețuri din ultima parte a anului.

Sub influența noului cadru fiscal, dar, într-o oarecare măsură, și a ușoarei reveniri a cererii, în trimestrul IV 2023 operatorii economici din majoritatea sectoarelor de activitate – cu excepția industriei – și-au ajustat în sens ascendent așteptările privind evoluția prețurilor (Grafic 1.5). În cazul analiștilor bancari, anticipațiile privind rata inflației pe orizont de un an s-au temperat ușor, însă au fost revizuite marginal ascendent pentru orizontul de doi ani.

Rata medie anuală a inflației și-a accentuat parcursul descendent în trimestrul IV, indicatorul calculat pe baza metodologiei naționale (IPC) coborând în luna decembrie la 10,4 la sută, iar cel calculat pe baza structurii armonizate (IAPC) la 9,7 la sută (-2,2 puncte procentuale, respectiv -1,7 puncte procentuale față de finele trimestrului precedent). Deși ecartul față de inflația medie din Uniunea Europeană se menține la un nivel oarecum similar celui înregistrat în trimestrul anterior, România se situează printre statele membre cu un nivel înalt al inflației medii IAPC, pe o poziție relativ favorabilă la nivel regional (Grafic 1.6).

La sfârșitul trimestrului IV 2023, rata anuală a inflației IPC a înregistrat un nivel efectiv inferior cu 0,9 puncte procentuale față de proiecția inclusă în ediția din luna noiembrie 2023 a *Raportului asupra inflației*. Contribuții dezinflaționiste de o amploare mai mare decât s-a anticipat au provenit în principal din partea componentei alimentare a inflației de bază și a carburanților.

¹ Sub efectul creșterii veniturilor unor categorii de personal din sectorul bugetar și a salariului minim, precum și al decelerării mai pronunțate a ritmului anual al IPC.

² Potrivit *Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației* (noiembrie 2023).

Caseta 1. Evoluția profiturilor în perioada inflației ridicate

În ultimii ani, o serie de șocuri de magnitudine neobișnuită au indus fluctuații semnificative în planul costurilor de producție ale bunurilor și serviciilor din economie, reflectându-se mai departe în rata inflației. Astfel, mișcările ample ale prețurilor energetice și ale cotațiilor materialelor, mai întâi în sens ascendent iar apoi în sens contrar (peste care s-au suprapus costuri cu forța de muncă ceva mai puțin volatile), au făcut ca inflația IPC să se înscrie pe o traiectorie puternic crescătoare începând cu jumătatea anului 2021, atingând un punct de maxim spre finele anului următor și urmând ulterior o tendință de descreștere pe o pantă relativ similară.

Aceste variații ale costurilor de producție și ale prețurilor finale au dat naștere unor dezbateri legate de evoluția profiturilor companiilor. Mai precis, discuțiile au vizat măsura în care ritmul accelerat de creștere a prețurilor de consum s-a aliniat tendințelor din planul costurilor sau a lăsat loc și unor ajustări ascendente ale profiturilor. În acest context, caseta de față urmărește să ofere câteva coordonate cu privire la profiturile activităților economice din România, cu accent asupra perioadei recente de inflație ridicată.

Repere teoretice

Un indicator folosit frecvent în literatură pentru evaluarea profitabilității companiilor este ponderea profitului (engl. *profit share*). Aceasta se determină ca raport între profituri și valoarea adăugată brută, măsurând, în esență, modul în care este împărțit câștigul firmei între angajați și acționari. Ponderea profitului este, de regulă, un indicator accesibil și relativ ușor de calculat, atât la nivel macro, pe baza datelor din conturile naționale, cât și la nivel micro, utilizând ca sursă bilanțurile companiilor. El poate fi scris ca:

$$P_{\pi} = \frac{\pi}{VAB} = \frac{\pi}{\pi + w \cdot L} \quad (1)$$

unde π este profitul, VAB valoarea adăugată brută, w salariul mediu brut, iar L numărul de angajați. Împărțind fiecare termen la costurile totale (CT), se obține o relație între ponderea profitului și o măsură a ratei profitului (R_{π}):

$$P_{\pi} = \frac{\frac{\pi}{CT}}{\frac{\pi}{CT} + \frac{w \cdot L}{CT}} = \frac{R_{\pi}}{R_{\pi} + \frac{w \cdot L}{CT}} \quad (2)$$

Rata profitului poate fi privită ca măsurând eficiența proceselor economice la nivel de companie, indicând câte unități de profit rezultă dintr-o unitate de cost.

Un pas suplimentar al analizei cu privire la evoluția profitabilității companiilor face referire la marje (*markups*) – definite ca raport între preț și costul marginal (a se vedea relația de mai jos) și plasate de teoria economică în epicentrul deciziei de producție. Acest indicator măsoară câștigul efectiv realizat de firmă la vânzarea produsului, peste costul său de producție, relevând deopotrivă informații despre

poziția competițională a acestora și puterea în relația cu consumatorii și furnizorii, precum și despre condițiile de cerere din piața bunului respectiv.

$$\mu = \frac{p}{Cmg} \quad (3)$$

Marjele pot fi evidențiate ca factori de influență pentru rata profitului:

$$R_{\pi} = \frac{\pi}{CT} = \frac{p \cdot Q - CT}{CT} = \frac{\mu \cdot Cmg \cdot Q}{CTM \cdot Q} - 1 = \mu \cdot \frac{Cmg}{CTM} - 1 \quad (4)$$

și pentru ponderea profitului:

$$P_{\pi} = \frac{\mu \cdot \frac{Cmg}{CTM} - 1}{\mu \cdot \frac{Cmg}{CTM} - 1 + \frac{w \cdot L}{CT}} \quad (5)$$

Mai sus, Cmg este costul marginal, CTM reprezintă costul total mediu, iar p și Q reprezintă prețul, respectiv cantitatea vândută.

Se obține, astfel, o relație explicită între ponderea profitului și marja, din care reiese faptul că dependența nu este întotdeauna directă și ușor decelabilă. Ponderea profitului depinde în esență de trei termeni: marja μ , raportul dintre costul marginal și cel mediu și respectiv ponderea costurilor cu forța de muncă în totalul costurilor. Este adevărat că, *caeteris paribus*, o decizie a firmei de a majora marja se va traduce într-o creștere a ponderii profitului, însă relația inversă nu este mereu valabilă. O creștere a ponderii profitului se poate datora nu doar unor marje mai înalte, ci și unei creșteri mai rapide a costurilor marginale comparativ cu costul mediu sau unei scumpiri relative a bunurilor intermediare față de costurile salariale³.

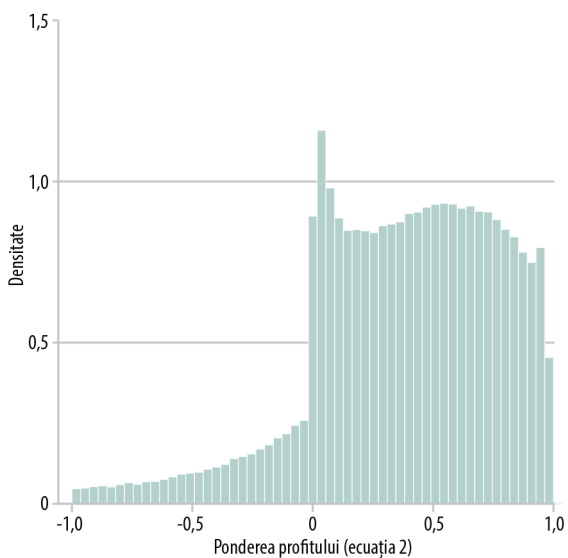
Exercițiu empiric

Analiza empirică debutează cu vizualizarea ponderii profitului în anul 2022, determinată pe baza primei egalități din relația (1), eșantionul fiind constituit conform specificațiilor descrise puțin mai jos – Grafic A. Cu referire la plaja valorilor pozitive, care concentrează cea mai mare parte a masei distribuției, calculele relevă un profil relativ uniform al indicatorului, remarcându-se totuși o ușoară dominanță numerică a firmelor cu o pondere a profitului foarte redusă. În același timp, masa distribuției care corespunde valorilor negative, reprezentând firme cu valoare adăugată pozitivă, dar profituri negative, nu este neglijabilă, cu toate că este mai restrânsă.

Mai departe, se are în vedere investigarea evoluției ponderii profiturilor operatorilor economici în anul 2022, precum și în cei trei ani anteriori. Pentru fiecare an, în eșantion au fost reținute între 300 de mii și 400 de mii de firme, mai precis cele care au raportat în două bilanțuri consecutive cifra de afaceri, numărul de salariați și cheltuielile strict pozitive, astfel încât să permită calculul indicatorilor de interes. Din punct de vedere al reprezentativității, cifra de afaceri

³ Un raționament similar poate fi dedus și pentru relația dintre rata profitului și marje.

Grafic A. Ponderea profitului la nivelul întregii economii, 2022



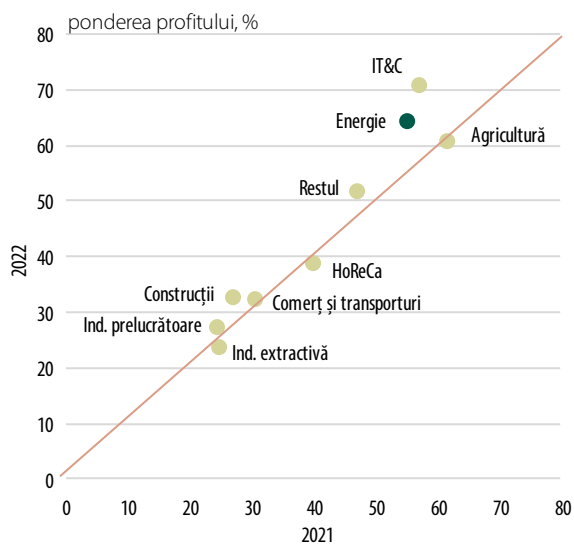
Sursa: MF, calcule BNR

a acestora însumează, în anul 2021 (an pentru care există cifre disponibile în baza de date Eurostat privind companiile din România), circa 340 de miliarde euro, față de 400 de miliarde euro cifră totală de afaceri conform Eurostat, rezultând o acoperire de circa 85 la sută.

Rezultatele sugerează un echilibru aproape perfect din perspectiva dinamicilor ponderii profitului pentru anul 2022, când rata inflației a atins maximum ultimelor două decenii. Astfel, pentru circa 51 la sută dintre firme nivelul indicatorului s-a redus și aproape 49 la sută au reușit să îl crească. De altfel, o discrepanță relativ consistentă din acest punct de vedere este vizibilă doar în anul 2021, când puțin peste 53 la sută dintre firme și-au majorat ponderea profitului, în timp ce sub 47 la sută au diminuat-o. O proporție ridicată a firmelor care și-au crescut la acel moment

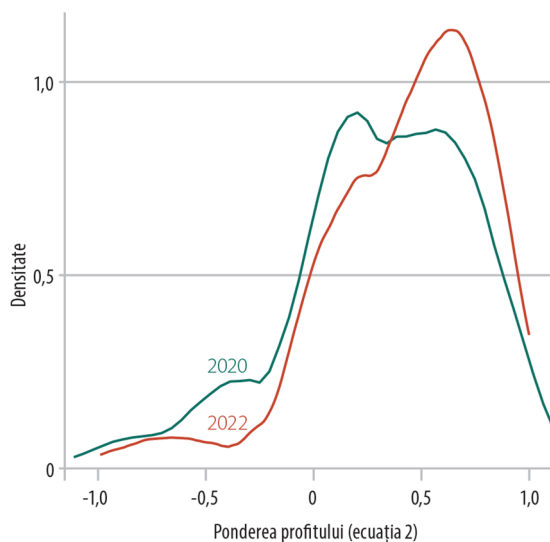
ponderea profitului s-a regăsit însă în agricultură și în industria energetică, susținute de cotațiile în creștere ale produselor de profil, precum și în HoReCa, sector economic care își revenea după o contracție severă a activității în anul anterior.

Grafic B. Ponderea profitului în 2021 și 2022 în sectoare de activitate



Sursa: MF, calcule BNR

Grafic C. Ponderea profitului în industria energetică, 2020 și 2022



Sursa: MF, calcule BNR

În 2022, se observă, în general, o simetrie ridicată și la nivel de sectoare economice – în toate activitățile procente au fost în general între 45 la sută și 55 la sută de ambele părți. În activitățile de comerț și în agricultură predomină marginal firmele care și-au redus ponderea profitului, în timp ce în sectorul construcțiilor prevează situația opusă. Pentru segmentul manufacturier, echilibrul este aproape perfect

privit la nivel agregat. În structură, o proporție mai ridicată a firmelor a căror pondere a profitului a crescut se regăsește în fabricarea hârtiei și a produselor din hârtie, în industria de prelucrare a hidrocarburilor și în cea a echipamentelor electrice. În oglindă, companiile care și-au redus ponderea profitului în 2022 predomină în metalurgie, IT & electronice și în industria auto, ramuri afectate în anul respectiv de scumpirea sau insuficiența inputurilor de producție. Agregarea la nivelul sectoarelor pune în evidență faptul că, în majoritatea cazurilor, ponderea profiturilor a rămas similară în anii 2021-2022, excepțiile notabile incluzând sectorul de IT&C, precum și pe cel energetic (acesta din urmă a consemnat un salt al profitabilității și în anul 2021, odată cu debutul majorării cotațiilor de profil) – Graficele B și C.

O altă etapă a analizei empirice are în vedere relația (2), în sensul stabilirii măsurii în care rata profitului și ponderea cheltuielilor cu forța de muncă în totalul costurilor au contribuit la evoluția ponderii profiturilor. În 2022, contribuția mediană a ratei profitului la dinamica ponderii profiturilor este marginal negativă pe ansamblul firmelor din economie, cu alte cuvinte, pentru majoritatea firmelor din economie, rata profiturilor a contribuit în sensul erodării ponderii profiturilor în VAB. Referitor la ponderea costurilor salariale (în costurile totale), contribuția mediană a acestora este nulă, ceea ce denotă faptul că pentru firma mediană dinamica robustă a salariilor a fost însoțită de o scumpire a costurilor cu inputuri de producție de amplitudine comparabilă. În 2021 aportul median aferent costurilor cu forța de muncă a fost pozitiv, însă vizibil mai redus decât cel al ratei profitului. În cei doi ani anteriori, contribuția costurilor salariale a fost negativă, ceea ce înseamnă că ponderea acestora în cheltuielile companiilor s-a majorat (consemnându-se o creștere mai amplă a cheltuielilor cu forța de muncă comparativ cu celelalte costuri), iar evoluția ratei profitului a avut un aport pozitiv la traiectoria ponderii profiturilor.

Cele mai recente date disponibile permit formularea unor idei cu privire la profitabilitatea companiilor în prima parte a anului 2023. Unele firme raportează bilanțuri intermediare la jumătatea fiecărui an, pe baza cărora poate fi calculată rata profitului; aceasta trebuie interpretată însă cu precauție, deoarece valoarea indicatorului după primul semestru se poate schimba până la finele anului, în funcție, de exemplu, de natura activității. De pildă, o firmă care realizează profituri cu preponderență în perioada Sărbătorilor de iarnă va afișa o pondere mică a profitului la jumătatea anului, neconcludentă însă pentru activitatea sa. Totuși, comparând cu jumătatea anului precedent, o frecvență ridicată a companiilor pentru care indicatorul a scăzut se regăsesc în agricultură, HoReCa, sectorul financiar, comerț sau industria energetică. Pe ansamblul sectorului manufacturier, ponderea profitului s-a redus în cazul a circa 56 la sută dintre companii; ele domină în prelucrarea lemnului, în industria metalurgică, în fabricarea materialelor de construcții și în industria mobilei. Printre puținele activități în care sunt preponderente firmele cu o pondere în creștere a profitului în semestrul I 2023 se numără construcțiile și industria alimentară.

Concluzii

Analiza evoluției ponderii profiturilor în perioada recentă a relevat evoluții mixte, cu un caracter relativ echilibrat la nivel agregat, ceea ce oferă plauzibilitate ipotezei conform căreia nu a existat un comportament sistematic din partea operatorilor autohtoni de a transmite șocurile pozitive de costuri în prețurile finale într-o măsură mai consistentă și/sau de a întârzia transmisia reducerilor de costuri, atunci când acestea s-au produs. Demersurile ulterioare de cercetare au în vedere estimarea evoluției marjelor practicate de operatorii economici, în contextul importanței acestei variabile din perspectiva deciziei de producție.

Referințe

Colonna, F., Torrini, R. și Viviano, E. – „The profit share and firm markup: How to interpret them?”, Bank of Italy, Occasional Paper No. 770, 12 mai 2023

De Ridder, M., Grassi, B. și Morzenti, G. – „DP17532 the Hitchhiker's Guide to markup estimation: Assessing estimates from financial data”, CEPR Discussion Paper No. 17532, 2022, CEPR Press, Paris & London

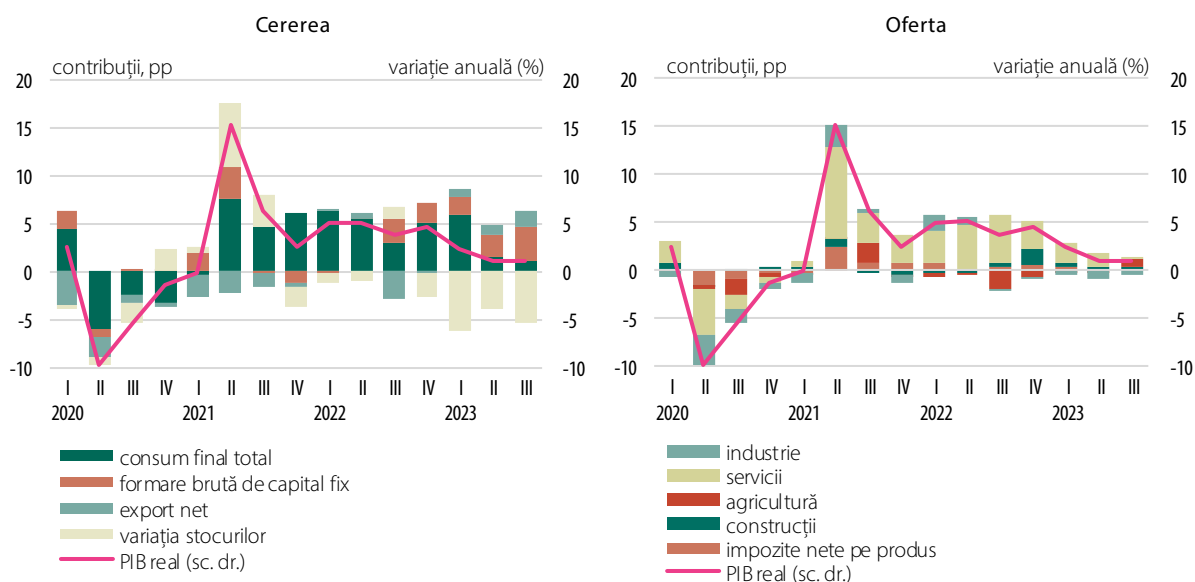
2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

În termeni anuali, PIB real și-a menținut dinamica moderată în trimestrul III 2023 (1,1 la sută⁴). Investițiile și-au consolidat rolul de motor al creșterii economice, însă contribuții superioare celor din trimestrul anterior au consemnat și celelalte două componente cu conținut economic semnificativ – consumul populației și exportul net de bunuri și servicii. Evoluția favorabilă a acestor trei poziții a fost însă din nou subminată de reducerea stocurilor (contribuție de -5,4 puncte procentuale).

Din perspectiva ofertei, tendința activității sectoarelor neagricole a fost asemănătoare celei din primele două trimestre ale anului 2023 (declin în industrie, decelerare în servicii, creștere relativ alertă în construcții), dinamica agregată a VAB aferente acestora coborând la +0,3 la sută în termeni anuali (de la 1,1 la sută în trimestrul II). În schimb, producția ridicată la culturile de toamnă (grâu, rapiță)⁵ a condus la un salt de 6,9 la sută al VAB din agricultură, cu un aport de 0,8 puncte procentuale la creșterea PIB din trimestrul III, Grafic 2.1.

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică

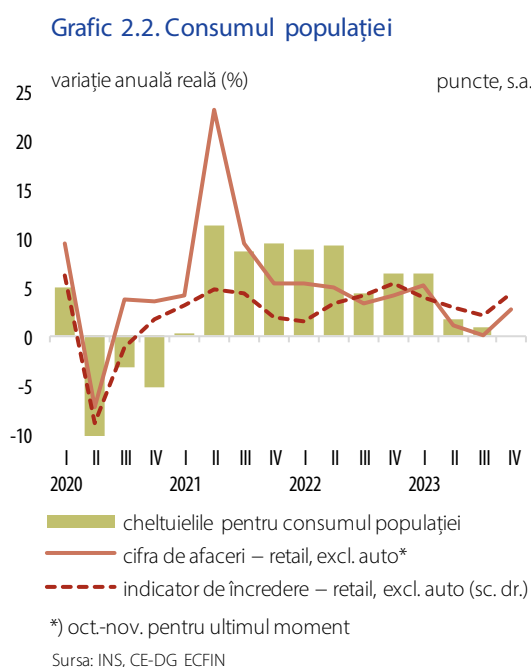


Sursa: INS

⁴ În cele ce urmează, analiza PIB se referă la variații anuale calculate pe baza seriilor de volum exprimate în prețurile trimestrului corespunzător al anului precedent (Sursa datelor: INS).

⁵ Pentru culturile menționate, datele provizorii ale MADR pentru anul 2023 indică o recoltă superioară maximumului multianual atins în anul 2021.

Consumul populației și-a reluat creșterea în termeni anuali (2,6 la sută), după stagnarea din intervalul anterior. Traectoria nu a fost însă susținută de segmentul cheltuielilor populației⁶, care și-a încetinit ritmul anual, evoluție reflectată la nivelul încasărilor din comerțul cu amănuntul și din serviciile de piață prestate populației (decelerări în termeni reali până la 0,2 la sută, respectiv 1,2 la sută). În primul caz, tendința descrescătoare a fost cvasigeneralizată, excepția notabilă fiind comerțul online, care și-a inversat traiectoria, după cinci trimestre consecutive cu valori negative. Pe lângă rolul de instrument relevant în procesul de optimizare a cheltuielilor, comerțul online beneficiază și de extinderea numărului de locuințe cu acces la internet (mai ales în mediul rural, unde ponderea acestora s-a majorat cu circa 5 puncte procentuale în 2023, până la 88,1 la sută, potrivit datelor INS). Potențialul de creștere a sectorului atrage interesul operatorilor comerciali, majoritatea acestora manifestându-și intenția de a mări resursele alocate pentru extinderea capacităților logistice sau dezvoltarea unor noi strategii comerciale adresate acestei zone.



În ultimul trimestru al anului 2023, este posibilă o intensificare a cheltuielilor de consum ale populației, în contextul majorării veniturilor unor categorii de personal din sectorul bugetar, dar și a salariului minim. Creșterea acestuia din urmă stimulează semnificativ cererea de consum, oferind resurse suplimentare angajaților aflați la baza piramidei salariale, care manifestă o înclinație către consum mai ridicată, comparativ cu cei plasați pe paliere superioare din perspectiva venitului. În același timp, cererea pentru credite de consum s-a menținut la un nivel înalt⁷, în posibilă asociere cu scăderea ușoară a ratelor dobânzilor, precum și cu perioada reducerilor de prețuri din ultima parte a fiecărui an. Impulsul oferit cererii de consum de creșterea veniturilor se va prelungi și în prima parte a anului 2024, la 1 ianuarie intrând în vigoare majorarea punctului de pensie și noi creșteri ale salariilor în sectorul public (Grafic 2.2).

Potrivit indicatorilor cu frecvență lunară care surprind evoluția activității comerciale din intervalul octombrie-noiembrie, în trimestrul IV 2023 va avea loc, cel mai probabil, o dinamizare a cererii de consum: volumul vânzărilor de bunuri și-a accelerat ritmul anual de creștere până la 2,8 la sută, iar cel al încasărilor din servicii prestate populației a manifestat, de asemenea, o tendință ascendentă, dar mai puțin pronunțată (1,6 la sută). Totodată, așteptările pe termen scurt ale operatorilor din retail (exclusiv auto) converg către prelungirea traiectoriei crescătoare a vânzărilor în primele luni din anul 2024 (soldul conjunctural aferent acestei poziții s-a majorat cu 9,2 puncte procentuale în trimestrul IV față de media trimestrului III). Pe segmentul auto, volumul cumpărărilor a înregistrat o temperare a dinamicii anuale în perioada octombrie-noiembrie (până la

⁶ Potrivit datelor de conturi naționale, principala componentă responsabilă pentru revigorarea consumului final efectiv al populației în trimestrul III a fost „cheltuielile pentru consumul final individual al administrațiilor publice”, poziție care vizează activitățile de învățământ, sănătate, ordine și siguranță publică, activitățile culturale și sportive.

⁷ Potrivit Sondajului BNR privind creditarea companiilor nefinanciare și a populației (noiembrie 2023).

4,5 la sută) și, posibil, și în următoarele luni, pe fondul modificărilor operate la nivelul programului „Rabla Plus” 2024, în sensul reducerii considerabile a valorii unui tichet pentru achiziția de autovehicule electrice sau hibride care generează mai puțin de 80 de grame de CO₂ pe kilometru.

În trimestrul III 2023, execuția bugetului general consolidat și-a temperat ritmul deteriorării în raport cu perioada similară a anului trecut, generând un deficit de 19,2 miliarde lei (1,2 la sută din PIB), ușor superior celui consemnat în trimestrul III 2022 (18,2 miliarde lei, respectiv 1,3 la sută din PIB)⁸, în timp ce față de precedentele trei luni, soldul bugetar negativ a crescut semnificativ, la fel ca în anul 2022. De această dată, creșterea deficitului în raport cu trimestrul anterior a fost cu precădere rezultanta comprimării veniturilor bugetare totale⁹, în principal pe seama scăderii veniturilor din impozitul pe profit¹⁰ și a celor nefiscale, dar și a sumelor primite de la UE¹¹, al căror impact conjugat a fost doar parțial compensat de majorarea încasărilor din TVA¹² și din alte impozite și taxe pe bunuri și servicii¹³.

În același timp, cheltuielile bugetare totale au înregistrat o creștere în trimestrul III, însă minoră¹⁴, în condițiile în care majorarea unor componente de natură curentă (cu subvențiile¹⁵, de personal¹⁶ și cu dobânzile¹⁷, precum și a celei de capital au fost în mare parte contrabalansate de diminuarea cheltuielilor cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile¹⁸ și cu bunuri și servicii¹⁹.

În ultimul trimestru al anului 2023, deficitul bugetar s-a mărit substanțial, dar mai puțin decât în intervalul similar al anului trecut, ajungând la 33,4 miliarde lei (2,1 la sută din PIB), față de 39,1 miliarde lei (2,8 la sută din PIB) în trimestrul IV 2022. Pe ansamblul anului 2023, execuția bugetară s-a soldat totuși cu un deficit vizibil superior celui din anul precedent, de 89,9 miliarde lei (80,8 miliarde lei în 2022), reprezentând însă 5,7 la sută din PIB, față de 5,8 la sută din PIB în 2022.

⁸ Deficitul bugetar din trimestrul II 2023 l-a devansat consistent pe cel înregistrat în aceeași perioadă a anului anterior (14,5 miliarde lei, respectiv 0,9 la sută din PIB, față de 7,8 miliarde lei, respectiv 0,6 la sută din PIB în 2022).

⁹ Dinamica anuală reală a veniturilor a intrat marginal în teritoriul negativ (-0,1 la sută, de la 3,1 la sută în trimestrul anterior).

¹⁰ Inclusiv pe seama efectului de bază asociat valorii mai ridicate a încasărilor din impozitul pe profit înregistrate în trimestrul II, în condițiile prelungirii până în luna iunie a termenului de plată a impozitului aferent anului precedent (similar anului 2022). Încasările au înregistrat însă un declin în termeni reali și față de trimestrul III 2022.

¹¹ Evoluția survine însă după o creștere semnificativă consemnată de aceste sume în trimestrul II 2023.

¹² Dinamica anuală reală a acestor încasări a redevenit pozitivă, dar inclusiv ca urmare a descreșterii dinamicii rambursărilor de taxă.

¹³ Reflectând cel mai probabil și evoluția încasărilor la bugetul de stat generate de impozitarea operatorilor economici din sectorul energetic.

¹⁴ În termeni anuali reali, acestea s-au comprimat ușor (cu 0,5 la sută, în contrast cu creșterea de 7,3 la sută din trimestrul II).

¹⁵ Mai ales pe fondul plăților efectuate pentru compensarea prețurilor la energia electrică și gazele naturale pentru clienții non-casnici.

¹⁶ Inclusiv ca urmare a majorării unor drepturi salariale din învățământ, administrație și sănătate (conform OUG nr. 57/2023, nr. 45/2023 și nr. 63/2023), context în care dinamica anuală reală a cheltuielilor de personal s-a reamplificat semnificativ, revenind în teritoriul pozitiv, în premieră după trimestrul I 2021.

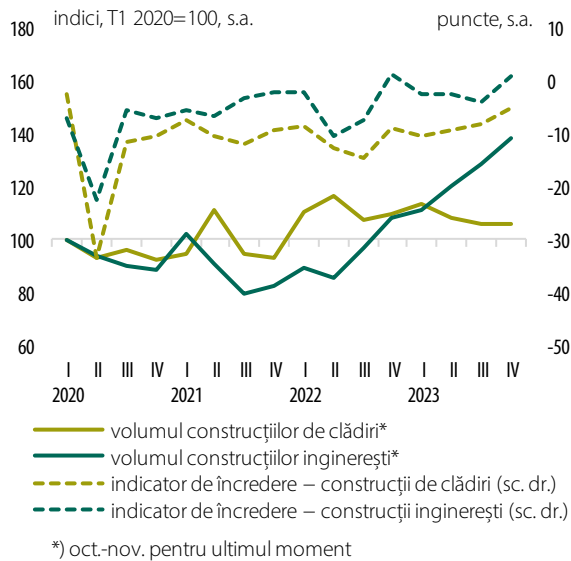
¹⁷ Cheltuielile cu subvențiile și cele cu dobânzile s-au diminuat însă în termeni anuali reali.

¹⁸ Având însă impact redus asupra variației soldului bugetar, ca urmare a evoluției similare a sumelor primite de la UE.

¹⁹ Ambele categorii înregistrând scăderi inclusiv în termeni anuali reali.

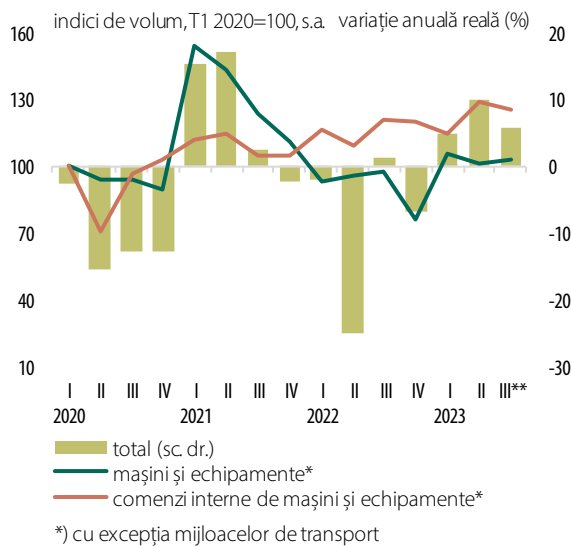
Formarea brută de capital fix și-a accelerat ritmul anual de creștere (până la 11,9 la sută), menținându-și poziția de forță motrice a creșterii economice (aport de 3,6 puncte procentuale), lucrările de construcții ingineresti reprezentând în continuare principalul determinant; o contribuție pozitivă a venit și investițiilor în echipamente, însă ritmul anual de creștere s-a redus semnificativ, ca urmare a decelerării cumpărărilor de mijloace de transport efectuate de companii și instituții publice. Acumulările de capital fix își

Grafic 2.3. Construcții



Sursa: INS, CE-DG ECFIN

Grafic 2.4. Investiții, exclusiv construcții



Sursa: Eurostat, INS, calcule BNR

vor păstra probabil dinamica pozitivă pe orizontul de prognoză, după cum sugerează nivelul relativ înalt al influxurilor nete de ISD sub forma participațiilor la capital, inclusiv profituri reinvestite (6 miliarde euro în perioada ianuarie-noiembrie 2023, valoare estimată), precum și intensificarea intrărilor de fonduri europene aferente CFM 2014-2020²⁰. În privința finanțării prin PNRR, România a reușit încasarea celei de a doua cereri de plată (2,76 miliarde euro în luna septembrie), iar la finalul anului 2023 a fost transmisă către CE cea de a treia cerere de plată, fondurile aferente cumulând 2,7 miliarde euro.

Investițiile în construcții s-au majorat cu peste 15 la sută (variație anuală)²¹, continuând să înregistreze evoluții divergente pe segmentele principale, cu perspectiva prelungirii acestor tendințe în viitorul apropiat. Astfel, lucrările ingineresti și-au extins volumul cu circa 30 la sută și în trimestrul III, iar finalul anului 2023 a fost marcat de inaugurarea sau demararea unor proiecte de anvergură în domeniul infrastructurii de transport. În schimb, construcțiile de clădiri au suferit o nouă restrângere (cu 2,6 la sută), iar panta negativă aferentă suprafeței autorizate pentru locuințe în ultimele 12 luni (până în luna noiembrie 2023) sugerează că este foarte puțin probabilă o redresare în intervalul scurt de prognoză (Grafic 2.3).

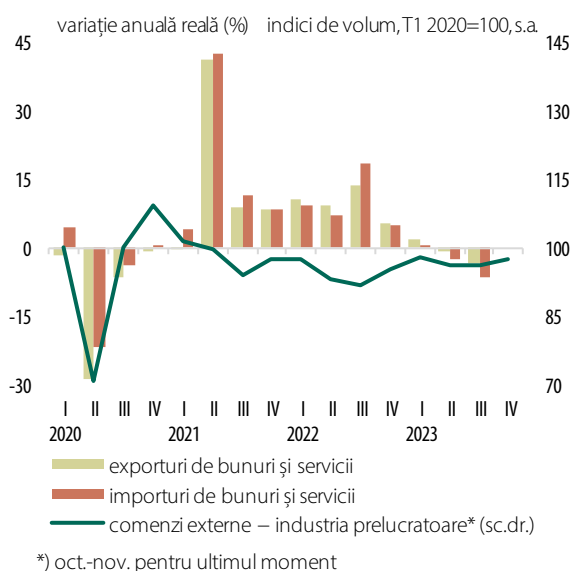
Investițiile în echipamente și-au redus aproape la jumătate ritmul de creștere comparativ cu trimestrul II (până la 6,3 la sută), pe fondul decelerării cumpărărilor de mijloace de transport efectuate de companii și instituții publice, în timp ce achizițiile de mașini, utilaje și echipamente IT&C și-au păstrat dinamica moderată (3,2 la sută). Un interes ridicat continuă să suscite investițiile pentru creșterea capacității de producție a energiei regenerabile, orientate atât către

²⁰ La jumătatea lunii ianuarie 2024, rata de absorbție aferentă fondurilor destinate în exclusivitate finanțării proiectelor de investiții era de 100 la sută în cazul Fondului de Coeziune și respectiv de 91 la sută în cazul Fondului European de Dezvoltare Regională.

²¹ Potrivit datelor de conturi naționale privind formarea brută de capital fix.

proiecte de mare dimensiune (mai ales parcuri fotovoltaice), cât și către asigurarea consumului propriu al companiilor și populației. În plus, pentru prima parte a anului 2024 se așteaptă reluarea schemei de finanțare „Casa Verde”, care va include, pe lângă componenta gestionată de Administrația Fondului de Mediu, o sursă prevăzută în PNRR, destinată în exclusivitate consumului casnic. Totodată, sunt în curs de derulare

Grafic 2.5. Comerț exterior



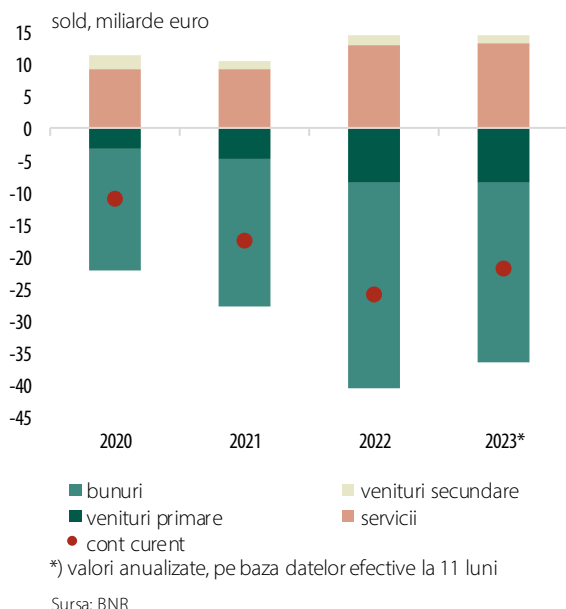
proiecte de investiții din sfera electromobilității (vizând, de exemplu, lansarea unei linii de producție pentru autobuze electrice în semestrul I 2024, precum și demararea producției versiunilor complet electrice ale unor modele de autoturisme fabricate pe plan local), Grafic 2.4.

Exportul net de bunuri și servicii și-a accentuat contribuția pozitivă la dinamica PIB (până la 1,7 puncte procentuale în trimestrul III), în condițiile în care importurile de bunuri s-au restrâns mai puternic decât exporturile (cu 6,5 la sută față de 3,6 la sută, variații anuale reale), Grafic 2.5.

Principalul aport la reducerea în termeni de volum a deficitului bunurilor a aparținut creșterii surplusului comercial de materii prime agricole, recolta remarcabilă de grâu și rapiță reflectându-se favorabil asupra ambelor fluxuri comerciale – salt de 50 la sută al exporturilor, respectiv înjumătățirea cantităților importate, inclusiv pe seama unui efect de bază²². O contribuție la atenuarea dezechilibrului comercial în trimestrul III a revenit și produselor energetice, în principal datorită trecerii pe surplus a tranzacțiilor cu gaze naturale, pe fondul reducerii consumului industrial intern, dar și al creșterii ușoare a producției locale²³. Influențe nefavorabile (de amplitudine relativ redusă) asupra soldului comercial au fost localizate la nivelul bunurilor intermediare industriale (îndeosebi pe fondul redresării anevoioase a activității ramurilor locale energointensive), precum și al unor categorii de bunuri de capital (mașini și utilaje, mijloace de transport rutier) și durabile (mobiliu, electrocasnice), afectate de fragilitatea cererii externe.

Evoluția favorabilă a componentei de volum a balanței comerciale în primele trei trimestre ale

Grafic 2.6. Contul curent

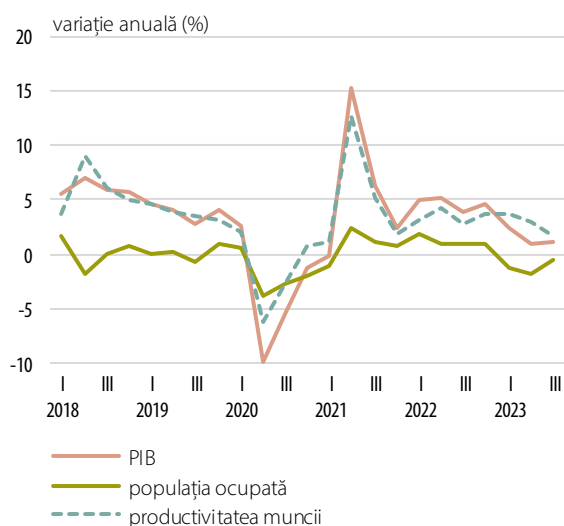


²² Potrivit datelor Eurostat (Comext), dacă în perioada 2015-2021 Ucraina a fost un furnizor nesemnificativ pentru România (ponderile deținute în totalul importurilor fiind mai mici de 2 la sută la grâu, porumb, floarea-soarelui și de 6 la sută la rapiță), în anul 2022 această țară a devenit sursa a peste jumătate din importuri pentru primele trei grupe menționate, respectiv a 80 la sută din importurile de rapiță, ceea ce i-a asigurat contribuția dominantă la creșterea (cu circa 30 la sută) a achizițiilor totale de materii prime agricole efectuate de România.

²³ La nivelul întregului an 2023, poziția de importator net a României s-a îmbunătățit comparativ cu anul precedent, de la 1,9 miliarde mc la 0,4 miliarde mc.

anului 2023 s-a reflectat și la nivelul balanței de plăți. În perioada ianuarie-noiembrie, deficitul bunurilor a coborât la 25,6 miliarde euro (-12,1 la sută în termeni anuali). Surplusul balanței serviciilor a marcat o nouă majorare (cu 4,7 la sută), astfel încât deficitul contului curent s-a plasat cu 17 la sută sub nivelul din perioada similară a anului 2022 (20,2 miliarde euro), Grafic 2.6.

Grafic 2.7. Productivitatea muncii pe ansamblul economiei



Sursa: INS, calcule BNR

Productivitatea muncii

Productivitatea muncii pe ansamblul economiei și-a atenuat dinamica în trimestrul III 2023 până la 1,6 la sută (-1,4 puncte procentuale față de intervalul anterior), pe fondul slăbirii cererii din zona serviciilor, fiind consemnate pierderi de ritm și în sectoarele care au susținut până în prezent parcursul robust al indicatorului (comerț-Horeca-transporturi și IT&C), Grafic 2.7.

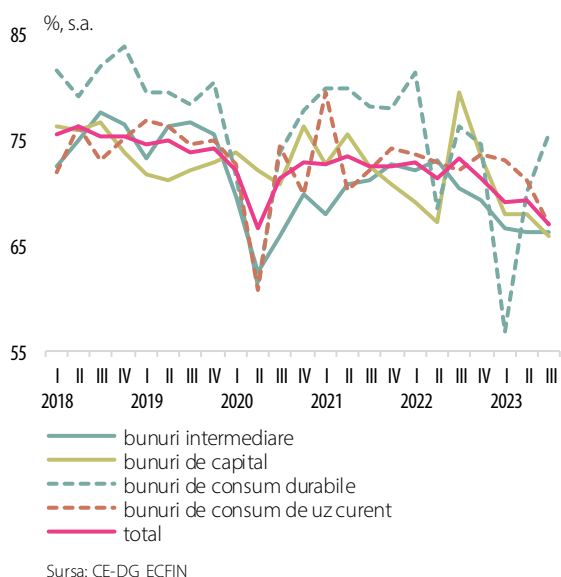
Situația din industrie a rămas dificilă, o ameliorare fiind posibilă să se producă abia pe termen mediu. Astfel, productivitatea muncii a consemnat un declin de 5,9 la sută²⁴, în condițiile unei restrângeri a producției cu 5,6 la sută față de T3 2022 și ale unei dinamici încă ușor pozitive a numărului de angajați. Cererea deficitară la nivel comunitar nu oferă deocamdată impulsul necesar revigorării segmentului industrial autohton, volumul comenzilor noi adresate

acestui de piața externă rămânând doar marginal superior în primele 10 luni ale anului față de aceeași perioadă din 2022; indicatorii de încredere ai operatorilor din zona euro care activează în ramura prelucrătoare consemnează scoruri foarte reduse din perspectivă istorică, aceștia enumerând ca principale impedimente reducerea puterii de cumpărare, costurile mari de finanțare și barierele din calea comerțului global.

Dacă nici în ultimele luni ale anului nu au fost vizibile semnele unei reveniri, o serie de anunțuri recente, care vizează, pe de o parte, închiderea unor fabrici cu probleme și, pe de altă parte, investiții în noi capacități de producție, sugerează o potențială reșezare pe termen mediu a activității din industria prelucrătoare pe fundamente mai productive. Pe de o parte, este vorba despre câteva fabrici din industria chimică și a componentelor auto, producătoare de bunuri pentru care cererea dispare gradual odată cu schimbările structurale care au loc pe piețele de profil; în cazul industriei chimice, semnalele din piață indică, totodată, persistența problemei costurilor de producție – producția de îngrășăminte a fost din nou suspendată parțial, operatorii acuzând prețurile mai înalte pe care consumatorii industriali de gaze din România trebuie să le plătească față de alte țări europene și care fac ca produsele autohtone să fie necompetitive. În schimb, câteva investiții noi, de anvergură, sunt programate a deveni operaționale pe parcursul anului 2024, în domenii precum fabricarea

²⁴ În intervalul octombrie-noiembrie, indicatorul și-a temperat declinul anual până la -3,2 la sută, însă o contribuție importantă a revenit și unui efect favorabil de calendar.

Grafic 2.8. Gradul de utilizare a capacităților de producție în industria prelucrătoare



cauciucurilor, a electrocasnicelor și a altor echipamente electrice, a medicamentelor sau a materialelor de construcții. Și pentru industria auto există unele perspective favorabile, legate în special de lansarea în producție a unor modele, inclusiv hibride și electrice, cu valoare adăugată mai mare. Totuși, operatorii din domeniu consideră că modificările legislative privind reducerea sprijinului financiar acordat prin programele de reinnoire a parcului auto național au potențialul de a exercita influențe de sens contrar asupra activității din acest sector.

Deocamdată, contextul ciclic nefast din perspectiva cererii, atât internă, cât mai ales externă, dispariția graduală a piețelor pentru unele produse fabricate pe plan local, precum și pierderile de competitivitate cauzate de transformările structurale ale lanțurilor internaționale de valoare adăugată²⁵ s-au reflectat

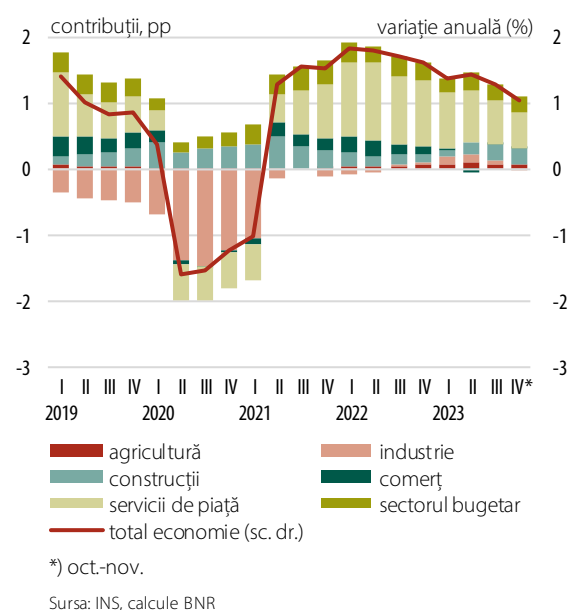
în trimestrul III 2023 într-o nouă diminuare a gradului de utilizare a capacităților de producție – până la 67,1 la sută –, care se plasează acum aproape de valoarea din trimestrul II 2020 (marcat de izbucnirea primului val pandemic și închiderea temporară a numeroase capacități de producție), Grafic 2.8.

Evoluții pe piața muncii

Încetinirea creșterii economice a început să aibă treptat ecou și pe piața muncii, aceasta fiind însă caracterizată de un grad de inerție destul de ridicat, la care

contribuie inclusiv probleme structurale precum rată redusă de participare, deficitul de personal calificat sau sistemul educațional ineficient, a cărui adaptare la cerințele pieței lasă de dorit.

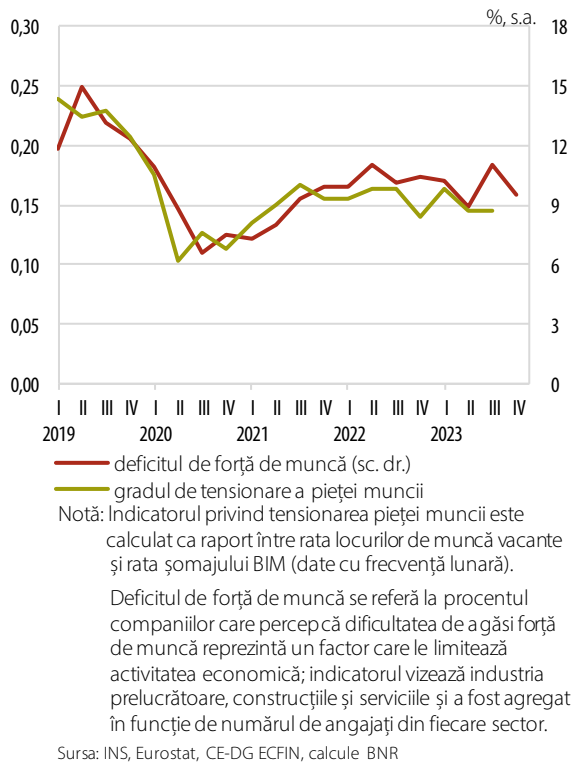
Grafic 2.9. Efectivul salariaților din economie



Dinamica anuală a efectivului de salariați din economie a decelerat la 1 la sută în perioada octombrie-noiembrie 2023 (față de 1,4 la sută, respectiv 1,3 la sută în trimestrele II și III), principalul aport la această evoluție revenind serviciilor de piață, sub efectul temperării cererii. O contribuție la decelerare a avut și industria, activitate care se confruntă cu dificultăți la nivel internațional și mai ales european; totuși, scăderea numărului de salariați a fost doar marginală (-0,1 la sută). Astfel, cele mai multe ramuri industriale au afișat fie un ritm modest al angajărilor, fie reduceri de personal (cu contracții mai ample în industria ușoară și a mobilei), însă

²⁵ Fiind vorba în special despre ampla reconfigurare, într-un interval de timp foarte scurt, a comerțului internațional cu inputuri energetice.

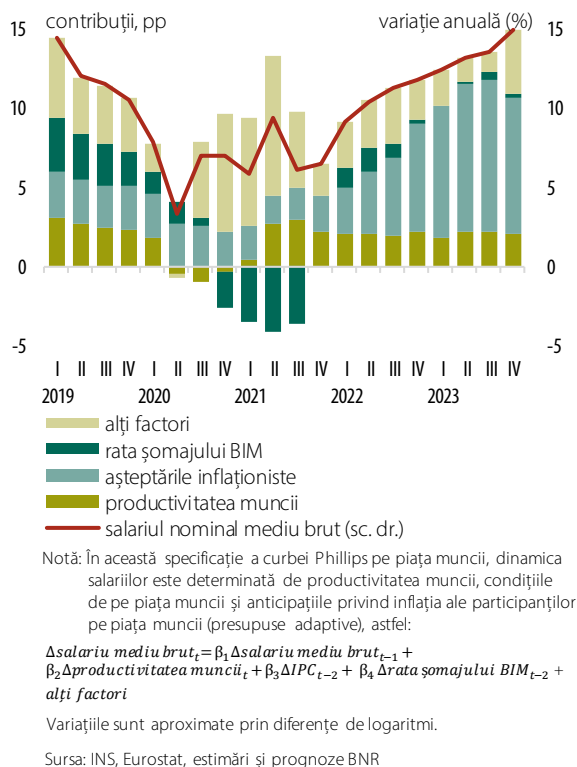
Grafic 2.10. Gradul de tensionare a pieței muncii



dimensiunea disponibilizărilor a rămas limitată comparativ cu restrângerea activității. Doar câteva domenii au afișat ritmuri de creștere mai consistente ale schemelor de personal, respectiv auto, fabricarea produselor electronice, industria alimentară, ferma și prelucrarea țiteiului, însă și în aceste cazuri tendința este descendentă. În comerț, efectivul de salariați a stagnat, practic, la nivelul din perioada similară a anului anterior, în timp ce în construcții variația anuală a numărului de angajați s-a menținut relativ robustă (2,6 la sută, similar celui din trimestrul III), în contextul multiplelor proiecte de infrastructură aflate în derulare. În sectorul bugetar s-a consemnat o temperare a dinamicii numărului de angajați, imprimată de administrația publică (Grafic 2.9).

Așteptările companiilor privind ocuparea sugerează continuarea tendinței de atenuare a ritmului angajărilor pe orizontul apropiat, indicatorul DG ECFIN aferent diminuându-se în perioada octombrie-decembrie 2023 până la 104,8 puncte (de la 106,6 puncte în trimestrul III).

Grafic 2.11. Evoluția salariului mediu brut pe economie



Rata locurilor de muncă vacante a continuat să se plaseze la 0,8 la sută în trimestrul III (valoare consemnată și în intervalul precedent), iar rata șomajului BIM s-a redus ușor în intervalul octombrie-noiembrie 2023, până la 5,4 la sută (5,5 la sută în primele nouă luni ale anului). În același timp, conform celui mai recent sondaj DG ECFIN, procentul companiilor care reclamă problema lipsei de personal ca factor care le limitează activitatea s-a diminuat în trimestrul IV 2023 față de intervalul precedent, până la valori similare celor observate în prima parte a anului. Toate aceste evoluții sugerează un grad relativ ridicat de inerție a condițiilor de pe piața muncii, semnalele de detensionare fiind, deocamdată, timide (Grafic 2.10).

Ritmul anual de creștere a salariului mediu brut pe economie a înregistrat un salt în intervalul octombrie-noiembrie 2023, până la 16,2 la sută (față de 14 la sută în trimestrele II-III 2023), explicabil prin decizia administrativă de a majora salariul minim brut pe economie (cu 10 la sută), dar și diferențiat în construcții, agricultură și în industria alimentară

(cu aproape 15 la sută)²⁶. În schimb, din perspectiva factorilor fundamentali, contribuția așteptărilor inflaționiste asupra dinamicii salariale s-a restrâns, o diminuare înregistrând însă și influența productivității muncii, în contextul încetinirii activității economice (Grafic 2.11). Variația salariului în sectorul bugetar s-a menținut înaltă, la 15,7 la sută.

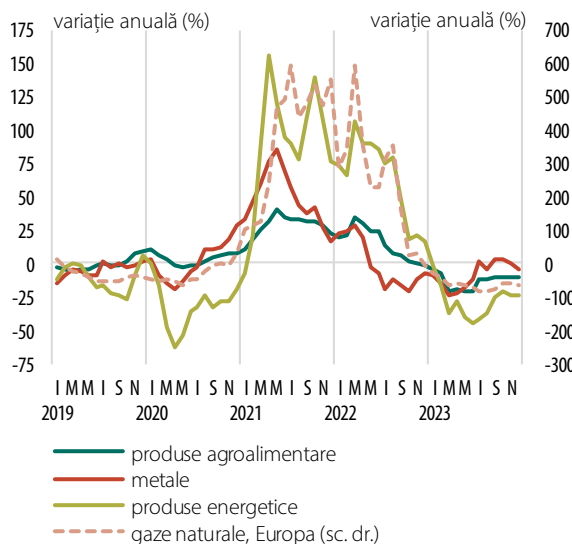
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă

În a doua parte a anului 2023, menținerea perspectivelor rezervate privind activitatea globală s-a reflectat în plasarea cotațiilor internaționale ale principalelor materii prime sub cele consemnate cu un an în urmă, imprimând contracția anuală a prețurilor de import și a celor de producție de pe piața internă. Pentru perioada următoare, nu se conturează indicii ale unei inversări de trend, în condițiile în care factorii de influență se prefigurează a acționa într-o manieră similară.

2.1. Prețurile de import

În contextul menținerii perspectivelor rezervate privind activitatea economiei globale, majoritatea cotațiilor materiilor prime au înregistrat în ultimele două trimestre din 2023 valori sensibil inferioare celor consemnate în aceeași perioadă a anului anterior (conform datelor Băncii Mondiale), Grafic 2.12.

Grafic 2.12. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, calcule BNR

Atenuarea contracției anuale pe final de an (până la -17,4 la sută, de la -27,4 la sută în trimestrul III) are la bază traiectoria cotațiilor produselor energetice, un aport în acest sens revenind prețului gazului natural pe piața europeană, care a resimțit în intervalul octombrie-noiembrie impactul turbulențelor geopolitice și al apropierei sezonului rece. Totuși, evoluția s-a dovedit temporară, cotația revenind în decembrie la valori similare celor de la finele trimestrului III, ca urmare a nivelurilor confortabile ale stocurilor și a cererii reduse asociate temperaturilor superioare mediei sezoniere.

Cotația Brent s-a redus pe parcursul ultimului trimestru al anului 2023, oscilând între 75-80 dolari SUA/baril în luna decembrie (ulterior ascensiunii din trimestrul precedent, până la niveluri de peste 95 dolari SUA/baril în septembrie), date fiind

limitarea gradului de contagiune regională a războiului din Orientul Mijlociu, precum și oferta amplă la nivel internațional.

²⁶ Creșterea salariului minim brut pe total economie (de la 3 000 de lei la 3 300 de lei) și în construcții (de la 4 000 de lei la 4 582 de lei) din perioada octombrie-noiembrie este a doua operată în acest an (ulterior majorării din ianuarie 2023, cu aproape 18 la sută pe total economie, respectiv cu aproximativ 33 la sută în construcții). În agricultură și în industria alimentară nivelul salariului minim brut a urcat la 3 436 de lei (de la 3 000 de lei).

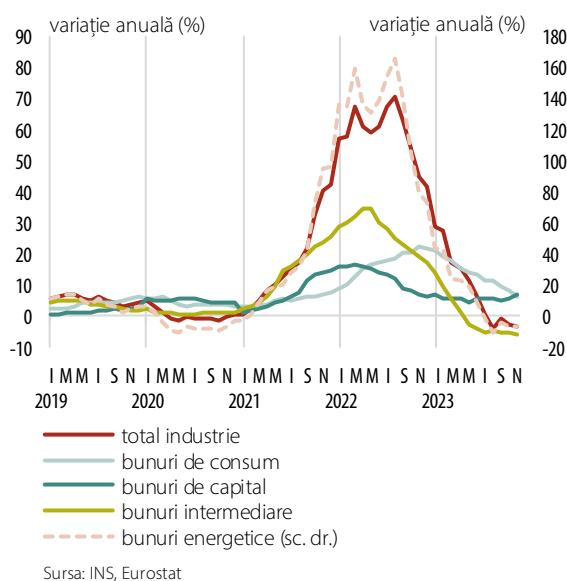
Metalele industriale au evoluat relativ stabil, cu dinamici anuale de 0,2 la sută, respectiv -0,9 la sută în ultimele trimestre al anului 2023; aceste valori modeste se află în linie cu profilul în continuare grevat de dificultăți al sectorului industrial global. O creștere a cotației a înregistrat spre finalul anului minereul de fier, în corelație cu o revenire timidă a activității din China, pe seama stimulentele implementate de autorități.

Prețurile materiilor prime alimentare și-au păstrat traiectoria moderat descendentă, variația anuală negativă a indicelui FAO fiind de circa 10 la sută. Cotațiile cerealelor au fost influențate de oferta abundentă pe plan internațional (din state precum SUA, Argentina, Australia și Rusia), în timp ce prețul cărnii, în special al celei de porc, a resimțit efectul cererii modeste. Ritmul anual de creștere a prețului la zahăr a depășit 40 la sută în intervalul septembrie-noiembrie, dar s-a redus în ultima lună a anului până la circa 15 la sută, pe fondul unor condiții meteo mai favorabile în Brazilia, precum și al deciziei Indiei de a limita folosirea trestiei de zahăr pentru producția de etanol.

Nivelurile în continuare scăzute ale prețurilor principalelor materii prime s-au reflectat în persistența dinamicii anuale negative a prețurilor de import în trimestrul III 2023. Astfel, indicele valorii unitare a importurilor s-a menținut subunitar (96 la sută), valoarea fiind cu 3,5 puncte procentuale sub cea din trimestrul anterior. Tendința de scădere a caracterizat majoritatea grupelor de bunuri, fiind mai pronunțată în cazul produselor chimice, din lemn și al materialelor de construcții. În ceea ce privește bunurile de consum, dispărarea presiunilor inflaționiste a caracterizat atât mărfurile alimentare (carne, produse vegetale, uleiuri și grăsimi), cât și pe cele nealimentare (îmbrăcăminte, încălțăminte). O majorare a IVU a avut loc în cazul combustibililor, dar indicatorul a rămas subunitar.

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

Grafic 2.13. Prețurile producției industriale pentru piața internă



În perioada octombrie-noiembrie, variația anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă și-a accentuat declinul, ajungând la -3,1 la sută, cu 1,5 puncte procentuale sub valoarea din trimestrul III, în condițiile în care contribuția unor efecte statistice manifestate pe anumite segmente (bunuri energetice și de consum) a dominat, la nivel agregat, influența creșterii prețurilor în perioada curentă, Grafic 2.13. Cea din urmă evoluție a fost imprimată de bunurile energetice, în principal ca urmare a majorării cotațiilor spot pe piețele *en gros* de energie și gaze naturale, piețele materiilor prime neenergetice fiind caracterizate de fluctuații ale prețurilor restrânse ca amplitudine. Rezultatele sondajului DG ECFIN pentru luna decembrie 2023 sugerează presiuni limitate asupra dinamicii prețurilor, situație care a prevalat în a doua jumătate a anului.

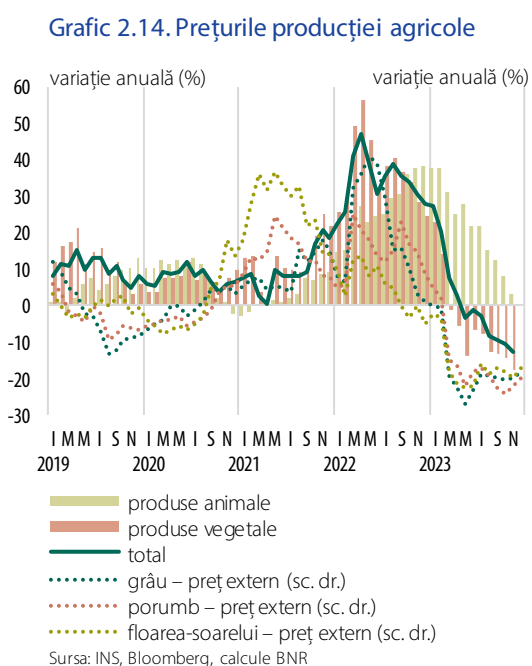
Grupa bunurilor de consum a reprezentat categoria cu cea mai pronunțată decelerare a ritmului anual (-3,7 puncte procentuale, până la 7 la sută), cu o contribuție importantă din partea industriei alimentare, unde dinamică anuală a prețurilor a ajuns la 1,2 la sută (față de 5,4 la sută în trimestrul III). Alături de efectul de bază, s-a resimțit în continuare influența costurilor reduse cu materiile prime agroalimentare – cereale, oleaginoase, carne de porc, dinamica prețurilor de producție pe acest ultim segment fiind limitată de presiunea concurențială a importurilor ieftine.

În cazul bunurilor energetice, dinamica anuală consistent negativă (-6,8 la sută, în scădere cu 1,5 puncte procentuale comparativ cu trimestrul III) s-a datorat exclusiv manifestării unui efect de bază în industria de producție și furnizare de energie electrică, termică și gaze naturale, perioada curentă consemnând creșteri de prețuri pe acest segment, corelate cu cele înregistrate pe piețele *en gros*. Astfel, similar evoluției observate la nivel european, pe fondul tensiunilor geopolitice, dar și al influențelor sezoniere, cotațiile gazelor naturale pe piața internă au urcat, dar amplitudinea mișcării a fost mult inferioară celei din anul anterior, având în vedere nivelurile confortabile ale stocurilor. Tendința ascendentă este posibil să fi fost susținută și de lucrările de revizie desfășurate de unul dintre producătorii locali în luna octombrie. În cazul energiei electrice, cotațiile interne pe piața liberă *en gros* au crescut în octombrie, majorarea producției de energie din alte surse regenerabile (eolian, solar) compensând doar parțial restrângerea ofertei pe segmentul hidroelectric (debitul Dunării s-a situat mult sub media multianuală). Totuși, în noiembrie, tendința s-a inversat, pe seama revigorării ofertei, cu susținere din partea producției din surse regenerabile (inclusiv hidrocentrale). Și în ramura de prelucrare a țițeiului prețurile au continuat să scadă în termeni anuali, în corelație cu traiectoria cotațiilor petrolului pe piețele internaționale, însă cu un ritm ceva mai redus ca amplitudine.

O decelerare, dar modestă, au consemnat și bunurile intermediare (-0,4 puncte procentuale), temperarea de ritm din industria materialelor de construcții fiind

atenuată de contracția anuală mai puțin amplă din industria chimică. În schimb, dinamica anuală a bunurilor de capital a înregistrat o ușoară creștere (de 0,6 puncte procentuale), corelat cu evoluțiile din industria auto, posibil în condițiile schimbării gamei de modele a principalilor producători.

Prețurile producției agricole și-au continuat scăderea în intervalul octombrie-noiembrie (-11,6 la sută în termeni anuali, comparativ cu -6,8 la sută în trimestrul III), rezultatele satisfăcătoare ale anului agricol conferind o anumită relaxare din perspectiva ofertei de produse agricole și a costului furajelor pentru animale (Grafic 2.14). Astfel, la nivelul componentei vegetale, variații anuale puternic negative au continuat să consemneze cerealele și plantele oleaginoase, în timp ce ritmurile anuale ale prețurilor legumelor au rămas pozitive, dar în coborâre semnificativă față de intervalul precedent.

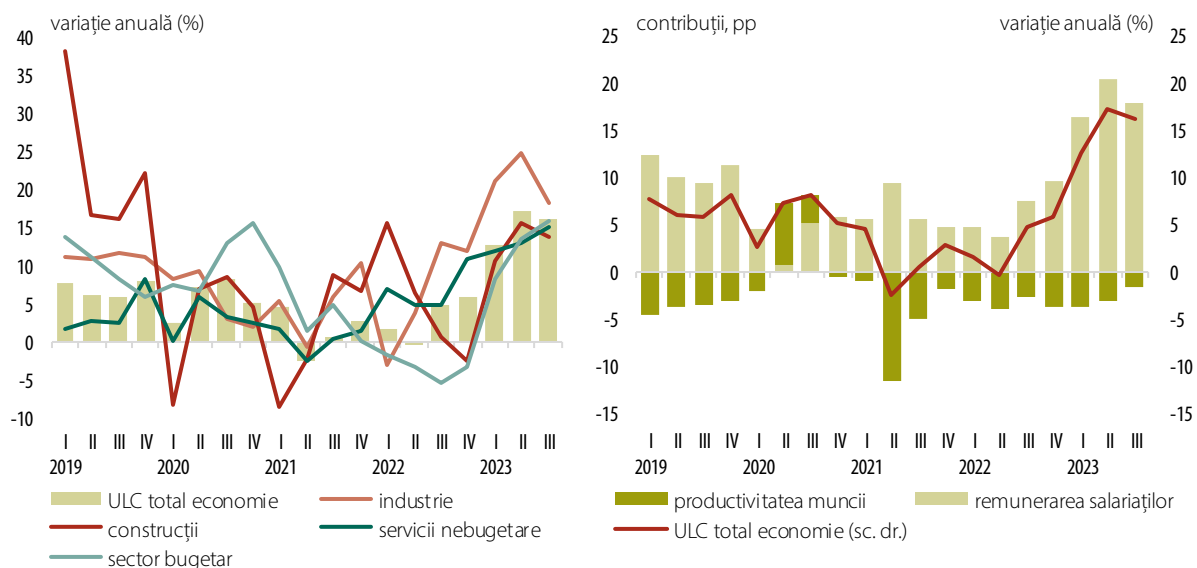


În cazul produselor animale, decelerări importante de ritm a înregistrat carnea de porc, pe fondul plusului de ofertă apărut odată cu restrângerea cererii din partea Chinei.

Costurile unitare cu forța de muncă

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a temperat în trimestrul III 2023, dar a rămas în continuare alertă (16,1 la sută, -1,1 puncte procentuale față de trimestrul anterior). La decelerare au contribuit majoritatea sectoarelor, cu excepția serviciilor de piață, unde dinamica ULC și-a păstrat traiectoria ascendentă. Avansul mai lent al remunerării pe salariat (17,9 la sută, -2,8 puncte procentuale față de trimestrul II 2023) a fost însoțit însă de o încetinire a ritmului de creștere a productivității muncii (1,6 la sută, -1,4 puncte procentuale față de trimestrul anterior), persistența decalajului considerabil dintre cei doi indicatori având potențialul de a genera presiuni inflaționiste pe această filieră (Grafic 2.15).

Grafic 2.15. Costurile unitare cu forța de muncă



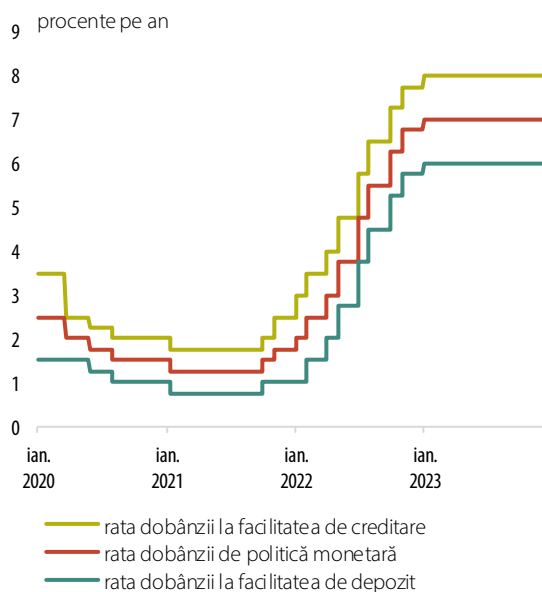
În industrie, rata anuală de creștere a costurilor salariale unitare s-a atenuat în trimestrul III și în perioada octombrie-noiembrie 2023, până la 20 la sută, fiind inferioară cu 4 puncte procentuale maximului local atins în trimestrul II. Activitatea industrială s-a menținut în zona de contracție (în ușoară ameliorare totuși comparativ cu intervalul aprilie-iunie), în timp ce la nivelul forței de muncă procesul de ajustare este în continuare lent (atât la nivelul salariilor, susținute inclusiv de creșterile salariului minim, cât și al numărului de angajați). Tendința de temperare a dinamicii costurilor salariale unitare a fost cvasigeneralizată, reduceri importante de ritm (peste 10 puncte procentuale) având loc în industria de prelucrare a lemnului, industria chimică, în fabricarea echipamentelor electrice, în industria alimentară, a băuturilor și în fabricarea altor mijloace de transport.

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În lunile noiembrie 2023 și ianuarie 2024, BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută și ratele dobânzilor aferente facilității de creditare și celei de depozit la 8,00 la sută, respectiv la 6,00 la sută (Grafic 3.1). Totodată, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost păstrate la nivelurile în vigoare (de 8 la sută, respectiv 5 la sută). Măsurile au vizat reducerea durabilă a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Deciziile Consiliului de administrație al BNR din luna noiembrie 2023 au fost adoptate în condițiile în care rata anuală a inflației a continuat să se reducă în septembrie și pe ansamblul trimestrului III conform așteptărilor, rămânând astfel considerabil deasupra intervalului țintei, iar noile evaluări au reconfirmat perspectiva prelungirii descreșterii acesteia de-a lungul următorilor doi ani, pe o traiectorie mai ridicată în 2024 față de cea previzionată anterior și care intra marginal în jumătatea superioară a intervalului țintei la finele orizontului proiectiei.

Astfel, rata anuală a inflației s-a redus și în trimestrul III în linie cu previziunile, dar mai lent decât în precedentele trimestre, coborând la 8,83 la sută în septembrie, de la 10,25 la sută în iunie, în condițiile în care noile scăderi ample de dinamică consemnate în acest interval de prețurile alimentelor și energiei au fost parțial contrabalansate ca impact de scumpirea

combustibililor și medicamentelor. În schimb, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accelerat descreșterea, coborând vizibil sub nivelul prognozat, la 11,3 la sută în septembrie, de la 13,5 la sută în iunie, pe fondul efectelor de bază dezinflaționiste, al corecțiilor descendente ale cotațiilor unor mărfuri, prioritar agroalimentare, și al plafonării temporare a adaosului comercial la produse alimentare de bază începând cu luna august, cărora li s-au alăturat influențele recoltei bogate pe plan intern. Evoluția reflectă însă și o slăbire a transmiterii în prețurile de consum a costurilor

mărite ale firmelor, îndeosebi a celor salariale, pe fondul temperării cererii de consum, precum și o atenuare a impactului inflaționist al importurilor.

În același timp, prognoza actualizată pe termen mediu a reconfirmat perspectiva continuării descreșterii ratei anuale a inflației de-a lungul următorilor doi ani, pe o traiectorie mai ridicată în 2024 decât cea previzionată anterior și ușor mai joasă ulterior. Astfel, rata anuală a inflației era anticipată să se reducă la 7,5 la sută în decembrie 2023, similar proiecției precedente, dar să se mărească în debutul anului 2024 și să descrească apoi gradual, până la 4,8 la sută la finele anului 2024 (față de 4,4 la sută în proiecția anterioară) și la 3,3 la sută la finele orizontului prognozei – nivel aflat în jumătatea superioară a intervalului țintei²⁷.

Responsabil de creșterea dinamicii inflației în debutul anului 2024 era impactul anticipat a fi exercitat de majorarea și introducerea unor taxe și impozite indirecte în scopul continuării consolidării bugetare. Totodată, acțiunea de ansamblu a factorilor pe partea ofertei era așteptată să redevină ulterior dezinflaționistă, în principal sub influența efectelor de bază și a corecțiilor descendente ale cotațiilor unor mărfuri, în special ale materiilor prime agroalimentare.

Balanța riscurilor la adresa inflației induse de factori pe partea ofertei rămânea însă înclinată în sens ascendent, atât pe termen scurt, cât și în perspectivă mai îndepărtată, date fiind efectele potențial generate de modificările de impozite directe și de eliminarea unor facilități fiscale, precum și posibile majorări suplimentare de taxe reclamate în perspectivă de procesul de consolidare bugetară.

Din partea factorilor fundamentali erau de așteptat presiuni inflaționiste doar ceva mai intense în semestrul II 2023 decât în prognoza precedentă și care se atenuază vizibil mai rapid ulterior și se epuizează spre finele orizontului proiecției, dată fiind perspectiva descreșterii relativ abrupte a excedentului de cerere agregată începând cu trimestrul III 2023, implicând intrarea *gap*-ului PIB în teritoriul negativ spre finele anului 2024 – cu câteva trimestre mai devreme decât se previzionase anterior²⁸. De asemenea, dinamica costului unitar cu forța de muncă era anticipată să își stopeze creșterea la sfârșitul anului 2023 și să intre apoi pe o traiectorie descrescătoare, ceva mai ridicată totuși comparativ cu proiecția precedentă.

Incertitudini și riscuri însemnate continuau însă să decurgă din conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, având în vedere demersurile întreprinse recent vizând limitarea cheltuielilor bugetare în 2023, precum și posibila suplimentare în următorii ani a pachetului de măsuri fiscal-bugetare corective – inclusiv din perspectiva angajamentelor asumate în cadrul procedurii de deficit excesiv și a condiționalităților atașate altor acorduri încheiate cu CE –, dar și implicațiile potențiale ale noii legislații privind pensiile și salariile din sectorul public.

²⁷ Față de nivelul de 3,5 la sută anticipat anterior pentru același moment de referință.

²⁸ În condițiile în care creșterea economică era așteptată să decelereze vizibil mai pronunțat în 2023 decât s-a anticipat anterior – pe fondul costurilor ridicate, al scăderii cererii externe și al conduitei politicii monetare – și să se redreseze doar ușor în 2024, însă mai accentuat în 2025, în contextul consolidării bugetare, dar și al intensificării absorbției și utilizării fondurilor europene aferente instrumentului „Next Generation EU”.

Surse de incertitudini și riscuri semnificative la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, rămăneau și războiul din Ucraina și conflictul din Orientul Mijlociu, precum și absorbția fondurilor europene, îndeosebi a celor aferente programului „Next Generation EU”. Acestea li se adăugau incertitudinile și riscurile decurgând din performanțele sub așteptări ale economiilor europene.

Datele statistice publicate ulterior au arătat că rata anuală a inflației și-a accelerat peste așteptări descreșterea în primele două luni ale trimestrului IV 2023, coborând la 6,72 la sută în noiembrie, în condițiile continuării încetinirii creșterii prețurilor alimentelor și energiei, precum și ca urmare a ieftinirii combustibililor, sub impactul diminuării cotației țițeiului. La rândul său, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a accentuat trendul descendent mai mult decât s-a anticipat, ajungând la 9,1 la sută în noiembrie, pe fondul efectelor de bază dezinflaționiste mai extinse, al descreșterii cotațiilor mărfurilor agroalimentare și al măsurii de plafonare a adaosului comercial la produse alimentare de bază, dar și în contextul scăderii dinamicii prețurilor importurilor.

Activitatea economică și-a încetinit semnificativ creșterea în trimestrul III²⁹, dar mai puțin decât s-a previzionat, evoluție ce făcea probabilă o restrângere mai temperată a excedentului de cerere agregată în acest interval comparativ cu cea anticipată. În raport cu aceeași perioadă a anului trecut, avansul PIB s-a mărit marginal³⁰, rămânând modest din perspectivă istorică, în condițiile în care variația stocurilor și-a majorat impactul contracționist deja foarte mare, iar aportul consumului administrației publice a devenit ușor negativ. Formarea brută de capital fix și-a reamplificat însă dinamica anuală la o valoare de două cifre, iar consumul privat a înregistrat o creștere, după stagnarea din trimestrul anterior. Totodată, exportul net a continuat să-și majoreze influența expansionistă, dată fiind mărirea și în acest interval a ecartului pozitiv dintre dinamica anuală a volumului exporturilor de bunuri și servicii și cea a volumului importurilor, pe fondul adâncirii mai pronunțate în teritoriul negativ a celei din urmă. Drept urmare, deficitul balanței comerciale și-a reaccentuat ușor declinul față de perioada similară a anului trecut, iar cel de cont curent a continuat să scadă semnificativ în termeni anuali, dar ceva mai modest decât în trimestrul II, în contextul încetinirii ritmului ameliorării soldului balanței veniturilor primare, pe seama evoluției profiturilor reinvestite.

Pe piața muncii, datele și sondajele recente indicau o atenuare ușoară a tensiunilor de pe piață. Astfel, efectivul salariaților din economie și-a stopat creșterea lunară în intervalul septembrie-octombrie, iar menținerea constantă a ratei locurilor de muncă vacante în trimestrul III, după scăderea pronunțată consemnată în precedentele trei luni, s-a asociat cu o relativă stabilitate a ratei șomajului BIM, ce s-a prelungit în primele două luni ale trimestrului IV. Totodată, intențiile de angajare pe orizontul foarte scurt de timp și-au accentuat scăderea în trimestrul IV 2023, iar deficitul de forță de muncă raportat de companii s-a redus semnificativ, corectându-și în mare parte creșterea din intervalul precedent. În același timp, dinamica anuală de două cifre a câștigului salarial mediu brut nominal și-a încetinit ascensiunea și în trimestrul III, dar și-a reaccelerat-o în octombrie sub impactul majorării salariului minim brut,

²⁹ La 0,9 la sută, de la 1,6 la sută în trimestrul II.

³⁰ La 1,1 la sută, față de 1,0 la sută în trimestrul II.

În timp ce variația anuală a costului unitar cu forța de muncă a continuat să descrească lent în industrie în intervalul iulie-octombrie și s-a redus pe ansamblul economiei în trimestrul III.

Pe piața financiară, principalele cotații ale pieței monetare interbancare au înregistrat noi mici scăderi în prima parte a lunii noiembrie 2023, iar ulterior au rămas relativ stabile, în timp ce randamentele titlurilor de stat s-au mărit abrupt la mijlocul trimestrului IV 2023, dar și-au reluat și și-au accentuat apoi descreșterea – în linie cu evoluțiile din economiile avansate și din regiune –, în contextul revizuirii așteptărilor investitorilor privind momentul inițierii de către Fed a ciclului de scădere a ratei dobânzii, cu impact și asupra apetitului global pentru risc.

În această conjunctură, dar și pe fondul atractivității relative încă ridicate a plasamentelor în monedă națională, cursul de schimb leu/euro s-a menținut relativ stabil și în lunile noiembrie și decembrie 2023. Totodată, în raport cu dolarul SUA, leul a consemnat aprecieri în ambele luni, ca urmare a slăbirii graduale a monedei americane pe piețele financiare internaționale în acest interval.

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a stopat trendul descendent din precedentele cinci trimestre, înregistrând mici creșteri în lunile octombrie și noiembrie³¹, în condițiile în care noile scăderi pronunțate de ritm ale componentei în valută au fost mai mult decât contrabalansate de reacelerarea creșterii creditului în lei. Pe acest fond, ponderea componentei în lei în creditul acordat sectorului privat și-a reluat ascensiunea, ajungând la 68,5 la sută în noiembrie, de la 68,1 la sută în septembrie.

Evaluările actualizate în acest context au reconfirmat previziunile precedente privind evoluția pe termen foarte scurt a ratei anuale a inflației, aceasta fiind așteptată să se mărească în prima lună din 2024 și să își reia apoi scăderea graduală, pe o traiectorie mai joasă decât cea evidențiată în prognoza pe termen mediu din noiembrie 2023.

Perspectiva apropiată a inflației era atribuibilă tot factorilor pe partea ofertei în cea mai mare parte, în condițiile în care creșterea din ianuarie 2024 era antrenată de majorarea și introducerea unor taxe și impozite indirecte în scopul continuării consolidării bugetare, iar scăderea ulterioară a ratei inflației, pe o traiectorie relativ mai joasă, avea, pe mai departe, ca resorturi majore efecte de bază dezinflaționiste și corecții descendente, peste așteptări în perioada recentă, ale cotațiilor mărfurilor agroalimentare și țigărilor, alături de dinamica în descreștere a prețurilor importurilor.

Incertitudini și riscuri la adresa acestei perspective a inflației decurgeau totuși din pachetul integral de măsuri fiscal-bugetare implementat recent în vederea susținerii procesului de consolidare bugetară, precum și din măsura de plafonare a adaosului comercial la produse alimentare de bază, ce urma să expire în luna februarie 2024.

În același timp, din partea poziției ciclice a economiei erau de așteptat presiuni inflaționiste mai modeste față de prognoza precedentă, dar în atenuare mai graduală

³¹ Până la 5,4 la sută, de la 4,5 la sută în septembrie.

pe orizontul apropiat de timp, în condițiile în care noile evaluări indicau o creștere economică mai solidă pe ansamblul trimestrelor IV 2023 și I 2024 față de previziunile anterioare, al cărei ritm trimestrial încetinea ușor față de trimestrul III 2023. Perspectiva făcea probabilă o restrângere ceva mai lentă a excedentului de cerere agregată în acest interval decât cea anticipată anterior.

Incertitudini și riscuri la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, continuau să genereze totuși războiul din Ucraina și conflictul din Orientul Mijlociu, precum și evoluțiile economice sub așteptări din Europa, îndeosebi din Germania, dar și absorbția fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”.

Incertitudini și riscuri crescute la adresa previziunilor decurgeau însă din conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, date fiind caracteristicile execuției bugetare din anul 2023 și coordonatele programului bugetar aprobat pentru 2024, precum și implicațiile noii legislații privind pensiile și dinamica salariilor în sectorul public, ce ar putea reclama suplimentarea în perspectivă a pachetului de măsuri fiscal-bugetare corective, inclusiv în contextul procedurii de deficit excesiv și al condiționalităților atașate altor acorduri încheiate cu CE.

În ansamblul său, contextul a justificat menținerea neschimbată a ratei dobânzii de politică monetară, în vederea readucerii durabile a ratei anuale a inflației în linie cu ținta staționară de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

În aceste condiții, în ședința din 12 ianuarie 2024, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 7,00 la sută; totodată, a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare la 8,00 la sută și a ratei dobânzii aferente facilității de depozit la 6,00 la sută. Consiliul de administrație al BNR a hotărât, de asemenea, păstrarea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit (la 8 la sută, respectiv 5 la sută).

2. Piețe financiare și evoluții monetare

În trimestrul IV 2023, randamentul mediu zilnic al tranzacțiilor interbancare³² și-a mărit întrucâtva fluctuațiile, reducându-se marginal pe ansamblul perioadei, iar cotațiile pe termen mai lung ale pieței monetare interbancare au consemnat noi mici scăderi la mijlocul intervalului. Cursul de schimb leu/euro s-a menținut relativ stabil pe palierul mai înalt atins spre finele trimestrului anterior. Dinamica anuală a lichidității din economie s-a reamplificat în intervalul octombrie-noiembrie 2023, iar cea a creditului acordat sectorului privat și-a întrerupt trendul descendent, înregistrând mici creșteri în primele două luni ale trimestrului IV.

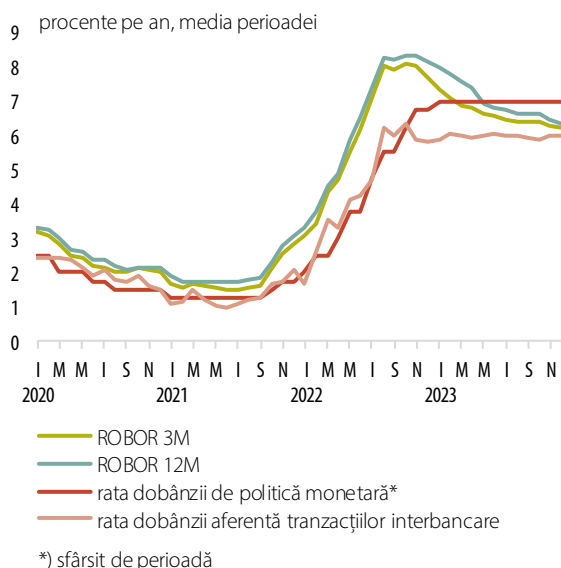
³² Rata medie a dobânzii aferentă tranzacțiilor cu depozite de pe piața monetară interbancară, ponderată cu volumul tranzacțiilor.

2.1. Ratele dobânzilor

Randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare și-a crescut întrucâtva fluctuațiile în trimestrul IV 2023, coborând relativ mai frecvent și mai pronunțat sub limita de jos a coridorului ratelor dobânzilor în prima jumătate a intervalului, media lui trimestrială³³ scăzând astfel cu 0,04 puncte procentuale, până la 5,96 la sută.

Evoluția a reflectat în principal mișcarea ratelor dobânzilor pe termen foarte scurt, în contextul excedentului de lichiditate de pe piața monetară considerabil mărit în acest interval³⁴, drenat pe mai departe de către banca centrală prin intermediul facilității de depozit³⁵.

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



Cotațiile ROBOR 3M-12M au tins să rămână constante pe parcursul trimestrului IV, cu excepția segmentului de mijloc al acestuia, când au consemnat noi mici scăderi³⁶, inclusiv pe fondul evoluției randamentelor ON. În aceste condiții, mediile trimestriale ale cotațiilor au continuat să se reducă, dar mai lent, ajungând la 6,31 la sută în cazul scadenței de 3 luni (-0,11 puncte procentuale), respectiv la 6,38 la sută și 6,48 la sută pe termenele de 6 luni și 12 luni (-0,14 puncte procentuale, respectiv -0,20 puncte procentuale) (Grafic 3.2).

Pe piața titlurilor de stat, determinantă a rămas și în trimestrul IV evoluția randamentelor titlurilor de stat pe termen lung din economiile avansate, care a cunoscut un punct de inflexiune la mijlocul lunii octombrie³⁷, redevenind accentuat descrescătoare, sub impactul revizuirii considerabile a așteptărilor investitorilor privind momentul inițierii de către Fed

a ciclului de scădere a ratei dobânzii³⁸. Pe plan intern, influența acestei evoluții a slăbit totuși temporar, în contextul adoptării noii legi privind sistemul public de pensii, cu posibile implicații asupra procesului de consolidare bugetară.

³³ Ponderată cu volumul tranzacțiilor.

³⁴ Sub impactul operațiunilor Trezoreriei.

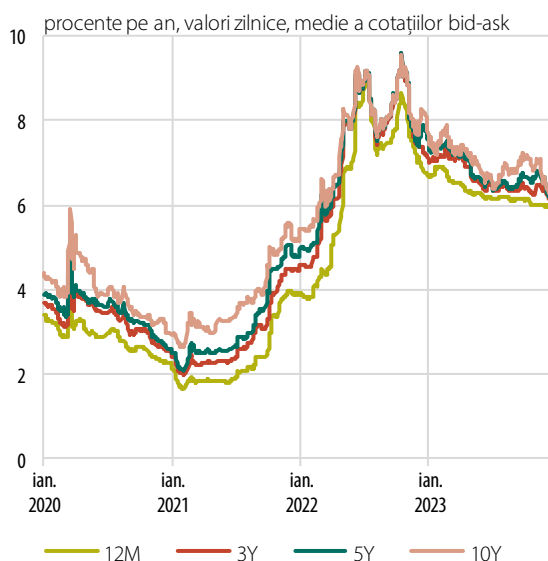
³⁵ Stocul mediu zilnic al acestor plasamente s-a mărit în trimestrul IV 2023 la 40,5 miliarde lei, de la 26,0 miliarde lei în trimestrul precedent.

³⁶ Atingând, din perspectiva valorilor zilnice, minime ale ultimilor 18 luni.

³⁷ Acestea și-au prelungit ascensiunea în luna octombrie, pe fondul așteptărilor investitorilor privind menținerea de către Fed a ratelor dobânzilor reprezentative la niveluri mai ridicate pentru o perioadă mai îndelungată de timp, în contextul evoluției peste așteptări a economiei SUA. În aceste condiții, randamentul titlurilor de stat pe termen lung (10 ani) din SUA a atins în octombrie un vârf al ultimilor 16 ani. Relevante ca influență au fost în prima parte a lunii octombrie și temerile generate de escaladarea tensiunilor geopolitice din Orientul Mijlociu, ce s-au calmat însă relativ rapid.

³⁸ În condițiile coborârii peste așteptări a ratei inflației și ale scăderii ritmului de creștere a economiei, dar și pe fondul semnalelor transmise de Fed în contextul deciziei de politică monetară din 13 decembrie 2023. În aceste condiții, randamentul titlurilor de stat pe 10 ani din SUA și-a corectat integral în intervalul noiembrie-decembrie creșterea acumulată în precedentele patru luni.

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



În aceste condiții, cotațiile de referință pe termen mediu și lung ale pieței secundare³⁹ și-au stopat ascensiunea în prima decadă a lunii octombrie și s-au antrenat apoi într-o mișcare descendentă, care s-a inversat brusc la jumătatea trimestrului, dar s-a reluat și s-a accentuat în luna decembrie (Grafic 3.3). Cotațiile aferente segmentului scurt al scadențelor au tins să rămână relativ stabile pe parcursul intervalului, cunoscând totuși două episoade de mici descreșteri, localizate la finele lunii octombrie și în prima jumătate a lunii decembrie⁴⁰. În raport cu ultima lună a trimestrului III, mediile lunare ale randamentelor s-au redus vizibil în decembrie în cazul titlurilor de stat pe 10 ani (-0,39 puncte procentuale, la 6,46 la sută), însă mai temperat pe scadențele de 6 luni și 12 luni (cu 0,09, respectiv 0,15 puncte procentuale, până la 5,97 la sută, respectiv 5,98 la sută) și doar marginal pe maturitățile de 3 ani și 5 ani (la 6,30 la sută, respectiv, 6,40 la sută). Pe acest fond, curba randamentelor și-a

atenuat înclinația pozitivă, revenind la o configurație apropiată celei de la jumătatea anului 2023.

O evoluție parțial diferită a caracterizat în trimestrul IV randamentele medii acceptate pe piața primară⁴¹. Astfel, acestea s-au redus ușor în luna decembrie comparativ cu nivelurile din septembrie în cazul maturității de 6 luni (la 6,04 la sută) și mai pronunțat pe scadențele mai lungi (la 6,45 la sută în cazul titlurilor pe 7 ani și la 6,37 la sută în cazul celor pe 10 ani), dar au înregistrat mici creșteri pe segmentul 3-5 ani (la 6,57 la sută, respectiv la 6,68 la sută)⁴². Revigorarea în luna decembrie a interesului investitorilor pentru asemenea plasamente, comparativ cu primele două luni ale trimestrului, a fost reflectată și de evoluția raportului dintre volumul solicitat de către dealerii primari și cel anunțat în cadrul licitațiilor, precum și de cea a proporției dintre volumul acceptat și cel anunțat de către MF⁴³. Din perspectiva valorilor trimestriale, cei doi indicatori au scăzut totuși ușor în trimestrul IV față de precedentele trei luni (la 1,95, de la 2,11, respectiv la 1,24, de la 1,46). În acest context, volumul total al titlurilor puse în circulație în ultimele trei luni ale anului 2023

³⁹ Medii ale cotațiilor bid-ask.

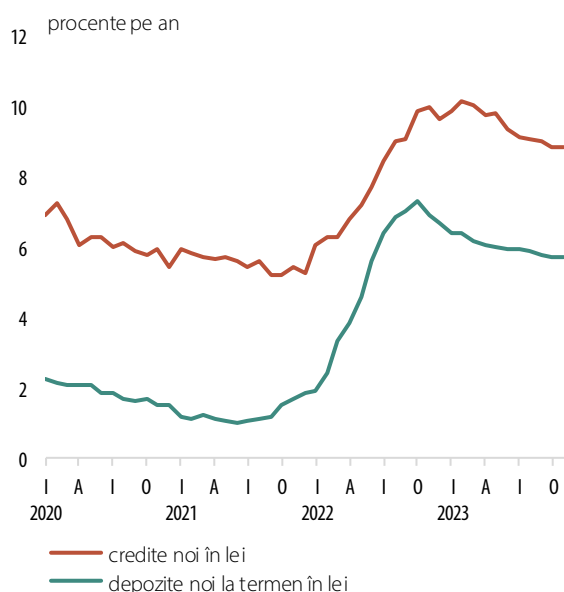
⁴⁰ În acest context, valorile zilnice ale randamentelor titlurilor de stat au atins în decembrie minime ale ultimelor circa 20 de luni, pe întreg spectrul de maturități.

⁴¹ În trimestrul IV, MF a emis lunar titluri de stat prin programul „Tezaur” cu maturități de 1 an și 3 ani la randamente de: (i) 6,25 la sută, respectiv 7,10 la sută, în octombrie, (ii) 6,25 la sută, respectiv 7,25 la sută, în noiembrie, și (iii) 6,15 la sută, respectiv 7,25 la sută, în decembrie. De asemenea, în octombrie și în decembrie au fost puse în circulație titluri de stat pentru populație prin programul „Fidelis”, atât în lei, cu maturități de 1 an și 3 ani, la randamente de 6,25 la sută/7,10 la sută în octombrie, respectiv 6,10 la sută/7,20 la sută în decembrie, în valoare totală de circa 1,5 miliarde lei, cât și în euro, cu maturități de 1 an și 5 ani, la randamente de 3,9 la sută/5,3 la sută în octombrie și 4,0 la sută/5,5 la sută în decembrie, în valoare totală de circa 500 milioane euro. În plus, în noiembrie, MF a emis pe piața internă obligațiuni denumite în euro cu maturități de 12 luni și 2 ani, la randamente de 4,18 la sută, respectiv 4,50 la sută, și în decembrie cu maturități de 14 luni și 3 ani, la randamente de 4,11 la sută, respectiv 4,50 la sută, în valoare cumulată de circa 1 miliard de euro.

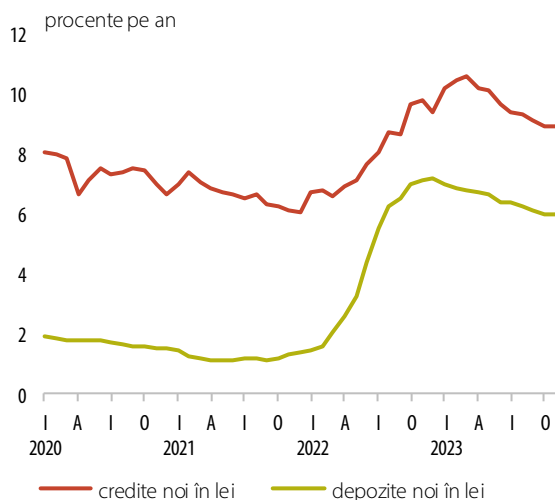
⁴² Licitațiile pentru titlurile cu maturitățile de 7 ani și 10 ani au avut loc în două părți a lunii decembrie, în timp ce celelalte licitații s-au derulat în prima jumătate a lunii.

⁴³ Raportul dintre volumul solicitat și cel anunțat în cadrul licitațiilor a stagnat în lunile octombrie și noiembrie (la circa 1,7), dar a crescut în decembrie la 2,6, iar proporția dintre volumul acceptat și cel anunțat s-a menținut cvasiconstantă în ambele luni (la valori marginal supraunitare) și s-a majorat în decembrie la 1,74.

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Grafic 3.5. Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației*



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

s-a redus vizibil în raport cu trimestrul anterior, la 16,8 miliarde lei, însă valoarea emisiunilor nete s-a mărit la 9,7 miliarde lei, dată fiind scăderea substanțială a volumului titlurilor ajunse la scadență, la 11,1 miliarde lei⁴⁴.

Pe fondul scăderii ușoare a cotațiilor relevante ale pieței monetare interbancare și al menținerii cvasiconstante a IRCC, rata medie a dobânzii la creditele noi ale clienților nebancari și-a temperat scăderea în octombrie-noiembrie comparativ cu trimestrul precedent (-0,20 puncte procentuale, până la un nivel mediu de 8,86 la sută)⁴⁵, iar cea aferentă depozitelor noi la termen și-a prelungit mișcarea lent descendentă (-0,15 puncte procentuale, până la 5,75 la sută) (Grafic 3.4).

Evoluțiile au fost relativ similare din perspectiva principalelor categorii de clienți. Astfel, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației și-a încetinit descreșterea, ajungând la 8,93 la sută (-0,34 puncte procentuale față de trimestrul III 2023), în condițiile în care costul mediu cu dobânda al creditelor noi pentru locuințe și-a cvasistopat trendul descendent (-0,10 puncte procentuale față de trimestrul III, până la o medie de 6,90 la sută)⁴⁶, în timp ce rata medie a dobânzii la creditele noi pentru consum și l-a accentuat ușor (-0,33 puncte procentuale, până la 11,48 la sută) (Grafic 3.5).

În același timp, rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi ale societăților nefinanciare și-a oprit mersul descendent, mărindu-se marginal pe ansamblul perioadei octombrie-noiembrie, la o valoare medie de 8,75 la sută, pe fondul unor mișcări de sens opus consemnate la nivelul principalelor categorii de credite (Grafic 3.6). Astfel, costul mediu cu dobânda al împrumuturilor de valoare mare, peste echivalentul

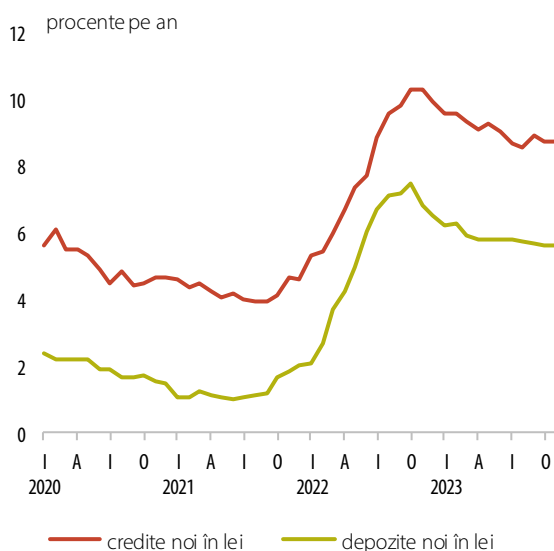
a 1 milion de euro, s-a majorat în premieră pentru ultimele patru trimestre (+0,35 puncte procentuale, la 8,33 la sută), dar cel aferent creditelor de valoare mică, sub respectivul prag, a continuat să coboare într-un ritm similar celui din trimestrul III (-0,20 puncte procentuale, la 8,96 la sută).

⁴⁴ Acestea s-au concentrat în luna octombrie, când au ajuns la scadență titluri de stat în valoare de 10,5 miliarde lei.

⁴⁵ Din perspectiva evoluțiilor lunare, acestea a continuat să se reducă ușor în octombrie, pentru ca apoi să rămână constantă.

⁴⁶ Valorile lunare ale indicatorului au stagnat atât în octombrie, cât și în noiembrie.

Grafic 3.6. Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare



În cazul depozitelor noi la termen, rata medie a dobânzii la depozitele noi la termen s-a redus lent pe mai departe, atât pe segmentul populației (-0,27 puncte procentuale față de trimestrul III, până la 5,99 la sută), cât și pe cel al societăților nefinanciare (-0,10 puncte procentuale, până la o valoare medie de 5,63 la sută).

2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro s-a menținut relativ stabil în trimestrul IV 2023 pe palierul mai înalt atins spre finele trimestrului anterior (Grafic 3.7).

Raportul leu/euro s-a cvasistabilizat în luna octombrie, pe fondul influențelor divergente venite, pe de o parte, din deteriorarea apetitului global pentru risc – sub impactul așteptărilor privind menținerea pe o perioadă mai îndelungată de timp a ratei dobânzii Fed la niveluri ridicate⁴⁷, precum și al conflictului izbucnit în Orientul Mijlociu –, iar, pe de altă parte, din consolidarea expectațiilor privind perspectiva apropiată a ratei dobânzii de politică monetară a BNR în context regional. Ratele de schimb ale principalelor monede din regiune s-au caracterizat prin mișcări divergente în această lună⁴⁸, reflectând acțiunea intensă a unor factori locali.

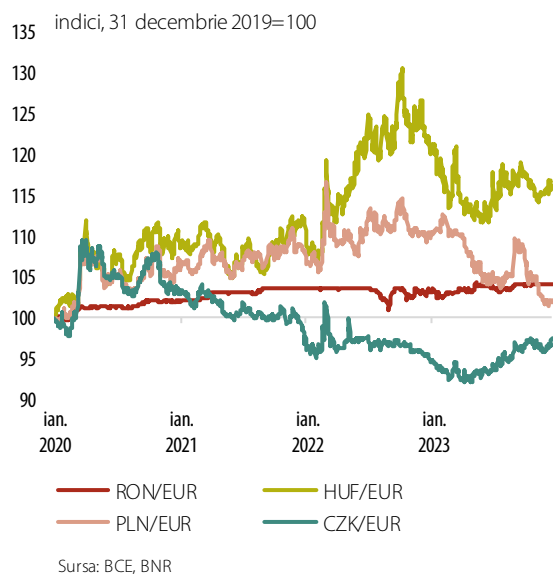
Sentimentul pieței financiare internaționale s-a ameliorat din nou în luna noiembrie, pe fondul scăderii peste așteptări a ratei inflației în state dezvoltate și al revizuirii în consecință a expectațiilor investitorilor privind perspectiva ratelor dobânzilor băncilor centrale majore. Cursul de schimb leu/euro a rămas totuși pe palierul relativ mai înalt, în contextul adoptării noii legi a pensiilor pe plan intern, cu posibile

consecințe asupra ritmului consolidării bugetare, precum și în condițiile întreruperii tendinței de îmbunătățire a soldului schimburilor comerciale cu exteriorul în raport cu perioada similară a anului precedent. Evoluția raportului leu/euro s-a decorelat astfel de cea a cursurilor de schimb față de euro ale principalelor monede din regiune, care și-au reluat ori și-au continuat mersul descendent în luna noiembrie (Grafic 3.8).

⁴⁷ Dată fiind creșterea peste așteptări a economiei americane.

⁴⁸ Astfel, coroana cehă și-a prelungit tendința de slăbire față de euro, în condițiile în care scăderea peste așteptări a ratei anuale a inflației a alimentat așteptările privind inițierea în perioada imediat următoare a reducerii ratei dobânzii de politică monetară de către banca centrală, în timp ce forintul și zlotul au recuperat deprecierea din luna anterioară, în contextul îmbunătățirii perspectivei de accesare a fondurilor UE, susținută în Polonia și de rezultatul alegerilor parlamentare.

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



Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	11 luni 2022			11 luni 2023		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	8 843	22 971	-14 129	14 789	24 354	-9 565
Investiții directe	2 126	10 421	-8 295	948	7 222	-6 274
Investiții de portofoliu	947	5 593	-4 646	54	14 514	-14 460
Derivate financiare	348	x	348	229	x	229
Alte investiții	202	6 957	-6 755	756	2 618	-1 862
– numerar și depozite	-1 767	2 046	-3 812	867	-461	1 328
– împrumuturi	-52	2 053	-2 104	-165	833	-998
– altele	2 021	2 858	-839	54	2 246	-2 192
Active de rezervă ale BNR (net)	5 219	0	5 219	12 801	0	12 801

*) „+” creștere/„-”scădere

Relativa stabilitate a cursului de schimb a leului s-a prelungit până la finele trimestrului IV 2023, în condițiile unui nou semnal dat de Fed privind orientarea viitoare a politicii monetare⁴⁹, de natură să consolideze sentimentul favorabil al pieței financiare internaționale, dar și pe fondul incertitudinilor privind perspectiva consolidării fiscale. Pe piața financiară regională, zlotul a continuat să se întărească față de euro, în timp ce forintul și coroana cehă s-au depreciat ușor, inclusiv în contextul deciziilor de politică monetară adoptate de băncile centrale din aceste state în luna decembrie.

În raport cu dolarul SUA, leul și-a stopat în octombrie tendința de slăbire din lunile precedente și s-a apreciat ulterior în termeni nominali, în condițiile în care moneda americană și-a întrerupt în debutul trimestrului IV trendul de întărire pe piețele financiare internaționale, iar în perioada noiembrie-decembrie s-a depreciat în raport cu euro, pe fondul revizuirii mai pronunțate a așteptărilor investitorilor privind perspectiva conduitei politicii monetare a Fed și al îmbunătățirii apetitului global pentru risc.

Pe ansamblul trimestrului IV, rulajul pieței valutare interbancare s-a amplificat semnificativ față de perioada anterioară, iar deficitul total de devize a crescut pe seama soldului operațiunilor rezidenților (Tabel 3.1).

În ultimul trimestru al anului, leul s-a depreciat în raport cu euro cu 0,1 la sută în termeni nominali^{50,51} și s-a apreciat cu 0,7 la sută în termeni reali; față de dolarul SUA, acesta s-a apreciat cu 2,0 la sută în termeni nominali și cu 2,8 la sută în termeni reali, în condițiile în care moneda americană a slăbit în raport cu euro. Din perspectiva variației medii anuale a cursului de schimb, leul și-a accentuat deprecierea

în raport cu euro și și-a diminuat semnificativ aprecierea față de dolarul SUA.

⁴⁹ În comunicarea asociată deciziei de politică monetară din 13 decembrie, președintele Fed a sugerat că noi majorări ale ratei dobânzii de politică monetară devin tot mai puțin probabile și a indicat că în ședința FOMC s-au discutat potențiale traiectorii de reducere a ratei dobânzii. BCE a semnalat la rândul său încheierea actualului ciclu de creștere a ratei dobânzii, dar și menținerea unei conduite mai restrictive a politicii monetare.

⁵⁰ Pe baza valorilor medii din septembrie, respectiv decembrie, ale cursului de schimb.

⁵¹ În același interval, coroana cehă s-a depreciat cu 0,4 la sută în raport cu euro, în timp ce forintul s-a apreciat cu 1,2 la sută, iar zlotul cu 6,1 la sută.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Dinamica anuală a masei monetare (M3) s-a reamplificat în intervalul octombrie-noiembrie 2023 la 10,6 la sută, de la 8,9 la sută în trimestrul III 2023, în condițiile

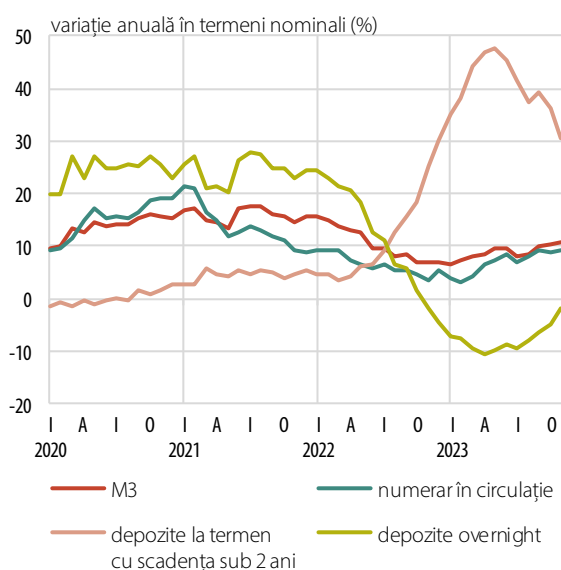
Tabel 3.2. Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale

	variație procentuală în termeni nominali					
	2022		2023			
	IV	I	II	III	oct.	nov.
	ritm mediu al trimestrului					
M3	6,9	7,3	9,3	8,9	10,3	10,9
M1	-0,1	-5,1	-5,6	-4,0	-1,5	1,1
Numerar în circulație	4,6	3,8	7,4	8,1	8,9	9,1
Depozite overnight	-1,6	-8,0	-9,7	-8,0	-5,0	-1,7
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	24,6	39,1	46,6	39,4	36,1	30,5

în care, după saltul consemnat în septembrie, ea a continuat să crească, dar mai lent, în corelație cu caracteristicile execuției bugetare (Tabel 3.2).

Creșterea de dinamică a M3 a fost antrenată de componenta cea mai lichidă a masei monetare (M1), care și-a cvasistopat scăderea față de perioada similară a anului anterior⁵², în condițiile accelerării semnificative a creșterii depozitelor ON în lei, precum și ca urmare a atenuării declinului celor în valută, mai cu seamă pe segmentul societăților nefinanciare (Grafic 3.9).

Grafic 3.9. Principalele componente ale masei monetare



În schimb, depozitele la termen sub 2 ani și-au redus pentru a doilea trimestru consecutiv dinamica anuală deosebit de înaltă, pe fondul unei noi decelerări consistente a creșterii componentei în lei, acompaniată de descreșterea, în premieră pentru ultimul an și jumătate, a variației anuale a plasamentelor în valută (exprimate în euro). Ponderea M1 în M3 a continuat totuși să se diminueze, până la 60,8 la sută în noiembrie (minimul ultimilor 5 ani), de la 61,6 la sută la finele trimestrului III 2023.

Din perspectiva principalelor categorii de deținători, majorarea dinamicii M3 a fost determinată cu precădere de reacelerarea creșterii depozitelor societăților nefinanciare, în corelație cu sporirea încasărilor aferente fondurilor europene⁵³, dar și cu ușoara redinamizare a vânzărilor cu amănuntul și a serviciilor de piață prestate populației. Variația anuală a plasamentelor populației incluse în M3 a continuat,

la rândul ei, să se mărească, în contextul saltului consemnat de dinamica venitului disponibil real – îndeosebi pe seama creșterii salariilor și a veniturilor din asistența socială⁵⁴ –, dar și ca urmare a decelerării creșterii deținerilor de titluri de stat ale acestui sector.

Din perspectiva contrapartidelor M3, creșterea ritmului acesteia a fost în consonanță în principal cu evoluția creditului net acordat administrației publice centrale, precum

⁵² Dinamica anuală a acesteia a revenit la o valoare pozitivă în noiembrie, după 12 luni de menținere în teritoriul negativ.

⁵³ Conform datelor lunare privind cheltuielile bugetare cu proiectele finanțate din fondurile externe nerambursabile (din execuția bugetului general consolidat).

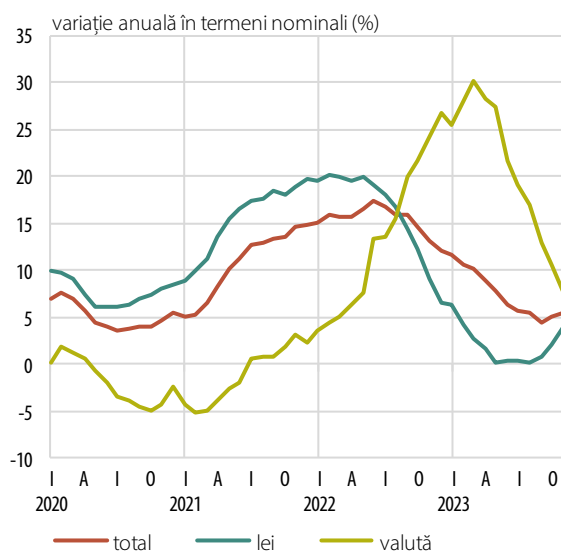
⁵⁴ Pe fondul plății ajutorului financiar acordat unor categorii de pensionari.

și cu cea a activelor externe nete ale sistemului bancar, iar contribuția creditului acordat sectorului privat la creșterea M3 și-a stopat trendul descendent din precedentele cinci trimestre, rămânând constantă.

Creditul acordat sectorului privat

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat și-a întrerupt trendul descendent din precedentele cinci trimestre, înregistrând mici creșteri în lunile octombrie și

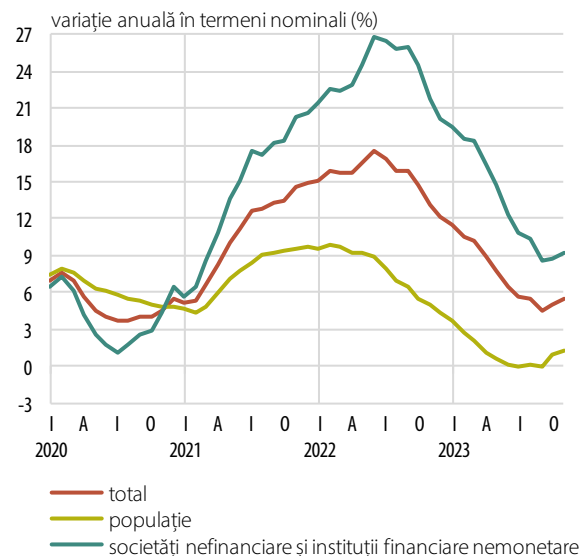
Grafic 3.10. Creditul acordat sectorului privat pe monede



noiembrie 2023. Media ei a rămas totuși constantă pe ansamblul intervalului, la 5,2 la sută, în condițiile în care reaccelerarea creșterii componenteii în lei, după șase trimestre de frânare continuă, a fost contrabalansată ca impact de noua scădere accentuată de dinamică consemnată de componenta în valută (Grafic 3.10). Pe acest fond, ponderea creditului în monedă națională în creditul acordat sectorului privat și-a reluat creșterea, ajungând la 68,5 la sută în noiembrie, de la 68,1 la sută în septembrie.

Evoluțiile au fost relativ similare din perspectiva principalelor sectoare instituționale (Grafic 3.11). Astfel, dinamica anuală a creditului acordat populației a revenit în teritoriul pozitiv, ca urmare a reaccelerării creșterii componenteii în lei – după șase trimestre de temperare continuă –, cu aportul consistent al creditului pentru consum și alte scopuri, dar și cu o contribuție notabilă și din partea celui pentru locuințe, în condițiile în care fluxurile ambelor categorii de împrumuturi și-au mărit considerabil dinamica anuală⁵⁵. În schimb, creditul în valută (exprimat în euro) al acestui sector și-a accentuat declinul în termeni anuali, aproape exclusiv pe seama evoluțiilor de pe segmentul împrumuturilor pentru locuințe.

Grafic 3.11. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



La rândul său, dinamica anuală a creditului acordat societăților nefinanciare și-a stopat scăderea și s-a reînscris în octombrie pe o traiectorie ușor ascendentă. Pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului IV, aceasta a cvasistagnat însă, în condițiile influențelor divergente venite, pe de o parte, din reintrarea în teritoriul pozitiv a variației creditului în lei – în principal pe seama împrumuturilor pe termen mediu și lung și în pofida unui aport relativ modest al programelor de sprijin guvernamental – și, pe de altă parte, din continuarea descreșterii alerte a ritmului creditului în valută.

⁵⁵ Evaluare pe baza volumului ajustat cu operațiunile de renegociere.

4. Perspectivele inflației

Rata anuală a inflației IPC este anticipată să își continue tendința generală descendentă pe cvasitotalitatea intervalului proiecției. Raportat la scăderile ample consemnate în 2023, progresul dezinflaționist își va atenua semnificativ din ritm în 2024 și 2025, astfel încât rata anuală a inflației *headline* va atinge limita superioară a intervalului țintei centrale (3,5 la sută) abia la orizontul prognozei, respectiv trimestrul IV 2025. Dezinflația IPC va fi antrenată în principal de componenta inflației de bază, prognozată în reducere continuă pe intervalul proiecției, dar cu o încetinire de ritm îndeosebi în 2025. După ce au beneficiat de efecte de bază extrem de favorabile pe parcursul anului trecut, componentele exogene ale coșului IPC își vor inversa temporar contribuția la dezinflație în trimestrul I 2024, iar ulterior, din trimestrul II, și-o vor relua, însă într-un ritm mult atenuat comparativ cu evoluțiile recente. În aceste condiții, rata anuală a inflației IPC este proiectată la valoarea de 4,7 la sută la sfârșitul anului curent și la 3,5 la sută în decembrie 2025. Comparativ cu *Raportul* din noiembrie 2023, traiectoria actualizată este mai redusă până la finele anului curent (mai semnificativ până în trimestrul III 2024, doar -0,1 puncte procentuale în decembrie), pe seama evoluțiilor mai favorabile din trimestrul IV 2023, care persistă timp de patru trimestre la nivelul ratei anuale a indicatorului. Începând din trimestrul I 2025, însă, în principal pe fondul revizuirii ascendente a deviației PIB, dinamica anuală a IPC este proiectată la valori ușor mai ridicate (+0,3 puncte procentuale în trimestrul III 2025, orizontul prognozei precedente).

În actuala conjunctură, grevată de amplificarea recentă a tensiunilor geopolitice, balanța riscurilor la adresa evoluției anticipate a ratei anuale a inflației induse de factori pe latura ofertei rămâne înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria redată în scenariul de bază. În schimb, în cazul materializării, trenarea activității economice globale este de așteptat să exercite o tracțiune predominant dezinflaționistă.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Comparativ cu *Raportul* anterior, pe ansamblu, perspectivele privind activitatea economică a partenerilor externi s-au deteriorat. Prognoza pe termen scurt indică o serie de creșteri trimestriale doar ușor pozitive ale cererii externe (PIB UE efectiv) în trimestrele IV 2023 și I 2024, pe fondul unor factori precum condițiile financiare constrângătoare, subperformanța exporturilor (în contextul unei pierderi de competitivitate, pe fondul aprecierii euro în raport cu dolarul SUA), respectiv încrederea scăzută. Ulterior, se prevede o tendință de dinamizare a activității economice,

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2024	2025
Creșterea economică în UE efectiv (%)	0,9	1,5
Inflația anuală din zona euro (%)	2,6	2,2
Inflația anuală din zona euro, exclusiv produse energetice (%)	2,7	2,4
Inflația anuală IPC SUA (%)	2,9	2,3
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	3,3	2,4
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,09	1,13
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	77,4	72,9

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

în condițiile îmbunătățirii treptate a venitului real al gospodăriilor și, respectiv, a avansului cererii externe. Dinamica medie anuală a PIB UE efectiv a fost revizuită ușor în jos pentru anul 2024, atât ca urmare a efectelor persistente generate de dinamica trimestrială mai modestă din a doua parte a anului 2023, cât și pe fondul unor rate de creștere proiectate la valori mai reduse pe parcursul anului 2024; revizuirii în același sens ale creșterii economice au fost operate și pentru anul 2025 (Tabel 4.1).

Deviația cererii externe efective a fost reevaluată ușor în sus, inclusiv pentru trimestrele recente, pe fondul revizuirilor favorabile ale seriilor de date (în particular

din prima jumătate a anului 2023). În pofida ajustărilor în sus ale indicatorului pe termen scurt, performanța anticipată ușor mai atenuată a PIB UE efectiv din anul 2024 face ca, la finele acestui an, deviația PIB extern să converge la valorile estimate în *Raportul* anterior. Deviația cererii externe efective este evaluată a se menține în teritoriul negativ până la orizontul prognozei, exercitând un impact restrictiv, în atenuare începând cu jumătatea anului 2024, asupra deviației PIB interne.

Rata medie anuală a inflației din zona euro a fost revizuită în jos pentru anul 2024 (-0,6 puncte procentuale față de *Raportul* anterior), pe seama datelor istorice recente aferente în special componentei energetice, dar și a unor cotații *futures* mai reduse asociate bunurilor energetice. Astfel, pentru anul curent, indicatorul este anticipat a se plasa la 2,6 la sută, iar pentru anul următor, la 2,15 la sută, valoare foarte apropiată de cea din *Raportul* anterior. Dinamica cvasistagnantă de la începutul anului 2024 este determinată de atenuarea stimulilor fiscali și de efectele de bază resimțite la nivelul componentei energetice. Ulterior, reducerea ratei inflației reflectă atenuarea presiunilor provenite din partea costurilor, precum și efectul politicii monetare în continuare restrictive a BCE. Rata anuală a inflației este prognozată a atinge reperul BCE de 2 la sută abia în trimestrul III 2025, similar evaluării anterioare.

Față de *Raportul* precedent, prognoza ratei inflației IAPC exclusiv energia⁵⁶ din zona euro a fost revizuită marginal în jos, la 2,7 la sută pentru anul 2024 (-0,1 puncte procentuale), iar pentru anul 2025, a fost ușor revizuită în sus la 2,4 la sută (+0,2 puncte procentuale). În profilul trimestrial, aceasta urmează o traiectorie descendentă, însă cu o pantă ceva mai pronunțată pe termen scurt comparativ cu cea a inflației *headline*, inclusiv pe fondul epuizării treptate, recente, a efectelor de bază favorabile aferente creșterilor anterioare ale prețurilor la energie. Un rol important în dinamica indicatorului este cel al creșterilor salariale, pe fondul unei piețe a muncii încă tensionate. Presiunile salariale sunt însă așteptate a se atenua pe parcursul următorilor doi ani. Pe termen mediu, marjele de profit, care au crescut semnificativ în 2022, sunt așteptate să acționeze ca amortizor al transmisiei costurilor cu forța de muncă în prețurile finale ale bunurilor și serviciilor. La orizontul de prognoză, rata inflației IAPC exclusiv energia

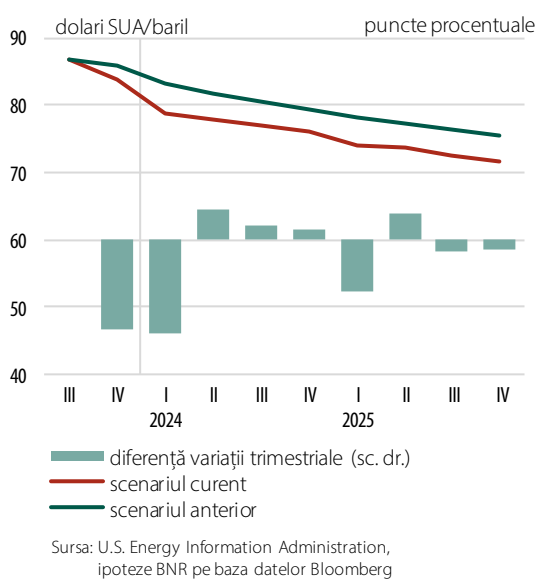
⁵⁶ O măsură a inflației de bază.

se plasează la un nivel ușor mai ridicat față de cel al inflației *headline* (2,3 la sută, față de 2 la sută).

După un nou avans în teritoriul pozitiv în trimestrul IV 2023, rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este anticipată a scădea treptat pe parcursul intervalului de proiecție. La rândul său, rata reală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este evaluată a se menține în teritoriul pozitiv, însă cu o tendință de scădere pe parcursul intervalului de prognoză. Astfel, aceasta va exercita un impact restrictiv asupra economiei zonei euro, dar cu o intensitate mai pronunțată pe termen scurt, în principal pe seama evoluției mai favorabile decât anticipate a ratei inflației și, implicit, a revizuirilor în jos ale așteptărilor privind inflația.

Traectoria cursului de schimb al euro față de dolarul SUA rămâne marcată de incertitudini ample. Pentru primul semestru al anului curent, se estimează o ușoară apreciere a euro în raport cu dolarul SUA, trend ce este așteptat a continua și în perspectivă, pe fondul așteptărilor privind politica monetară a BCE și, respectiv, cea a Fed.

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



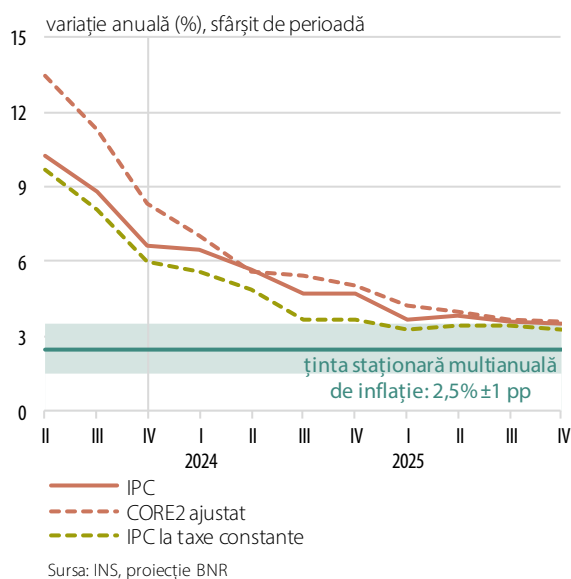
Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent a fost fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede o traiectorie moderat descendentă, în contextul perspectivelor de încetinire a activității economice globale. Astfel, la orizontul proiecției, prețul petrolului Brent este prevăzut a se plasa în jurul valorii de 72 USD/baril (Grafic 4.1). Pe latura cererii, pe termen scurt și mediu acționează îngrijorările cu privire la deteriorarea condițiilor economice globale, limitând astfel așteptările privind creșterea cererii de petrol. Pe latura ofertei, printre determinanți se evidențiază, pe de o parte, creșterea stocurilor globale de țiței, iar pe de altă parte, temerile privind escaladarea conflictului din Orientul Mijlociu, alimentând îngrijorările cu privire la eventuale întreruperi ale aprovizionării cu petrol din regiune. Totodată, cel puțin pe termen scurt, evoluția prețului materiei prime ar putea fi influențată și de contextul meteorologic volatil, caracterizat recent de temperaturi

scăzute la nivelul continentului european. Proiecția evoluției viitoare a prețului petrolului rămâne astfel grevată de incertitudini ample, aspect coroborat și de evoluția istorică a variabilei, caracterizată de un grad ridicat de volatilitate.

1.2. Perspectivele inflației

După reducerea semnificativă înregistrată pe parcursul trimestrului IV 2023, de 2,2 puncte procentuale, se estimează că rata anuală a inflației IPC a crescut temporar în prima lună a anului curent, în principal pe seama unor majorări ale

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat



impozitelor indirecte (TVA și accize⁵⁷), a modificărilor regimului fiscal aplicat companiilor⁵⁸ și a efectelor de bază nefavorabile asociate în special ieftinirii energiei electrice în ianuarie 2023 (odată cu extinderea schemei de plafonare a acestor prețuri). Ulterior, pe cvasitotalitatea intervalului proiecției, rata anuală a inflației IPC se va menține pe o traiectorie generală de scădere. Totuși, ritmul dezinflației este proiectat să încetinească semnificativ în a doua parte a anului 2025 (Grafic 4.2). Revenirea în intervalul țintei, însă la limita superioară a acestuia, este anticipată abia la orizontul proiecției, respectiv trimestrul IV 2025. Astfel, valorile proiectate pentru finele anului curent și al celui viitor sunt de 4,7 la sută și, respectiv, 3,5 la sută. Impactul total al modificărilor impozitelor indirecte este evaluat la 0,9 puncte procentuale în decembrie 2024 și la 0,2 puncte procentuale la finele anului viitor, rata anuală a inflației la taxe constante revenind în interiorul intervalului țintei încă din

trimestrul I 2025, când este proiectată la 3,3 la sută (Grafic 4.2).

Similar rundei precedente de prognoză, dezinflația IPC va fi antrenată în principal de evoluția inflației de bază, anticipată să coboare pe tot intervalul proiecției, însă cu o încetinire de ritm în 2025 (Grafic 4.2), menținându-se peste banda de variație a țintei centrale și peste indicatorul *headline*. După ce au beneficiat de efecte de bază extrem de favorabile pe parcursul anului trecut, componentele exogene⁵⁹ ale coșului își vor inversa temporar contribuția la dezinflația IPC în trimestrul I 2024, iar ulterior, din trimestrul II, și-o vor relua, însă într-un ritm mult atenuat comparativ cu evoluțiile recente. Dinamica anuală de ansamblu a componentelor exogene este prognozată să revină în intervalul țintei în 2025 (cu excepția trimestrului II).

Față de scenariul de bază anterior, dinamica anuală a IPC comunicată de INS a fost semnificativ mai redusă în luna decembrie 2023⁶⁰ (-0,9 puncte procentuale), date fiind evoluțiile mai favorabile înregistrate de prețurile alimentelor procesate și de cele ale combustibililor. Aceasta a determinat inclusiv revizuirea traiectoriei proiectate a ratei anuale a IPC de pe parcursul anului curent. Începând din T1 2025, în principal pe fondul proiectării inflației de bază la valori ușor mai ridicate, noua traiectorie a inflației IPC se plasează peste cea din precedentul *Raport*. Astfel, la finele anului 2024

⁵⁷ Au fost majorate accizele la tutun, combustibili (expirarea facilității temporare privind stabilirea cuantumului accizei pe parcursul anului 2023 la nivelul minim european), respectiv introdusă acciza la băuturi nealcoolice care conțin zahăr – impact cumulativ asupra IPC de 0,5 puncte procentuale în ianuarie (și 0,2 puncte procentuale în februarie – pe fondul ipotezei unei transmisii etapizate în cazul produselor din tutun). De asemenea, a crescut cota TVA de la 9 la sută la 19 la sută pentru anumite alimente care conțin zahăr și de la 5 la sută la 19 la sută pentru o serie de activități recreative și sportive – impact cumulativ de 0,2 puncte procentuale asupra ratei anuale a inflației IPC în luna ianuarie.

⁵⁸ Impactul evaluat asupra ratei inflației IPC este de aproximativ 0,1 puncte procentuale.

⁵⁹ Sunt considerate exogene sfere de influență a politicii monetare componentele prețurilor administrate (inclusiv cele ale energiei electrice și ale gazelor naturale), cele volatile ale alimentelor (LFO), ale combustibililor, produselor din tutun și băuturilor alcoolice.

⁶⁰ Caseta 2 include o evaluare a acurateții prognozelor realizate de BNR pentru rata anuală a inflației IPC la finele anului anterior.

revizuirea este de -0,1 puncte procentuale, iar în trimestrul III 2025 (orizontul prognozei precedente), de +0,3 puncte procentuale.

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

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2024				2025			
	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	6,5	5,7	4,7	4,7	3,7	3,8	3,6	3,5
Proiecție IPC*	5,6	4,9	3,7	3,7	3,3	3,4	3,4	3,3
Proiecție CORE2 ajustat	7,0	5,6	5,4	5,0	4,2	4,0	3,7	3,6

*) calculat la taxe constante

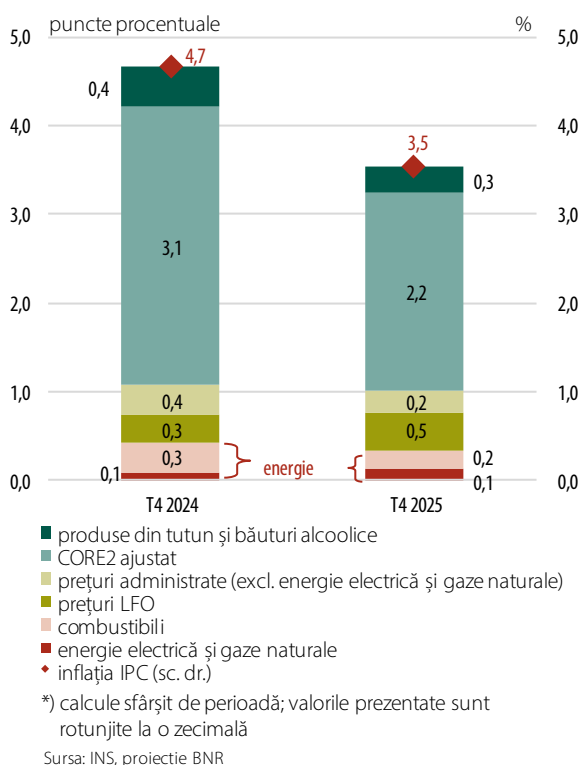
La rândul său, rata anuală a inflației de bază și-a accelerat scăderea în trimestrul IV 2023, de la 11,3 la sută în septembrie la 8,4 la sută în decembrie. Ulterior, se anticipează menținerea unei traiectorii continuu descendente până la orizontul proiecției. Corecția va fi însă mai graduală și va încetini semnificativ anul viitor, indicatorul urmând să se reducă cu 3,4 puncte procentuale în 2024, până la 5 la sută în decembrie, respectiv cu doar 1,4 puncte procentuale în 2025, până la 3,6 la sută în decembrie 2025, marginal deasupra intervalului țintei centrale (Grafic 4.2, Tabel 4.2).

Pe intervalul de proiecție se anticipează continuarea propagării influențelor favorabile manifestate de-a lungul lanțurilor de valoare adăugată din sectorul alimentar (vizibile în evoluția prețurilor de producție din industria alimentară). De asemenea, va continua disiparea graduală a impactului persistent asociat majorării costurilor de producție ale companiilor, altele decât cele salariale. În cazul acestora din urmă, procesul este anticipat să fie mai lent, date fiind accelerarea recentă de ritm a salariilor (indusă inclusiv de noi majorări ale salariului minim), acomodarea costurilor salariale în creștere implicând și un proces gradual de corecție a marjelor de profit ale companiilor. O astfel de evoluție este favorizată de previzionarea reducerii deviației PIB (mai vizibilă în 2024), astfel încât transmisia costurilor în prețurile finale va fi facilitată în tot mai mică măsură de condițiile de cerere. Totodată, pornind de la niveluri ridicate, așteptările inflaționiste ale analiștilor bancari se plasează pe o traiectorie descendentă, dar cu valori superioare intervalului țintei inclusiv la orizonturile temporale mai îndepărtate, asociate însă, în principal, conduitei curente și a celei viitoare a politicii fiscale. Dinamica anuală a prețurilor bunurilor din import se va reduce în prima parte a acestui an, stabilizându-se ulterior, în corelație cu evoluția anticipată a inflației IAPC exclusiv energie din zona euro. La începutul acestui an, reducerea inflației de bază va fi ușor atenuată de majorarea impozitelor indirecte și de modificarea regimului fiscal al companiilor⁶¹.

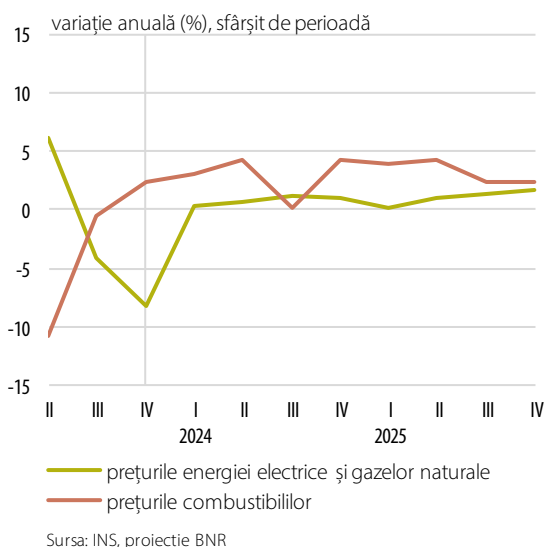
Comparativ cu runda anterioară de prognoză, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a înregistrat o valoare mai redusă la finele anului trecut și a fost revizuită descendent în 2024, dar în sus în 2025. Revizuirea semnificativă (circa 1 punct procentual) proiectată până în trimestrul III a.c. este determinată de evoluțiile recente mult mai favorabile decât se anticipau ale prețurilor bunurilor alimentare, dată fiind transmisia influențelor dezinflaționiste pe lanțul de producție, în paralel implementării și, ulterior, extinderii de către autorități atât a perioadei de aplicare a măsurilor de limitare a adaosului comercial la o serie de alimente de bază, cât și a categoriilor de alimente ce fac obiectul acestei scheme. Această influență se va disipa, fiind contrabalansată în 2025

⁶¹ Impact estimat este de aproximativ 0,3 puncte procentuale în cazul impozitelor indirecte, respectiv 0,2 puncte procentuale pentru modificarea regimului fiscal.

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



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



de proiectarea deviației PIB la valori pozitive (versus negative în runda precedentă), în reducere doar marginală. În același sens, dar în mai mică măsură, va acționa și revizuirea ascendentă a anticipațiilor inflaționiste și a inflației bunurilor din import. În aceste condiții, noua prognoză pentru decembrie 2024 este cu 0,2 puncte procentuale mai mică, iar la orizontul proiecției precedente, trimestrul III 2025, revizuirea este de +0,4 puncte procentuale.

Nivelul prognozat al contribuției cumulate a componentelor exogene ale coșului la rata anuală a inflației IPC este previzionat la 1,5 puncte procentuale (explică 33 la sută din rata anuală a inflației⁶²) la finele anului curent și la 1,3 puncte procentuale (explică 37 la sută din rata anuală a inflației) la orizontul proiecției, respectiv decembrie 2025 (Grafic 4.3). Valorile de la finele anului curent și cea din trimestrul III 2025 (orizontul proiecției anterioare) nu au înregistrat revizuirii față de cele din *Raportul* precedent.

Trecerea în teritoriul pozitiv a dinamicii anuale a prețurilor combustibililor la finalul anului trecut este succedată, pe cea mai mare parte a celui curent, dar și în prima jumătate a celui viitor, de anticiparea unor rate de creștere superioare țintei centrale (Grafic 4.4, Tabel 4.3). Această evoluție este cauzată, în principal, de majorarea anunțată a accizei⁶³ în două tranșe din acest an, în ianuarie și iulie. Pentru restul intervalului este așteptată reducerea dinamicii anuale la valori plasate în interiorul coridorului țintei centrale, atât ca urmare a epuizării impactului celei de-a doua tranșe a majorării accizei, cât și a evoluțiilor favorabile ale cotațiilor *futures* ale petrolului. Traectoria a fost revizuită semnificativ descendent în acest an, ca urmare a modificării regimului de aplicare a accizei cu impact în primul semestru (în proiecția precedentă a fost presupusă majorarea acesteia într-o singură tranșă, în luna ianuarie 2024), precum și a corecției recente, anticipate a continua și în perspectivă, a prețului internațional al petrolului. Revizuirea

⁶² Această valoare nu a înregistrat modificări semnificative față de proiecția anterioară. Față de media perioadei 2021-2022 care a fost caracterizată de o volatilitate ridicată pe piețele de energie globale, indusă atât de șocul pandemic, cât și de efectele nefavorabile asociate invaziei Rusiei în Ucraina, ponderea componentelor de inflație exogene sferei de influență a politicii monetare se situează la un nivel de două ori mai mic, iar această tendință este de așteptat a se păstra pe întreg orizontul de proiecție.

⁶³ Majorare cu 34 la sută, ca urmare a expirării facilității temporar introduse prin OG nr. 16/2022 care a stabilit acciza la combustibili pentru 2023 la valoarea minim permisă la nivel european. Impactul majorării accizei este de 4,5 puncte procentuale asupra ratei inflației combustibililor, respectiv de 0,4 puncte procentuale asupra ratei inflației IPC.

Tabel 4.3. Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă		
	dec. 2023	dec. 2024	dec. 2025
Prețuri bunuri energetice	-3,2	2,7	2,0
Prețuri combustibili	2,4	4,2	2,4
Prețuri energie electrică și gaze naturale	-8,1	1,1	1,7
Prețuri LFO	6,7	5,1	7,5
Prețuri administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)	14,3	4,8	3,2
Prețuri produse din tutun și băuturi alcoolice	8,3	5,6	3,5

Sursa: INS, proiecție BNR

afărentă trimestrului III 2025 (orizontul proiecției anterioare) este de asemenea descendentă, însă marginală.

Dinamica anuală a prețurilor energiei electrice este prognozată în teritoriul pozitiv pe parcursul ambilor ani de proiecție, plasându-se la valori inferioare țintei centrale de inflație (Grafic 4.4, Tabel 4.3). Evoluția acestora beneficiază până la finalul lunii martie 2025 de efectul schemei de plafonare a prețurilor pentru consumatorii casnici, iar ulterior de ipoteza absenței unor noi șocuri care să inducă modificări semnificative ale prețurilor produselor energetice. Față de *Raportul* din noiembrie, traiectoria a fost reevaluată în sus pe cvasitotalitatea intervalului de proiecție. Începând din acest an și până la finalul lunii martie 2025, sursa

revizuirilor este actualizarea ipotezelor tehnice privind ponderile consumatorilor în cele trei tranșe de consum definite în cadrul schemei de plafonare. Pentru finele anului viitor reevaluarea este una marginală. În cazul tarifului la gazele naturale, sub efectul ordonanței de plafonare a prețurilor, au fost menținute ipotezele care prevăd o traiectorie relativ constantă până la expirarea acestei măsuri, în luna martie 2025. Ulterior, în lipsa unor informații relevante, scenariul de bază include variații lunare minore, atât pentru energia electrică, cât și pentru gazele naturale, sub ipoteza unei relative stabilizări, la acel orizont, a piețelor de energie.

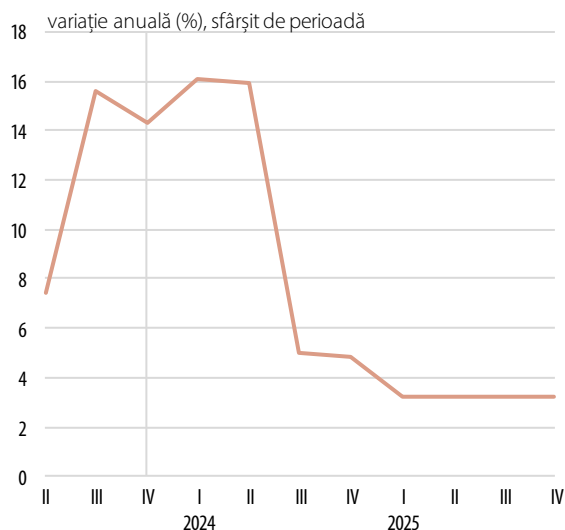
Scenariul exogen privind evoluția prețurilor administrate, altele decât energia electrică și gazele naturale⁶⁴, prevede o temperare semnificativă, de la rate de creștere anuale de două cifre în prima jumătate a anului curent la valori de o cifră pe restul intervalului de proiecție (Grafic 4.5, Tabel 4.3). Traiectoria dezinflaționistă se datorează, în principal, ieșirii din baza de calcul a scumpirii semnificative din luna august 2023 a medicamentelor eliberate pe bază de rețetă. Față de *Raportul* precedent, dinamica anuală din 2024 a fost ajustată ascendent, în principal ca urmare a majorării recente a tarifelor pe segmentul apă, canal, salubritate, iar pentru anul viitor traiectoria este apropiată de cea din ultima prognoză, având la bază tiparul istoric al ajustărilor operate în cazul principalelor categorii de produse din cadrul grupei.

Dinamica anuală a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) este anticipată a se înscrie pe o traiectorie descrescătoare până în trimestrul II 2024 (Grafic 4.6, Tabel 4.3). Această evoluție este cauzată, preponderent, de creșterile recente mai modeste ale prețurilor legumelor, atât pe fondul înregistrării unei recolte mai bogate pe plan local și în cazul principalilor parteneri comerciali, cât și al efectelor favorabile asociate OUG nr. 67/2023 privind plafonarea adaosului comercial. Pentru restul intervalului de proiecție este proiectată o dinamizare treptată a dinamicii anuale a grupei,

⁶⁴ Principalele categorii de produse incluse sunt energia termică, serviciile de apă, canal, salubritate și medicamentele.

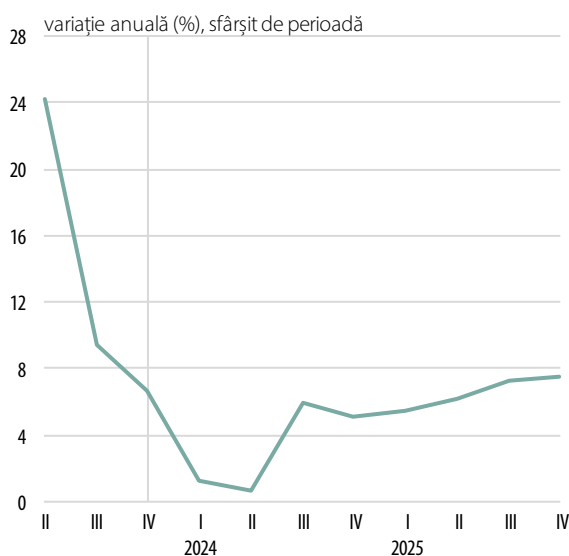
reflectând ipoteza înregistrării unor producții agricole normale⁶⁵. De semnalat, totuși, că proiecția acestei componente este condiționată aproape în totalitate de evoluția condițiilor climaterice, care în ultima perioadă au devenit extrem de imprevedibile. Comparativ cu prognoza anterioară, valorile pentru decembrie 2024 și orizontul proiecției precedente sunt revizuite doar marginal în sus.

Grafic 4.5. Inflația anuală a prețurilor administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)



Sursa: INS, proiecție BNR

Grafic 4.6. Inflația anuală a prețurilor LFO



Sursa: INS, proiecție BNR

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. Dinamica anuală a grupei este anticipată a decelera până în trimestrul I 2025, stabilizându-se apoi pe restul orizontului de proiecție în intervalul țintei (Tabel 4.3). Proiecția a fost revizuită marginal în sus la finele anului 2024, iar pentru septembrie 2025 nu au fost operate ajustări.

Caseta 2. Evaluarea acurateții prognozelor macroeconomice pentru rata anuală a inflației IPC în decembrie 2023⁶⁶

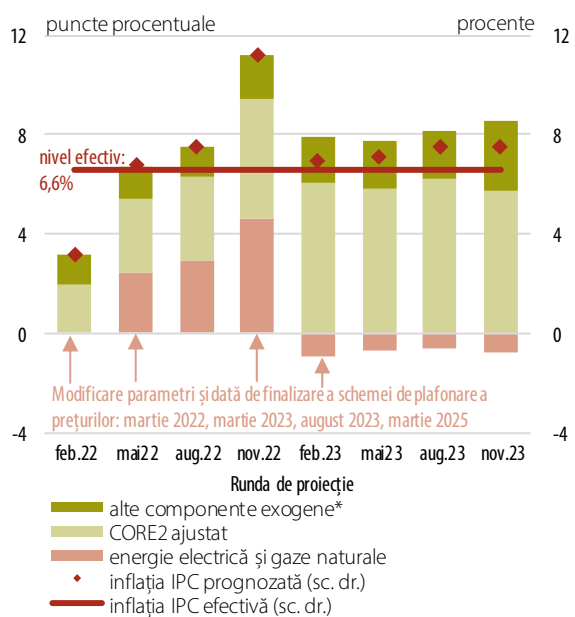
Caseta de față face parte din exercițiul anual al evaluării acurateții prognozelor realizate de BNR pentru rata anuală a inflației IPC de la finele anului anterior (în acest caz, decembrie 2023). Aceasta a făcut obiectul a 8 runde de prognoză corespunzătoare *Rapoartelor asupra inflației* publicate în intervalul februarie 2022 – noiembrie 2023, valorile proiectate plasându-se, cu excepția runde din februarie 2022, peste nivelul efectiv înregistrat (6,6 la sută), marcând în principal supraestimări.

⁶⁵ Raportat la mediile multianuale calculate ale variabilei.

⁶⁶ Erorile de prognoză sunt definite ca diferență între valoarea previzionată și cea efectiv înregistrată, o valoare pozitivă reprezentând o supraestimare, iar una negativă o subestimare.

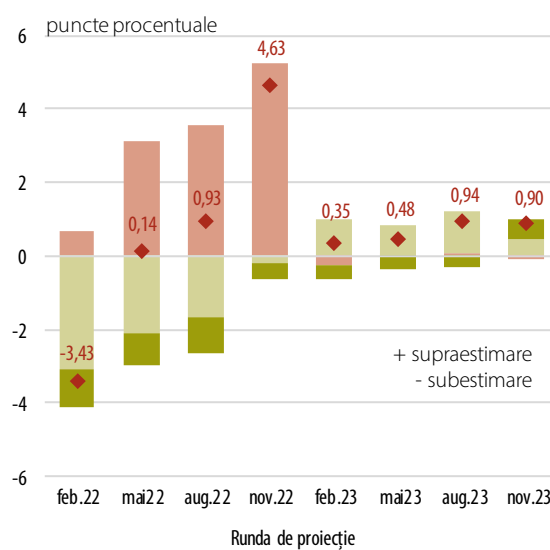
Prima parte a anului 2022 a fost marcată de unda de șoc transmisă de declanșarea războiului ruso-ucrainean pe piețele de materii prime, în special cele energetice și agroalimentare, al cărui efect s-a suprapus celui asociat crizei energetice declanșate la jumătatea anului 2021⁶⁷. Creșterea costurilor de producție s-a reflectat în majorări substanțiale ale ratelor inflației la nivel global⁶⁸ și, implicit, și ale prognozelor de inflație realizate ulterior izbucnirii conflictului militar (în cazul BNR, începând cu runda de proiecție din mai 2022). În vederea limitării efectelor negative ale evoluțiilor de pe piața de energie asupra consumatorilor casnici, autoritățile române au introdus la 1 noiembrie 2021 scheme de sprijin vizând compensări și plafonări ale prețurilor finale la energie electrică și gaze naturale, modificate în mod repetat ulterior. Pe lângă revizuirea, în general în sens favorabil, a condițiilor pentru beneficiari, schimbările au vizat inclusiv extinderea perioadei de aplicabilitate (luna de finalizare a schemei a fost modificată succesiv de la martie 2022 la martie 2023, august 2023 și martie 2025 în varianta curentă). Aceste prevederi au fost încorporate în prognozele BNR în momentul legiferării, respectând practica standard de includere doar a informațiilor certe în scenariul de bază (Grafic A).

Grafic A. Prognoze ale ratei anuale a inflației IPC în decembrie 2023 – descompunere pe componente ale coșului IPC



Sursa: INS, prognoze BNR

Grafic B. Erori de prognoză pentru rata anuală a inflației IPC în decembrie 2023 – descompunere pe componente ale coșului IPC

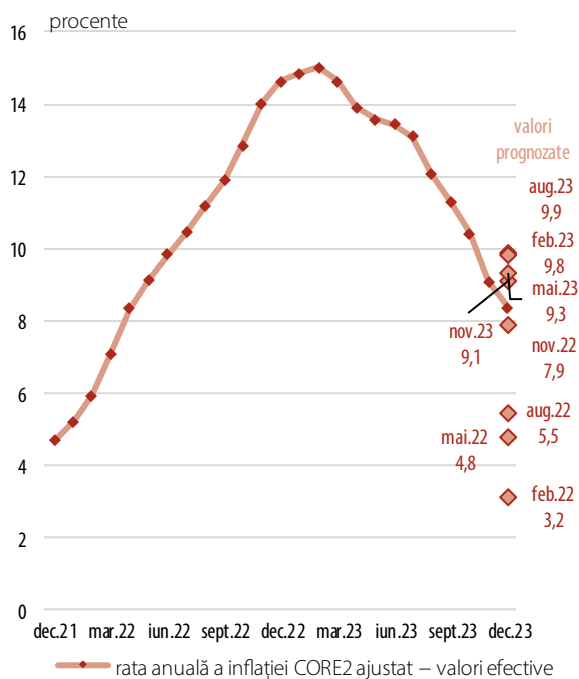


Sursa: INS, prognoze și calcule BNR

⁶⁷ Criză energetică a debutat pe fondul sincopelor înregistrate în funcționarea lanțurilor de aprovizionare în contextul pandemiei.

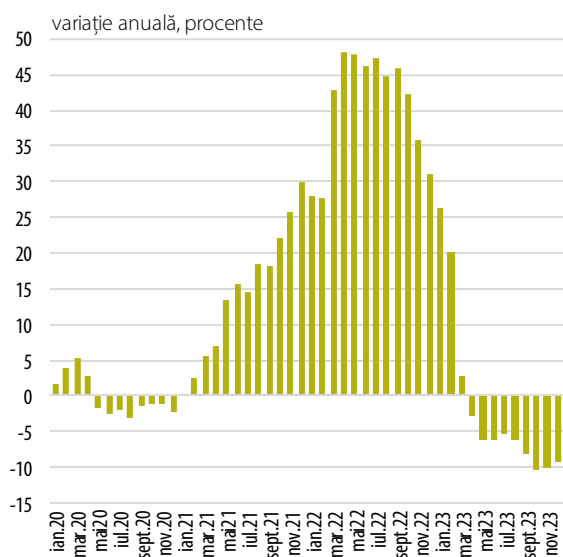
⁶⁸ Pe plan intern, rata anuală a inflației IPC a înregistrat mai mult de o dublare între decembrie 2021 și noiembrie 2022, când a debutat ciclul dezinflaționist (de la 8,2 la sută la 16,8 la sută).

Grafic C. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat – evoluții istorice și valori prognozate pentru orizontul decembrie 2023



Sursa: INS, prognoze BNR

Grafic D. Indicele prețurilor producției agricole



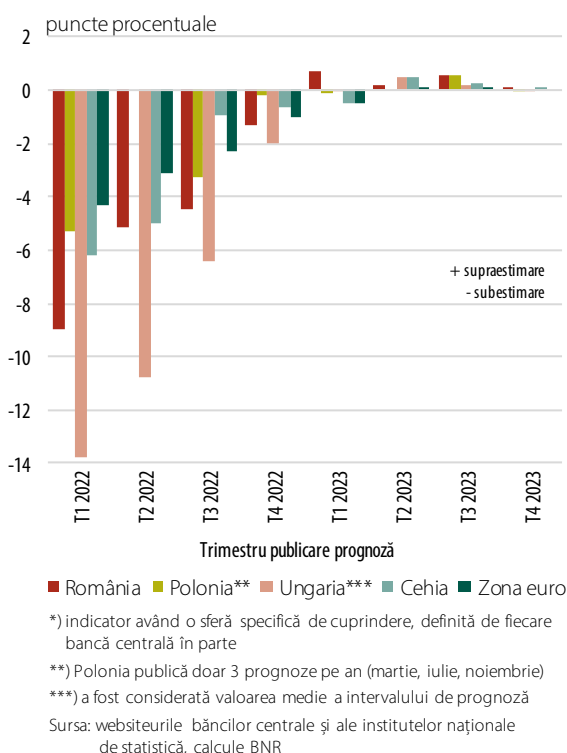
Sursa: BCE (farm-gate and wholesale market prices)

În același timp, în Secțiunea „Riscuri asociate proiecției” din *Rapoartele asupra inflației* au fost subliniate de fiecare dată incertitudinile ridicate în ceea ce privește configurația viitoare a schemelor de sprijin adresate consumatorilor casnici, iar în *Raportul asupra inflației* din luna noiembrie 2022 a fost inclusă o estimare a impactului prelungirii schemei existente la acel moment, rezultând o dinamică a IPC mai joasă cu 4,1 puncte procentuale la finele anului 2023 față de prognoza de la acel moment. În aceste condiții, contribuția componentei energie electrică și gaze naturale la erorile de prognoză pentru rata anuală a inflației IPC la finele anului 2023 (Grafic B) s-a redus semnificativ, până la valori apropiate de zero, începând cu runda de proiecție februarie 2023, când setul informațional disponibil la momentul elaborării prognozei a inclus informația privind extinderea schemei de sprijin până la 31 martie 2025 (versus 31 august 2023 în prevederea legislativă anterioară).

Alături de componenta energie electrică și gaze naturale, un aport important la explicarea erorilor de prognoză revine indicelui CORE2 ajustat. Pe parcursul primelor 5 runde de prognoză analizate, proiecțiile privind rata anuală a inflației CORE2 ajustat pentru luna decembrie 2023 au făcut obiectul unor revizuirii succesive în sens ascendent (Grafic C), în contextul majorărilor ample ale costurilor companiilor, induse de evoluțiile de pe piețele de materii prime, în special cele agroalimentare (Grafic D). Odată cu stabilizarea cotațiilor pe aceste piețe și, ulterior, inițierea unui trend descendent, erorile de prognoză asociate acestei componente s-au redus considerabil, tendința de subestimare de pe parcursul anului 2022 fiind urmată de o tendință mult mai moderată în mărime absolută de supraestimare pe parcursul anului 2023, inclusiv pe fondul măsurilor de plafonare a adaosului comercial la unele alimente esențiale. Tiparul erorilor pentru componenta

inflației de bază este relativ similar celui din prognozele realizate de BCE și de alte bănci centrale din regiune (Grafic E).

Grafic E. Erori de prognoză ale unor bănci centrale pentru rata inflației de bază*, medie anuală în 2023



Contribuțiile celorlalte componente ale coșului de consum la erorile de prognoză ale ratei anuale a inflației IPC în decembrie 2023 au fost mult mai reduse ca magnitudine. În cazul combustibililor, a fost înregistrată o tendință de supraestimare pe parcursul celor 8 runde de proiecție analizate, în contextul unei evoluții sub așteptări a prețului petrolului la finele anului trecut (îngrijorările cu privire la deteriorarea condițiilor economice globale au limitat efectele adverse asociate acutizării tensiunilor geopolitice). Tendința de supraestimare în cazul combustibililor a fost mai mult decât compensată de subestimarea, cu excepția runde din noiembrie 2023, a dinamicii prețurilor administrate, exclusiv energie electrică și gaze naturale (sub impactul creșterilor din august 2023 ale prețurilor pentru medicamente, ca urmare a actualizării *Catalogului național al prețurilor la medicamentele de uz uman eliberate cu prescripție medicală*). Prețurile volatile ale alimentelor (LFO), precum și prețurile produselor din tutun și băuturilor alcoolice au avut contribuții marginale

la erorile de prognoză analizate.

1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție

Deviația PIB (*gap-ul PIB*)

Conform comunicatului INS nr. 12 din 12 ianuarie 2024, în trimestrul III 2023 PIB real a înregistrat o decelerare de ritm trimestrial (până la 0,9 la sută). Aceasta a fost însă mai lentă comparativ cu așteptările formulate în *Raportul* precedent, pe fondul subestimării contribuțiilor atât din partea cererii interne, cât și a exporturilor nete.

Prognozele pe termen scurt indică un ritm trimestrial al PIB real în încetinire în trimestrul IV 2023 față de cel anterior, pe fondul unor semnale mixte din partea indicatorilor conjuncturali⁶⁹. Astfel, în sens favorabil s-au putut remarca: (i) menținerea unui ritm solid al investițiilor, reflectat de nivelul istoric înalt al fluxurilor nete de investiții străine directe; (ii) revigorarea comerțului și a serviciilor de piață, după evoluții mai puțin favorabile anterior, impulsionate de reducerea ratei inflației și de creșterile salariale din economie (inclusiv cele ale salariului minim de la 1 octombrie 2023), semnale elocvente fiind transmise, în primele două luni ale trimestrului, de indicatorii de volum corespunzători acestor domenii; (iii) sporirea încrederii agenților economici, conform sondajului DG ECFIN, în paralel cu anumite indicii de atenuare

⁶⁹ În cadrul unei suite mai largi de indicatori neconvenționali cu frecvență ridicată, semnalele au fost, de asemenea, mixte: favorabile din partea numărului de înmatriculări de societăți și PFA, sumelor refuzate la plată cu instrumente de debit și căutărilor Google pentru cuvântul „criză” și, respectiv, nefavorabile din partea consumului de energie electrică, numărului de înnoptări în structuri de primire turistică și căutărilor Google pentru cuvântul „șomaj”.

temporară a incertitudinii, până la niveluri medii din perspectivă istorică. În sens opus s-au evidențiat semnalele mai puțin favorabile provenind din partea: (i) continuării comprimării producției industriale interne⁷⁰ și externe în lunile octombrie și noiembrie 2023, (ii) parcursului încă fragil al cererii externe, (iii) unei anumite reamplificări a blocajelor în lanțurile globale de aprovizionare, inclusiv pe fondul condițiilor meteorologice extreme și al tensiunilor geopolitice și (iv) caracterului restrictiv și în intensificare al condițiilor monetare reale, în contextul continuării propagării graduale a deciziilor de politică monetară.

Pentru trimestrul I 2024, creșterea economică trimestrială este prognozată a beneficia de o traiectorie favorabilă a consumului (pe seama majorării venitului disponibil real, inclusiv fondul de salarii și transferurile bugetare) și, respectiv, a investițiilor (în special activitatea de construcții, dar și componenta de echipamente)⁷¹. Totuși, factorii care au acționat la finalul anului trecut în sensul temperării dinamicii PIB real sunt preconizați a persista și în trimestrul I 2024, la aceștia adăugându-se semnalele de creștere a incertitudinii, în contextul escaladării conflictului din Orientul Mijlociu.

Pentru anul 2023, similar *Raportului* anterior, scenariul de bază al prognozei macroeconomice are în vedere o încetinire a activității economice față de anul anterior. Decelerarea PIB real, până la valori în proximitatea nivelului de 2 la sută, a reflectat climatul inflaționist, incertitudinea încă ridicată din perspectivă istorică, slăbirea cererii externe și efectele din partea consolidării bugetare și, respectiv, a deciziilor operate în contextul normalizării anterioare a politicii monetare. Pentru anul curent și cel următor se anticipează o impulsioneare graduală a dinamicii PIB, pe fondul disipării/inversării influențelor din partea factorilor menționați, cu excepția celor din partea condițiilor monetare reale (cu un caracter restrictiv în accentuare până la jumătatea intervalului de prognoză, iar ulterior cvasiconstant, inclusiv pe fondul continuării procesului dezinflaționist). Totodată, un aport favorabil la creșterea economică, însă în ușoară atenuare față de perioadele anterioare, este așteptat să provină din valorificarea fondurilor europene din surse multiple, evoluție care deja a consemnat unele întârzieri în ceea ce privește ritmul absorbției⁷².

În structură, traiectoria PIB real este imprimată, pe ansamblul prognozei, de cererea internă. Pentru anul 2023⁷³, încetinirea economiei poate fi pusă pe seama unei temperări a dinamicii consumului final, în timp ce FBCF este evaluată a-și fi accentuat notabil aportul la creștere. Începând din acest an, consumul final este proiectat să redevină principalul contributor la creșterea economică (pe seama unei traiectorii

⁷⁰ Manifestându-se pe un fond de slăbiciune structurală a sectorului, caracterizat de un nivel al producției încă inferior celui înregistrat în 2019.

⁷¹ Pentru detalii privind semnalele transmise de o suită de indicatori conjuncturali convenționali, a se consulta Capitolul 2 – Evoluții ale activității economice, Secțiunea „Cererea și oferta” din prezentul *Raport asupra inflației*. În ceea ce privește indicatorii neconvenționali, disponibili pentru luna ianuarie 2024, majoritatea au sugerat o îmbunătățire a conjuncturii economice. Printre aceștia se numără căutările Google pentru cuvintele „gaze” și „criză” și indicii internaționali Sentix și VIX.

⁷² Cadrul financiar multianual 2021-2027, programul „Next Generation EU” (2021-2026).

⁷³ Contribuția variației stocurilor, componentă cu un conținut economic limitat, este evaluată a fi negativă, de o magnitudine ridicată pe parcursul anului 2023, sugerând incertitudini cu privire la structura creșterii PIB și revizuirii viitoare posibil importante ale seriilor de date.

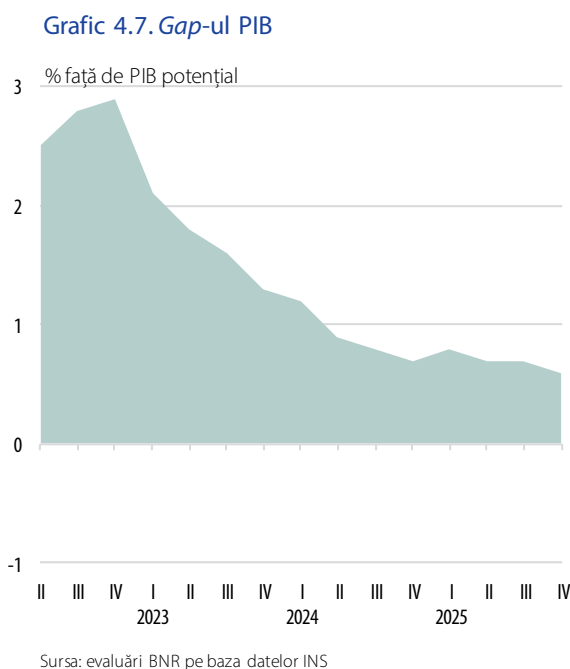
în ușoară accelerare), în timp ce aportul FBCF va fi probabil mai redus față de anul trecut, însă în continuare robust (sub ipoteza atragerii de fonduri europene, dar și de investiții străine directe). Exporturile nete sunt evaluate a fi avut pe ansamblul anului 2023 o contribuție pozitivă la creșterea PIB (caz singular în ultimul deceniu), însă aceasta este proiectată să redevină ușor negativă începând cu anul 2024, pe fondul unei dinamizări a importurilor de bunuri și servicii până în apropierea dinamicii anuale proiectate a exporturilor.

Dinamica medie anuală a PIB potențial este proiectată la valori robuste pe parcursul intervalului de proiecție, în ușoară accelerare în anul curent, în special pe seama acumulării de capital. Însă, comparativ cu *Raportul* precedent, ritmul de creștere a indicatorului a fost reconfigurat ușor în sens descendent, preponderent la orizonturile mai îndepărtate ale intervalului de prognoză.

Pe fondul performanței notabile din ultimii ani a investițiilor în economia națională, precum și al anticipării continuării parcursului rezilient al acestora, stocul de capital va rămâne principalul determinant al creșterii PIB potențial. În acest context, un rol decisiv revine atât investițiilor străine directe, cât și fondurilor europene, surse importante de finanțare a formării brute de capital fix. În ceea ce privește atragerile aferente programului „Next Generation EU”, acestea prezintă, însă, o serie de riscuri în calea derulării fără sincope și a finalizării până la orizontul anului 2026, date fiind în special întârzierile consemnate până la acest moment în absorbția sumelor din cadrul programului. În paralel, o dinamică alertă a investițiilor conduce și la eficientizarea suplimentară în utilizarea factorilor de producție, reflectată sub forma unei contribuții însemnate atribuite productivității totale a factorilor (trendul TFP). Aportul forței

de muncă este anticipat a rămâne pozitiv (dar semnificativ mai redus comparativ cu cel al celorlalți doi factori), reflectând pe de o parte, perspectivele de consolidare a numărului de angajați, iar pe de altă parte, anticiparea unor evoluții demografice nefavorabile în România⁷⁴, în particular, ritmul destul de alert de diminuare a populației în vârstă de muncă. La adresa PIB potențial rămân relevante efectele adverse persistente declanșate de creșterile prețurilor materiilor prime, precum și tensiunile geopolitice care generează incertitudini cu privire la funcționarea fără sincope a lanțurilor de producție și distribuție internaționale.

Panta descendentă a *gap*-ului PIB evaluată pentru anul 2023 (la finalul căruia indicatorul se poziționează la o valoare apropiată de cea din *Raportul* precedent⁷⁵) continuă și în 2024, însă într-o manieră notabil mai atenuată față de *Raportul* anterior. Astfel, la finalul



⁷⁴ Totuși, acestea ar putea fi atenuate în eventualitatea înregistrării unor fluxuri nete favorabile în ceea ce privește migrația forței de muncă.

⁷⁵ Față de *Raportul* precedent, profilul recent al deviației PIB este mai puțin volatil, în principal pe seama revizuirii datelor statistice oficiale și a reestimării impactului determinantilor fundamentali.

acestui an indicatorul este proiectat la o valoare ușor pozitivă (față de una marginal negativă în evaluarea trecută). Ulterior, pe parcursul anului 2025, progresul suplimentar în ceea ce privește corecția cererii excedentare ar urma să fie extrem de redus (Grafic 4.7)⁷⁶.

Valorile persistente pozitive pe termen mediu ale *gap*-ului PIB sunt determinate în principal de revizuirea impactului asupra economiei din partea impulsului fiscal, atât pentru anul curent, cât și pentru cel următor, reflectând materializarea unor riscuri privind politica fiscală și cea de venituri evidențiate în precedentul *Raport*, în special creșterile consistente, deja anunțate, ale pensiilor. Din setul factorilor fundamentali ai deviației PIB, similar proiecției precedente, politica monetară își menține, pe parcursul întregului interval de prognoză, caracterul contraciclic, iar deficitul de cerere externă (cu impact în sensul reducerii *gap*-ului PIB intern) este evaluat a se resorbi treptat până la orizontul prognozei.

Componentele cererii agregate

Ulterior încetinerii de ritm din anul precedent, creșterea consumului final este evaluată a cunoaște o revenire pe parcursul intervalului de prognoză⁷⁷. Evoluția componentei este susținută de avansul alert al venitului disponibil real, ce beneficiază atât de măsurile adoptate de autorități în vederea impulsivării veniturilor populației⁷⁸, precum și de reducerea graduală a inflației pe parcursul intervalului de proiecție. Totuși, la adresa evoluției consumului final rămân relevante o serie de incertitudini asociate efectelor persistente ale războiului din Ucraina, precum și altor factori de risc interni și externi, atât de ordin economic, cât și geopolitic.

Formarea brută de capital fix este proiectată a evolua cu ritmuri medii anuale robuste pe întreg intervalul de prognoză (superioare celor ale consumului), sub rezerva continuării atragerii de fonduri europene din surse multiple, a derulării în manieră integrală de către autorități a proiectelor investiționale bugetate și a dinamizării activității interne și externe. Totuși, comparativ cu dinamica din anul 2023, ritmul componentei este anticipat a fi ușor mai temperat, perspectivele privind traiectoria indicatorului fiind strict condiționate de încrederea mediului investițional. Un rol esențial în procesul de finanțare a investițiilor revine programului „Next Generation EU”, al cărui progres trenează în termeni de implementare efectivă a fondurilor atrase, în condițiile posibilității utilizării alocărilor numai până la finalul anului 2026. Totodată, dinamica FBCF ar putea fi grevată și de eventuale diminuări sau ajustări de către companiile private ale resurselor financiare destinate investițiilor, inclusiv ca urmare a înăsprii condițiilor de creditare și a reformelor fiscale ce implică o serie de creșteri ale gradului de impozitare, măsuri incluse în pachetul de consolidare fiscală adoptat în ultima parte a anului 2023.

⁷⁶ Din perspectiva componentelor cererii agregate, traiectoria deviației PIB este imprimată de cele ale cererii interne (cea mai ridicată provenind, pe ansamblul intervalului de prognoză, din partea consumului individual al gospodăriilor populației), în timp ce *gap*-ul agregat al exporturilor nete este negativ (în principal pe seama celui al importurilor de bunuri și servicii).

⁷⁷ Totuși, pentru anul 2024, studiul EY Consumer Index (decembrie 2023) relevă o anumită tendință de cumpărare în comportamentul consumatorilor în vederea adaptării la creșterea costului vieții, la care se adaugă creșterile taxelor și impozitelor din acest an.

⁷⁸ Printre măsurile intrate în vigoare de la 1 ianuarie 2024 se numără: (i) majorarea alocațiilor, a punctului de pensie și a pensiei minime; (ii) majorarea salariilor angajaților din sectorul public, urmată de o indexare suplimentară în luna iunie. Alte măsuri anticipate, cu impact pe întregul interval de prognoză, sunt majorarea salariului minim pe economie (de la 1 iulie 2024), recalcularea pensiilor (începând cu 1 septembrie 2024) și distribuirea de carduri sociale.

Pe parcursul acestui an, fluxurile comerciale sunt anticipate a cunoaște o redresare, revenind la ritmuri anuale robuste. Totuși, acestea continuă să se plaseze sub spectrul incertitudinii încă ridicată de la nivel global. Exporturile de bunuri și servicii ar putea fi afectate de potențiale șocuri ale prețurilor materiilor prime, precum și de eventuale reacutizări ale blocajelor în lanțurile globale de aprovizionare, inclusiv pe fondul unor posibile escaladări ale tensiunilor din Orientul Mijlociu și al unor condiții meteorologice extreme (precum fenomenul *El Niño*). Acestea ar putea avea un impact semnificativ asupra logisticii aferente transporturilor comerciale și implicit a prețurilor de la nivel global. În același timp, dinamica costurilor unitare cu forța de muncă este anticipată a se menține relativ ridicată în 2024 (deși la valori inferioare maximului local atins în 2023), evoluție de natură a afecta negativ competitivitatea prin preț a produselor românești. Creșterea ULC este prognozată a se atenua totuși treptat pe termen mediu, până la orizontul prognozei, inclusiv pe fondul îmbunătățirii dinamicii productivității muncii, variabilă ce ar putea beneficia de pe urma ritmului investițional robust, de exemplu prin fructificarea fondurilor europene. După reducerea din anul 2023, dinamica importurilor de bunuri și servicii este prognozată a se redresa, reflectând evoluțiile componentelor cererii interne și, respectiv, dinamica exporturilor.

Ulterior unei reduceri relativ ample anticipate pentru anul 2023 (aproximativ 2 puncte procentuale de PIB), deficitul de cont curent este prevăzut a-și continua tendința de ajustare și în acest an, însă într-un ritm considerabil mai atenuat. În schimb, în anul 2025, deficitul de cont curent este prognozat a-și întrerupe temporar corecția, reflectând trenarea anticipată a procesului de consolidare fiscală. În acest context, gradul de finanțare a deficitului de cont curent prin fluxuri stabile, non-generatoare de datorie externă, este evaluat a se înscrie pe o traiectorie descendentă pe parcursul intervalului de proiecție. În cazul transferurilor de capital, se prefigurează evoluții mai modeste, odată cu finalizarea cadrului financiar multianual 2014-2020⁷⁹ și posibila persistență a unui progres lent al absorbției fondurilor „Next Generation EU”, parțial contrabalansate de îmbunătățirea, pe termen mediu, a absorbției aferente cadrului financiar multianual 2021-2027. În plus, cadrul macroeconomic internațional relativ fragil, aflat sub spectrul amplificării recente a tensiunilor geopolitice, precum și dezechilibrele gemene persistente din economia României sunt de natură să conducă la încetiniri ale intrărilor de investiții directe. Totuși, acestea sunt anticipate a rămâne (exprimate în valori nominale absolute) la niveluri superioare celor din perioada pre-pandemică.

Condițiile monetare în sens larg

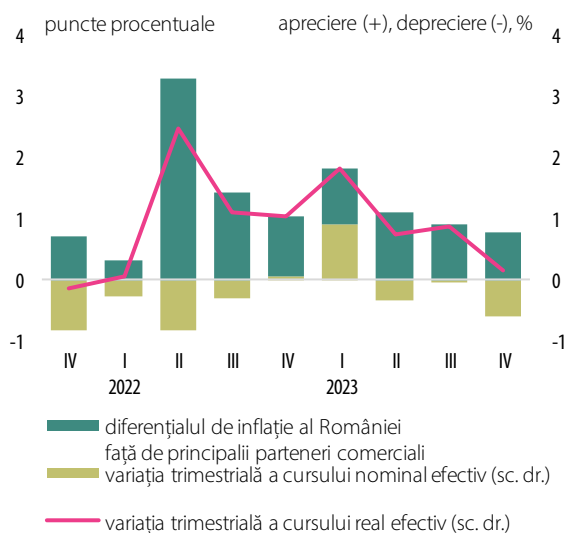
Conform mecanismului de transmisie, condițiile monetare în sens larg evaluează impactul cumulat asupra cererii agregate viitoare al ratelor reale ale dobânzilor în lei și în valută practicate de instituțiile de credit în relația cu clienții nebancari și al evoluției cursului de schimb real efectiv al 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 accentuarea caracterului restrictiv al condițiilor monetare reale în sens larg pe parcursul anului curent și menținerea

⁷⁹ Intrări moderate din cadrul financiar multianual 2014-2020 sunt anticipate și pe parcursul anului 2024, în baza cererilor de plată transmise în 2023, ultimul an de cheltuieli eligibile. Evoluții similare au fost observate și în cazul cadrului financiar multianual 2007-2013.

acestui trend inclusiv în a doua parte a intervalului de prognoză. Această dinamică va avea loc pe fondul propagării graduale în economie a deciziilor de politică monetară ale Consiliului de administrație al BNR, menite să favorizeze readucerea durabilă a ratei anuale a inflației în linie cu ținta, inclusiv prin ancorarea anticipațiilor inflaționiste pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Grafic 4.8. Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv



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

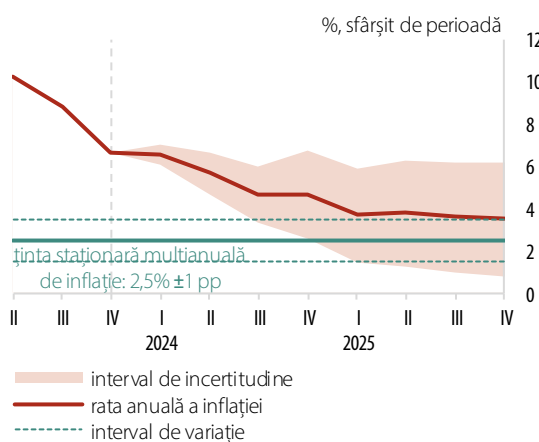
În structura condițiilor monetare în sens larg, influențele stimulative ale ratelor reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și la depozitele noi la termen sunt anticipate a se resorbi treptat, ajungând cumulat la valori cvasineutre spre finele intervalului proiecției. Acest parcurs reflectă transmisia deciziilor de politică monetară în dinamica ratelor nominale ale dobânzilor, simultan unei tendințe descendente asociate anticipațiilor inflaționiste. Cursul de schimb real efectiv (Grafic 4.8) este preconizat să exercite, prin intermediul canalului exporturilor nete, un efect restrictiv până la orizontul proiecției. Aportul cursului de schimb real efectiv este evaluat în contextul continuării tendinței de apreciere în termeni reali a monedei naționale, asociată efectului dominant al poziționării ratei interne a inflației peste cea a partenerilor comerciali.

La rândul său, efectul de avuție și de bilanț se va menține la valori restrictive, în ușoară atenuare pe parcursul intervalului de proiecție. În structură, dinamica acestuia reflectă în principal tendința de scădere a ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni), pe fondul reducerii treptate a ratei nominale, cu o influență parțial contrabalansată de scăderea anticipațiilor privind inflația din zona euro. Totodată, prima de risc suveran este proiectată să exercite un impact restrictiv, gradual mai accentuat pe parcursul următoarelor trimestre, evoluția variabilei reflectând în principal dezechilibrele asociate deficitelor gemene din economie. Impactul dinamicii *gap*-ului cursului de schimb real efectiv al leului prin intermediul efectului de avuție și de bilanț este cvasineutral.

2. Riscuri asociate proiecției

Balanța riscurilor la adresa ratei anuale a inflației se prefigurează a rămâne înclinată în sensul unor abateri în sus de la traiectoria redată în scenariul de bază, în contextul pluralității factorilor adversi potențiali de natura ofertei (Grafic 4.9). În actuala conjunctură, odată cu accentuarea focarelor de tensiuni geopolitice, riscurile provenind din astfel de surse, cu o tracțiune preponderent inflaționistă, s-au amplificat considerabil. Presiuni în sens descendent ar putea fi însă ocazionate de o slăbire a activității economice de la nivel global.

Grafic 4.9. Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază



Până în prezent, consecințele economice ale conflictului din Orientul Mijlociu au fost limitate. Totuși, implicarea recentă a unor actori non-statali (de exemplu, rebelii Houthi din Yemen) și eventuale noi amplificări ale tensiunilor din zonă ar putea avea consecințe relativ ample. Astfel, atacurile din Marea Roșie, zonă importantă de tranzit între Asia și Europa (prin Canalul Suez), au condus deja la unele reconfigurări ale rutelor tradiționale de transport. În cazul prelungirii acestor tensiuni, costurile suplimentare suportate de companii, precum și logistica îngreunată s-ar putea transla în prețuri finale mai ridicate ale bunurilor, implicit la noi puseuri inflaționiste. În paralel, nu este exclus nici riscul unei eventuale blocări a Strâmtorii Ormuz, nod critic pentru tranzitul a peste 20 la sută din volumul de petrol consumat zilnic pe plan global, eveniment care ar perturba serios buna funcționare a piețelor energetice și ar exercita o tracțiune inflaționistă

amplă, în special prin cotații în creștere ale petrolului.

Riscuri în sus la adresa prețurilor bunurilor energetice sunt atribuite și modului de implementare a politicilor ce au ca scop combaterea schimbărilor climatice. Surse de risc conturate recent privesc deciziile autorităților americane, cu posibile efecte adverse asupra volumului exporturilor de gaze naturale lichefiate, utilizate inclusiv pentru a reduce dependența economiilor europene de importurile de gaze din Rusia. Pe plan intern, noi turbulențe pe piețele de energie ar fi temporar atenuate de valabilitatea, până la 31 martie 2025, a schemei de compensare și plafonare a prețurilor la energia electrică și gazele naturale. Cu toate acestea, în funcție de natura și magnitudinea unui eventual șoc advers de pe piețele energetice, menținerea în vigoare, până la termen, a acestei scheme ar putea să genereze majorări ale cheltuielilor compensatorii necesare a fi decontate de autorități și punând presiune asupra parametrilor curenți ai schemei de compensare.

Șocuri negative de ofertă ar putea proveni inclusiv din surse independente de evoluția conflictelor geopolitice. Noi sincope în lanțurile globale de valoare adăugată ar putea fi determinate de condiții meteorologice adverse, în special în eventualitatea unei incidențe sporite a fenomenelor extreme. Astfel, prezintă o relevanță sporită persistența și intensitatea fenomenului *El Niño*, cu potențiale efecte adverse asupra producției de alimente. Pe termen mai lung, riscuri sunt asociate și schimbărilor climatice și, respectiv, măsurilor de combatere a acestora. Eventuale politici industriale mai restrictive care să vizeze o tranziție verde derulată într-un ritm accelerat sunt de natură să imprime, de asemenea, un trend inflaționist mai accentuat.

În paralel, posibilitatea materializării unor presiuni dezinflaționiste asociate factorilor de natura cererii este în creștere. Odată cu intensificarea tensiunilor și apariția unor noi nuclee de riscuri geopolitice, incertitudinea cu privire la perspectivele globale este de așteptat să crească, având drept consecință posibilă o frânare a activității

economice. În acest sens, evoluții economice anemice, precum cele consemnate recent în Germania, principalul partener comercial al României, s-ar putea prelungi pe perioade mai lungi de timp, vulnerabilizând inclusiv creșterea economică din România. Un alt canal care ar putea implica comprimări ale cererii agregate este cel al unor noi fragmentări ale comerțului internațional, îndeosebi în cazul exacerbării tensiunilor sino-americane. În ansamblu, dat fiind contextul economic internațional fragil, decisivă va fi, ca reacție la eventuale șocuri de amploare, inclusiv calibrarea viitoare a politicii monetare de către principalele bănci centrale și de către cele din regiune.

Pe plan intern, conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri rămâne o sursă considerabilă de incertitudine la adresa perspectivelor privind inflația, având în vedere plasarea recentă a cuantumului deficitului bugetar la niveluri care fac improbabilă încadrarea acestuia în țintele inițiale din cadrul procedurii de deficit excesiv. Pe termen mediu, o eventuală insuficiență a măsurilor de consolidare deja legiferaute ar putea reclama introducerea unui nou pachet de ajustare, posibilitate avută în vedere și de autorități. Acest risc s-a amplificat considerabil ulterior adoptării noii legi a pensiilor, recalcularea acestora implicând un efort bugetar de amploare. Totuși, la acest moment, natura, magnitudinea și aplicabilitatea unor noi măsuri sunt necunoscute și, implicit, acest fapt induce un grad semnificativ de incertitudine asupra evoluției viitoare a ratei anuale a inflației în raport cu traiectoria din scenariul de bază. În schimb, în anul 2024, dat fiind calendarul electoral încărcat, persistă riscul adoptării de noi măsuri expansioniste, cele mai relevante fiind, probabil, cele din plan salarial, care ar putea implica noi relaxări ale constrângerilor bugetare raportat la traiectoriile prevăzute în cea mai recentă versiune a Strategiei fiscal-bugetare.

Sincope în derularea într-o manieră ordonată a corecției fiscale ar putea avea implicații adverse asupra ratingului suveran, putând complica ajustarea în manieră ordonată a dezechilibrelor macroeconomice, inclusiv prin puseuri inflaționiste determinate de eventuale ajustări compensatorii realizate prin intermediul cursului de schimb. Totodată, regulamentele aferente Politicii de coeziune 2021-2027 și Mecanismului de redresare și reziliență prevăd posibilitatea unor suspendări parțiale ale fondurilor europene virate statelor membre în eventualitatea în care acestea nu au adoptat măsuri efective de corecție a deficitului excesiv. În acest context, incertitudini sunt atribuite inclusiv implicațiilor noii configurații a cadrului de guvernare economică⁸⁰ asupra procedurii de deficit excesiv aplicate României, revizuirea regulilor fiscale ale UE fiind convenită la finele anului 2023 în cadrul reuniunii Consiliului UE pentru Afaceri Economice și Financiare (ECOFIN).

Eficacitatea măsurilor fiscale adoptate de autorități depinde totodată de comportamentul de ajustare a agenților economici la setul de măsuri implementate. Depinzând de momentul din cadrul ciclului economic în care sunt promulgate diversele măsuri fiscale, de natura acestora (impozite directe, impozite indirecte, măsuri de

⁸⁰ Procesul legislativ referitor la noile reguli fiscale va fi încheiat după negocierile cu Parlamentul European. În timp ce pragurile privind nivelul deficitului (3 la sută din PIB) și al datoriei publice (60 la sută din PIB) sunt menținute, la fel întâmplându-se cu cerința unei ajustări structurale minime de 0,5 la sută din PIB în situația de deficit excesiv, noul cadru de guvernare pune accent asupra sustenabilității datoriei publice. Statele membre vor transmite Consiliului planuri bugetar-structurale pe termen mediu (pentru o perioadă de 4 ani, cu posibilitatea extinderii la 7 ani), calibrate în vederea respectării unui indicator privind cheltuieli nete.

raționalizare a cheltuielilor bugetare șamd), precum și de perioada de timp pe care se aplică, acestea ar putea influența în mai mică sau, după caz, în mai mare măsură, evoluția unor variabile-cheie care sunt prezente și în scenariul de bază al proiecției (creștere economică, inflație, curs de schimb șamd). În perioada recentă, un exemplu se referă la schema de plafonare a adaosului comercial pentru alimentele de bază, în contextul în care prelungirea recentă a acesteia⁸¹ ar putea implica un tipar potențial diferit de acomodare a acestor măsuri din partea mediului de afaceri (în special din partea marilor retailerii) față de cel din perioadele anterioare.

Evoluțiile viitoare ale pieței muncii și-au sporit importanța. Nu sunt excluse dinamici salariale mai alerte în sectorul public comparativ cu cele din scenariul de bază pe fundalul intensificării, în contextul anului electoral, a revendicărilor salariale. Acomodarea unor creșteri salariale mai ample față de cele anticipate la acest moment și vizând categorii mai extinse ale forței de muncă ar fi de natură să inducă și o serie de efecte de demonstrație către sectorul privat. În plus, incertitudini sunt atribuite și etapizării viitoare a creșterilor salariului minim, reper important în calibrarea politicilor salariale din mediul privat, în contextul implementării graduale a Directivei UE 2022/2041 privind salariul minim adecvat în UE. Pe termen mediu, își mențin potențialul de risc ridicat și aspectele care privesc deficiențele structurale persistente ale pieței muncii, nefiind excluse creșteri ale neconcordanței între cererea și oferta de forță de muncă, în special pe segmentele ce implică o calificare profesională ridicată, evoluții cu potențial inflaționist apreciabil.

⁸¹ În ședința de Guvern din data de 31 ianuarie 2024, a fost adoptată OUG privind prelungirea cu două luni a schemei de plafonare a adaosului comercial, ai cărei parametri au fost de asemenea modificați.

Abrevieri

BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
CE	Comisia Europeană
DG ECFIN	Direcția Generală Afaceri Economice și Financiare
Eurostat	Oficiul de Statistică al Uniunii Europene
FAO	Organizația Națiunilor Unite pentru Alimentație și Agricultură
FBCF	formarea brută de capital fix
Fed	Sistemul Federal de Rezerve al Statelor Unite ale Americii
FOMC	Comitetul Federal pentru Piețe Deschise
IAPC	indicele armonizat al prețurilor de consum
IFN	instituții financiare nebankare
INS	Institutul Național de Statistică
IPC	indicele prețurilor de consum
IRCC	indicele de referință pentru creditele consumatorilor
ISD	investiții străine directe
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MADR	Ministerul Agriculturii și Dezvoltării Rurale
MF	Ministerul Finanțelor
ON	<i>overnight</i>
PIB	produsul intern brut
PFA	persoană fizică autorizată
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
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	44
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	45
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	48
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	Prețul combustibililor	16
Grafic 1.3	Componentele inflației de bază CORE2 ajustat	16
Grafic 1.4	Evoluția inflației de bază CORE2 ajustat	16
Grafic 1.5	Anticipații privind evoluția prețurilor	17
Grafic 1.6	IAPC mediu anual în UE – dec. 2023	17
Caseta 1		
Grafic A	Pondere profitului la nivelul întregii economii, 2022	20
Grafic B	Pondere profitului în 2021 și 2022 în sectoare de activitate	20
Grafic C	Pondere profitului în industria energetică, 2020 și 2022	20
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	23
Grafic 2.2	Consumul populației	24
Grafic 2.3	Construcții	26
Grafic 2.4	Investiții, exclusiv construcții	26
Grafic 2.5	Comerțul exterior	27
Grafic 2.6	Contul curent	27
Grafic 2.7	Productivitatea muncii pe ansamblul economiei	28
Grafic 2.8	Gradul de utilizare a capacităților de producție în industria prelucrătoare	29
Grafic 2.9	Efectivul salariaților din economie	29
Grafic 2.10	Gradul de tensionare a pieței muncii	30
Grafic 2.11	Evoluția salariului mediu brut pe economie	30
Grafic 2.12	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	31
Grafic 2.13	Prețurile producției industriale pentru piața internă	32
Grafic 2.14	Prețurile producției agricole	33
Grafic 2.15	Costurile unitare cu forța de muncă	34
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	35
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	40
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	41
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	42

Grafic 3.5	Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației	42
Grafic 3.6	Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare	43
Grafic 3.7	Cursul de schimb nominal	43
Grafic 3.8	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	44
Grafic 3.9	Principalele componente ale masei monetare	45
Grafic 3.10	Creditul acordat sectorului privat pe monede	46
Grafic 3.11	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	46
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	49
Grafic 4.2	Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat	50
Grafic 4.3	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC	52
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor combustibililor și a celor ale energiei electrice și gazelor naturale	52
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)	54
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor LFO	54
Caseta 2		
Grafic A	Prognoze ale ratei anuale a inflației IPC în decembrie 2023 – descompunere pe componente ale coșului IPC	55
Grafic B	Erori de prognoză pentru rata anuală a inflației IPC în decembrie 2023 – descompunere pe componente ale coșului IPC	55
Grafic C	Rata anuală a inflației CORE2 ajustat – evoluții istorice și valori prognozate pentru orizontul decembrie 2023	56
Grafic D	Indicele prețurilor producției agricole	56
Grafic E	Erori de prognoză ale unor bănci centrale pentru rata inflației de bază, medie anuală în 2023	57
Grafic 4.7	Gap-ul PIB	59
Grafic 4.8	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	62
Grafic 4.9	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	63

