

BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Raport asupra inflației mai 2025

Anul XXI, nr. 80

Raport asupra inflației

Mai 2025

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)

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 informațiile 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 16 mai 2025, iar proiecția macroeconomică a fost realizată pe baza informațiilor disponibile până la data de 30 aprilie 2025.

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

Cuprins

Sinteză	7
1. Evoluția inflației	15
2. Evoluții ale activității economice	19
1. Cererea și oferta	19
Caseta 1. Impactul noilor tarife vamale ale SUA asupra relațiilor comerciale internaționale ale României	23
2. Prețurile de import și prețurile de producție pentru piața internă	34
2.1. Prețurile de import	34
2.2. Prețurile de producție pentru piața internă	36
3. Politica monetară și evoluții financiare	39
1. Politica monetară	39
2. Piețe financiare și evoluții monetare	44
2.1. Ratele dobânzilor	44
2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital	47
2.3. Moneda și creditul	49
4. Perspectivele inflației	52
1. Scenariul de bază	52
1.1. Ipoteze externe	52
1.2. Perspectivele inflației	54
1.3. Presiuni ale cererii în perioada curentă și în cadrul intervalului de proiecție	59
Caseta 2. Impactul dinamicii productivității totale a factorilor asupra pieței muncii. O abordare microeconomică.	62
2. Riscuri asociate proiecției	69
Abrevieri	72
Lista tabelelor din text	73
Lista graficelor din text	73

Sinteză

Evoluția inflației și cauzele acesteia

După creșterea înregistrată în ultimele trei luni ale anului 2024, rata anuală a inflației IPC și-a reluat traiectoria descendentă în primul trimestru al anului 2025, coborând la 4,86 la sută în luna martie, față de 5,14 la sută în decembrie 2024. Această corecție, sprijinită inclusiv de efecte de bază favorabile, a fost determinată de contribuții dezinflaționiste ample din partea unor componente exogene, notabile fiind cea a prețurilor combustibililor (ca urmare a evoluției favorabile a cotației petrolului) și cea a prețurilor produselor din tutun. În cazul ambelor componente, contribuțiile la rata anuală a inflației au fost inferioare în intervalul analizat celor evidențiate în ultima proiecție. Aceste revizuiți în jos le-au contrabalansat doar parțial pe cele ascendente, consemnate de inflația de bază CORE2 ajustat. Rata medie anuală a inflației IPC și-a continuat, de asemenea, tendința de scădere în primul trimestru al anului, coborând în luna martie la nivelul de 5,1 la sută, în cazul indicatorului calculat pe baza metodologiei naționale și, respectiv, la 5,4 la sută, în cazul celui calculat conform indicelui armonizat (IAPC). Deși procesul de convergență a indicelui armonizat către media europeană a continuat, ecartul față de aceasta se menține încă la valori relativ ridicate (2,8 puncte procentuale în luna martie), indicând un ritm al dezinflației în continuare mai lent în România.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a revenit pe o traiectorie descendentă în primul trimestru al anului 2025, nivelul său reducându-se la 5,2 la sută în martie, de la 5,6 la sută la finele anului 2024. Ritmul acestei dezinflații rămâne însă moderat. Mai mult, în profil lunar, dinamica anuală a inflației de bază a înregistrat o ușoară accelerare în luna martie față de februarie, de 0,2 puncte procentuale. Evoluția recentă a indicatorului a reliefat presiuni inflaționiste semnificative. Acestea au fost vizibile în special pe segmentul alimentelor procesate, unde s-au resimțit creșteri ale costurilor cu anumite materii prime agricole și cu forța de muncă, dar și la nivelul componentei de servicii, unde dinamica ridicată a costurilor salariale continuă să se propage în prețurile finale. Nivelurile încă ridicate ale așteptărilor inflaționiste pe termen scurt, deși relativ stabile în ansamblu în perioada recentă, au contribuit, la rândul lor, la persistența presiunilor asupra inflației de bază. Cumulat, aceste influențe au contrabalansat parțial influențele dezinflaționiste generate de temperarea dinamicii anuale a prețurilor bunurilor nealimentare (favorizată de evoluția prețurilor bunurilor din import) și de impactul intrării în teritoriu negativ a *gapului* PIB la începutul anului curent.

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei a înregistrat o atenuare în trimestrul IV 2024, atingând 14,1 la sută (-2,6 puncte procentuale față de trimestrul anterior), în condițiile în care decalajul dintre remunerarea pe salariat și productivitate s-a mai redus în ultima parte a anului 2024. În industrie,

rata anuală de creștere a costului salarial unitar a coborât semnificativ, până la 10,5 la sută în trimestrul IV 2024 (cu 8 puncte procentuale sub media trimestrului anterior), pe fondul unei temperaturi considerabile a dinamicii anuale a câștigurilor salariale (12,1 la sută, -4 puncte procentuale), în paralel cu accelerarea ritmului productivității (1,5 la sută în trimestrul IV, cu 3,5 puncte procentuale peste nivelul din trimestrul III). Cu toate acestea, majorarea salariului minim începând cu ianuarie 2025 și unele modificări fiscale prevăzute în OUG nr. 156/2024 sunt de natură a inhiba ajustarea descendentă, dinamica anuală a costului salarial unitar reaccelerând până la 16,4 la sută în intervalul ianuarie-februarie.

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

În ședința din 14 februarie 2025, Consiliul de administrație al BNR a hotărât menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută pe an. Ratele dobânzilor facilităților permanente au fost, de asemenea, menținute la 5,50 la sută pe an în cazul celei de depozit și la 7,50 la sută pe an în cazul celei de creditare (*Lombard*). Rata anuală a inflației crescuse peste așteptări în ultimele trei luni ale anului 2024, urcând în decembrie la 5,14 la sută, de la 4,62 la sută în septembrie, în principal ca efect al scumpirii combustibililor, dar și ca urmare a noilor majorări înregistrate de prețurile alimentelor, pe fondul secetei severe din vara anului trecut și al creșterii cotațiilor unor mărfuri. La rândul ei, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a întrerupt trendul descendent în trimestrul IV 2024, menținându-se până în decembrie la nivelul atins la finele trimestrului III (5,6 la sută). Această evoluție a fost consecința influențelor contrare venite în perioada respectivă, pe de o parte, din efectele de bază dezinflaționiste de la nivelul subcomponentelor non-alimentare și din scăderea dinamicii prețurilor importurilor, și, pe de altă parte, din majorarea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare, precum și din costurile salariale crescute, transferate cel puțin parțial asupra unor prețuri de consum, inclusiv pe fondul așteptărilor inflaționiste pe termen scurt încă înalte și al cererii solide de bunuri.

Incertitudini și riscuri continuau să decurgă din conduita viitoare a politicii fiscale, date fiind, pe de o parte, impactul prezumat al măsurilor fiscal-bugetare corective implementate sau adoptate până acum, iar pe de altă parte, cerința consolidării bugetare în conformitate cu Planul bugetar-structural pe termen mediu convenit cu CE, precum și cu procedura de deficit excesiv. O sursă de incertitudini și riscuri rămăneau însă și condițiile de pe piața muncii și ritmul creșterii salariilor din economie. Totodată, incertitudini semnificative continuau să fie asociate dinamicilor prețurilor energiei și alimentelor, precum și traiectoriei viitoare a cotației țiteiului, iar riscuri notabile veneau din tendința de extindere a protecționismului comercial, cu potențial impact asupra cotațiilor altor materii prime, precum și asupra prețurilor unor bunuri intermediare și finale. Incertitudini și riscuri crescute la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, generau războiul din Ucraina și situația din Orientul Mijlociu, dar mai cu seamă mersul economiei globale/zonei euro și al comerțului internațional în contextul măsurilor de politică comercială ale administrației americane. Totodată, absorbția și utilizarea fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”, sunt condiționate de îndeplinirea unor ținte și jaloane stricte. Ele sunt însă esențiale pentru

realizarea reformelor structurale necesare, inclusiv a tranziției energetice, dar și pentru contrabalansarea, cel puțin parțială, a efectelor contracționiste ale conflictelor geopolitice și ale consolidării bugetare. Relevante rămăneau, de asemenea, deciziile de politică monetară ale BCE și Fed, precum și atitudinea băncilor centrale din regiune.

Ulterior, rata anuală a inflației a scăzut în ianuarie 2025 la 4,95 la sută, de la 5,14 la sută în decembrie 2024, și a crescut în februarie la 5,02 la sută. Față de finele anului trecut, aceasta s-a redus mai puțin decât s-a anticipat, în condițiile în care scăderile de dinamică consemnate pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului I de prețurile alimentelor, produselor din tutun și combustibililor au fost contrabalansate în bună măsură de accelerarea creșterii prețurilor energiei și a prețurilor administrate. Concomitent, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a reluat descreșterea în acest interval într-un ritm vizibil mai alert, așa cum s-a previzionat, coborând la 5,0 la sută în februarie 2025, de la 5,6 la sută în decembrie 2024, în principal sub impactul efectelor de bază dezinflaționiste de la nivelul subcomponentelor non-alimentare și al scăderii dinamicii prețurilor importurilor. Influențe moderate de sens opus au continuat să vină din majorarea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare, precum și din costurile salariale crescute, transferate cel puțin parțial asupra unor prețuri de consum, inclusiv pe fondul cotelor ridicate ale așteptărilor inflaționiste pe termen scurt. La rândul său, activitatea economică își accelerase peste așteptări creșterea în trimestrul IV 2024, la 0,8 la sută, de la 0,1 la sută în precedentele trei luni (variație trimestrială), astfel încât excedentul de cerere agregată își încetinise probabil tendința de restrângere în acest interval în raport cu previziunile precedente. Față de aceeași perioadă a anului trecut, avansul PIB s-a redus la 0,7 la sută în trimestrul IV 2024, de la 1,2 la sută în trimestrul anterior. Creșterea în termeni anuali a consumului gospodăriilor populației rămăsese totuși alertă în acest interval, temperându-se doar ușor în raport cu trimestrul III, în timp ce formarea brută de capital fix consemnase o amplă contracție în raport cu perioada similară a anului precedent. Totodată, evoluția exportului net își mărise impactul contracționist, în condițiile în care dinamica anuală a volumului importurilor de bunuri și servicii se reamplificase, iar cea a volumului exporturilor a continuat să se adâncească în teritoriu negativ. Deficitul comercial își încetinise totuși creșterea în termeni anuali și în acest trimestru – pe fondul ameliorării semnificative a raportului de schimb –, însă deficitul de cont curent și-a accelerat-o puternic, dată fiind și deteriorarea severă a balanțelor veniturilor, inclusiv pe seama fluxurilor de fonduri europene de natura contului curent.

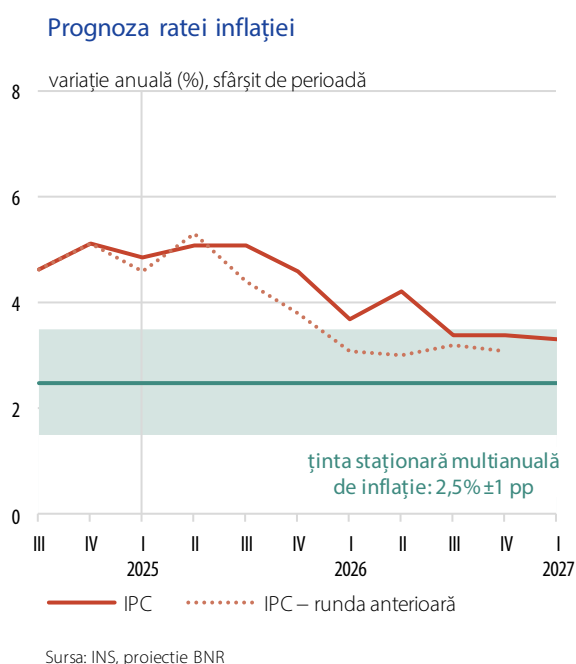
La momentul ședinței Consiliului de administrație al BNR din 7 aprilie 2025, potrivit noilor evaluări, rata anuală a inflației urma să rămână fluctuantă în semestrul I 2025, continuând să se reducă în martie, pe o traiectorie mai ridicată decât cea evidențiată în prognoza pe termen mediu din februarie 2025, și urmând să consemneze în trimestrul II o creștere moderată, relativ în linie cu previziunile precedente, sub impactul efectelor de bază nefavorabile asociate evoluțiilor prețurilor energiei și alimentelor din perioada similară a anului trecut.

Pe baza evaluărilor și a datelor disponibile în acel moment, precum și în condițiile incertitudinilor deosebit de ridicate, Consiliul de administrație al BNR a hotărât în ședința din 7 aprilie 2025 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută pe an. Totodată, s-a decis menținerea ratei dobânzii la facilitatea de

depozit la 5,50 la sută pe an și la 7,50 la sută pe an pentru facilitatea de creditare (*Lombard*). De asemenea, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea nivelurilor actuale ale ratelor rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit.

Perspectivile inflației

Contextul economic global este caracterizat de un grad sporit de impredictibilitate, perioada recentă fiind marcată de materializarea unora dintre sursele de risc anticipate în *Raportul* anterior. Aceste evoluții au accentuat divergențele dintre marile blocuri economice. În Statele Unite, atitudinea prudentă adoptată de Rezerva Federală



în ședința de politică monetară din luna martie a survenit în contextul în care semnele anterioare de reziliență economică au fost parțial temperate de datele efective recente, iar incertitudinile legate de tensiunile comerciale și riscul persistenței presiunilor inflaționiste s-au accentuat. Totodată, indicatorii de sentiment și încredere publicați în luna aprilie semnaleză o deteriorare vizibilă a perspectivelor economice din zona euro, ca reacție la anunțarea noilor tarife comerciale și pe fondul slăbiciunii persistente din industria prelucrătoare. Această evoluție, alături de presiuni inflaționiste considerate mai temperate comparativ cu cele din SUA, a susținut continuarea ciclului de relaxare a politicii monetare de către Banca Centrală Europeană în luna aprilie. La nivel global însă procesul dezinflaționist este îngreunat de noile presiuni anticipate asupra lanțurilor de aprovizionare, generate de accentuarea protecționismului. În zona euro,

deși proiecțiile pe termen mediu indică o convergență graduală a inflației către țintă, persistă provocări legate de nivelul încă ridicat al inflației serviciilor, susținut de o piață a muncii care se ajustează lent.

Conform scenariului de bază actualizat, după nivelul de 4,86 la sută atins în luna martie 2025, în scădere de la 5,14 la sută la finele anului trecut, rata anuală a inflației IPC este anticipată să crească marginal în următorul trimestru, la 5,1 la sută în luna iunie, și să se mențină la acest nivel și în luna septembrie. Indicatorul își va relua traiectoria descendentă începând din trimestrul IV 2025, atingând 4,6 la sută în decembrie și va reintra în interiorul intervalului țintei în trimestrul III 2026, cu două trimestre mai târziu față de proiecția precedentă. Ulterior, rata anuală a inflației se va stabili în jumătatea superioară a intervalului țintei, nivelul prognozat pentru sfârșitul anului 2026 fiind de 3,4 la sută, iar la orizontul prognozei, trimestrul I 2027, de 3,3 la sută.

Comparativ cu *Raportul* anterior, noua traiectorie a ratei anuale a inflației IPC este revizuită în sens ascendent pe aproape tot intervalul de proiecție, cu excepția trimestrului II 2025. Revizuirile sunt de +0,8 puncte procentuale pentru luna

decembrie 2025 și de +0,3 puncte procentuale pentru sfârșitul anului 2026. Aceste ajustări sunt motivate de contribuții anticipate mai mari din partea inflației de bază – pe tot intervalul – și de impactul majorării prețului energiei electrice – în a doua jumătate a anului curent și prima jumătate a celui viitor –, reflectând ipoteza unei creșteri cu circa 15 la sută a acestuia de la 1 iulie 2025, când expiră schema actuală de plafonare. Pe parcursul anului 2025, presiunile ascendente menționate anterior sunt doar parțial contrabalansate de dinamici anticipate mai favorabile pentru majoritatea celorlalte componente exogene ale coșului (combustibili, tutun, alcool și LFO). Traectoria ratei anuale a inflației IPC din anul 2026 va fi marcată de efecte de bază semnificative, induse de șocurile anticipate pentru anul curent, cu precădere cel legat de prețul energiei electrice. În consecință, se anticipează o volatilitate sporită a inflației anuale pe parcursul anului 2026, cu fluctuații în ambele sensuri.

Proгноza privind rata anuală a inflației CORE2 ajustat indică o traiectorie continuu descendentă în următoarele opt trimestre, cu excepția trimestrului II a.c. Cu toate acestea, ritmul dezinflației este anticipat a fi unul relativ lent, indicatorul urmând să reîntre în intervalul țintei de inflație abia în trimestrul III 2026, cu două trimestre mai târziu față de runda precedentă, similar inflației IPC. Astfel, rata anuală a inflației de bază este proiectată la 4,5 la sută la sfârșitul anului curent și la 3,2 la sută în decembrie 2026. Această traiectorie descendentă, deși graduală, a inflației CORE2 ajustat este susținută de factori fundamentali precum contribuția negativă, dar limitată, a *gapului* PIB, moderarea doar treptată a anticipațiilor inflaționiste și o dinamică relativ stabilă a prețurilor bunurilor din import. Revizuirea în sens ascendent a proiecției inflației de bază comparativ cu cea din februarie (cu 0,8 puncte procentuale la finele anului 2025 și cu 0,3 puncte procentuale în decembrie 2026) este motivată însă de presiunile inflaționiste recente, mai ample și mai persistente decât se anticipa anterior, la nivelul componentei de servicii (ca urmare a dinamicii costurilor salariale) și al alimentelor procesate (reflectând puseuri ale prețurilor unor materii prime agricole). La acestea se adaugă și impactul unor ajustări marginale în sens ascendent ale anticipațiilor inflaționiste și ale dinamicii prețurilor bunurilor din import.

În România, activitatea economică a înregistrat o decelerare semnificativă în 2024, creșterea medie anuală a PIB real coborând la 0,8 la sută, de la 2,4 la sută în 2023. Evoluția a avut la bază o dinamică alertă a consumului gospodăriilor populației, acoperit însă în mare parte din importuri, și o reducere consistentă a investițiilor, pe fondul unei conjuncturi nefavorabile care a afectat activitatea din industrie, exporturile, precum și intrările de capitaluri sub forma investițiilor străine directe și a fondurilor europene. Perspectivele pe termen scurt indică menținerea unui parcurs modest al economiei în prima jumătate a anului 2025, reflectând, pe plan intern, prelungirea calendarului electoral până în trimestrul II 2025, iar pe plan extern, incertitudinea sporită generată de tensiunile comerciale globale, precum și impactul acestora, transmis atât prin canale directe, cât și indirecte, asupra economiei românești.

În plus, dinamica proiectată a activității economice este influențată și de debutul, de la începutul anului curent, al procesului de consolidare fiscală. Acest determinant a avut un rol esențial în erodarea completă a excedentului de cerere agregată din economie și trecerea *gapului* PIB în teritoriu negativ încă din trimestrul I 2025, când este evaluat la -0,04 la sută. Măsurile de consolidare fiscală afectează atât

resursele financiare disponibile pentru consum ale gospodăriilor populației, cât și deciziile de investiții ale companiilor. Astfel, pe termen mediu este previzibilă o temperare a dinamicii cererii interne și, respectiv, o adâncire a *gapului* PIB în teritoriu negativ, acesta fiind estimat să atingă și să se mențină la un minim de -0,9 la sută în intervalul trimestrul IV 2025 – trimestrul II 2026. În consecință, deși proiecția actualizată menține, similar rundei anterioare, perspectiva unei reveniri graduale a creșterii economice pe termen mediu, susținută de dinamica încă relativ solidă a PIB potențial (chiar dacă ușor revizuită în jos), coordonatele actuale indică o temperare a ritmului acestei redresări atât în 2025, cât și în 2026.

Dinamica consumului individual efectiv al gospodăriilor populației este de așteptat să încetinească, în special pe parcursul acestui an, față de ritmul alert din 2024, sub impactul temperării venitului disponibil real și al deteriorării încrederii consumatorilor. În schimb, după contracția accentuată din trimestrul IV 2024, formarea brută de capital fix își va relua, în termeni secvențiali, creșterea, încă de la începutul anului 2025. Totuși, traiectoria investițiilor pe termen mediu rămâne strict condiționată de menținerea încrederii agenților economici și a percepției favorabile a investitorilor străini, dar mai ales de o accelerare decisivă a implementării proiectelor finanțate din fonduri europene.

În contextul evoluțiilor din mediul intern și extern, marcat de impactul tot mai pronunțat al șocurilor protecționiste recente, exporturile de bunuri și servicii sunt anticipate a cvasistagna în 2025. O redresare a acestora este așteptată cu precădere în 2026, pe fondul unei revigorări mai consistente a cererii externe. Importurile de bunuri și servicii, reflectând dinamica cererii interne, își vor menține probabil un avans relativ robust. Ca urmare, deficitul de cont curent este prognozat să rămână la niveluri ridicate, deși pe o traiectorie ușor descendentă față de valoarea din 2024 (8,4 la sută), reflectând și efectele consolidării fiscale. Per ansamblu, structura creșterii economice evidențiază în continuare rolul dominant al consumului privat (deși în atenuare), în timp ce formarea brută de capital fix va contribui pozitiv la dinamica PIB abia în 2026. Contribuția exportului net, deși se ameliorează față de 2024, rămâne negativă pe parcursul intervalului de prognoză.

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.

Intervalul scurs de la publicarea *Raportului asupra inflației* din februarie a fost marcat de materializarea parțială a unora dintre riscurile anticipate la acel moment, notabilă fiind tendința de intensificare a protecționismului comercial, cu efecte de amplificare a incertitudinii globale. În același timp, tensiunile geopolitice sunt persistente, deși fără escaladări majore recente, iar pe plan intern configurația pe termen mediu a politicilor fiscale și de venituri continuă să reprezinte o sursă relevantă de incertitudine. În acest context, evaluarea curentă a balanței riscurilor la adresa proiecției inflației indică predominanța celor de natură ascendentă, în special în cazul unor noi recrudescențe ale tensiunilor comerciale și al celor asociate expirării schemelor de plafonare a prețurilor la energie electrică și gaze naturale.

Accentuarea protecționismului comercial menționată anterior induce volatilitate pe piețele financiare, antrenează riscul unor măsuri de retorsiune și potențiale perturbări ale lanțurilor de valoare adăugată, afectând negativ încrederea și deciziile investiționale, generând perspective potențial divergente pentru evoluția ratei inflației. Astfel, scumpirea bunurilor din import și disfuncționalitățile din lanțurile de aprovizionare pot alimenta presiuni inflaționiste, însă acestea ar putea fi contrabalansate de efectul dezinflaționist al unei potențiale contracții a cererii agregate. Concomitent, riscurile induse de acești factori la adresa activității economice sunt orientate preponderent în sens descendent. În acest context, probabilitatea unor evoluții de tip stagflaționist la nivel global crește. La aceste riscuri se adaugă persistența tensiunilor geopolitice, fără semne de detensionare durabilă, și incertitudinile ridicate privind prețurile materiilor prime energetice, care reflectă atât riscuri din partea ofertei, cât și perspectivele fluctuante privind evoluția cererii globale.

Pe plan intern, în contextul electoral prevalent la momentul finalizării analizei din prezentul *Raport*, se conturau incertitudini suplimentare, atât prin prisma reacțiilor posibile, pe termen scurt, ale piețelor financiare – inclusiv asupra dinamicii cursului de schimb al leului, a randamentelor titlurilor de stat și ale celor de pe piața interbancară, a primei suverane de risc sau a volatilității activelor – cât și prin posibilele implicații, pe termen mediu și lung, asupra concepției și continuității politicilor fiscale și ale celor structurale.

Aplicarea măsurilor de consolidare fiscală prevăzute pentru anul 2025 prin OUG nr. 156/2024 a contribuit într-o anumită măsură la reducerea incertitudinilor pe termen scurt în ce privește conduita politicii bugetare. Cu toate acestea, atingerea țintelor asumate de autorități în planul multianual necesită măsuri de ajustare suplimentare, nespecificate la momentul formulării prognozelor, ceea ce menține incertitudinea pe termen mediu. Impactul inflaționist net al acestor viitoare măsuri va depinde decisiv de structura lor: majorările de impozite indirecte ar genera presiuni ascendente, în timp ce creșterea impozitelor directe sau restrângerea cheltuielilor ar avea efecte dezinflaționiste. În același timp, atingerea țintelor de deficit bugetar asumate de autorități ar putea consolida credibilitatea externă, cu potențiale efecte favorabile asupra ratingului suveran și a percepției investitorilor. O astfel de evoluție ar favoriza menținerea unor costuri sustenabile de finanțare a datoriei publice și a celei externe și, totodată, ar sprijini stabilitatea fluxurilor de capital, a cursului de schimb și implicit a ratei inflației.

Riscul unei absorbții incomplete sau întârziate a fondurilor europene alocate se intensifică, având implicații negative multiple pentru economie. Atragerea fondurilor, în special a celor din PNRR – constrânsă de termenul-limită, sfârșitul anului 2026 –, se confruntă cu obstacole legate de capacitatea administrativă limitată, dificultăți deja observate în îndeplinirea jaloanelor și țintelor intermediare, precum și cu necesitatea revizuirii de către autorități a planului, pentru a maximiza gradul de utilizare a fondurilor disponibile. Orice întârzieri semnificative în absorbție ar limita volumul investițiilor finanțate prin aceste programe, diminuând impactul pozitiv asupra creșterii PIB potențial și capacitatea de a contrabalansa efectele restrictive ale consolidării fiscale. Suplimentar, ar fi afectată negativ finanțarea deficitului de cont curent, accentuând

vulnerabilitățile externe în contextul nivelului deja redus al acoperirii acestuia din surse stabile.

Pe plan intern, incertitudini ridicate sunt atribuite evoluției viitoare a prețurilor la electricitate și gaze naturale, ulterior finalizării schemei de plafonare a acestora. În cazul electricității, schema va expira într-un orizont de timp relativ apropiat (la finalul lunii iunie), iar ofertele existente în prezent pe piață sugerează riscuri ascendente semnificative. Impactul direct al majorării prețurilor ar putea fi totodată amplificat de cel indirect, prin canalul costurilor de producție, respectiv de efectele de runda a doua, prin canalul anticipațiilor inflaționiste.

Riscurile provenite din evoluțiile de pe piața muncii continuă să se manifeste preponderent în sens inflaționist pe termen mediu. Persistă incertitudini considerabile privind amploarea translatării în prețuri a majorărilor salariale din sectorul privat, care ar putea fi mai accentuată decât în scenariul de bază, inclusiv ca reacție a companiilor la eliminarea unor facilități fiscale sectoriale (alimentar, construcții, IT&C) la începutul anului curent. Suplimentar, pe termen mediu, o eventuală accentuare a dezechilibrelor structurale – precum neconcordanțele dintre calificarea lucrătorilor și cerințele angajatorilor, inclusiv cele derivate din tranziția verde și digitală – ar putea alimenta noi presiuni asupra costurilor salariale și, implicit, genera presiuni inflaționiste superioare celor din scenariul de bază.

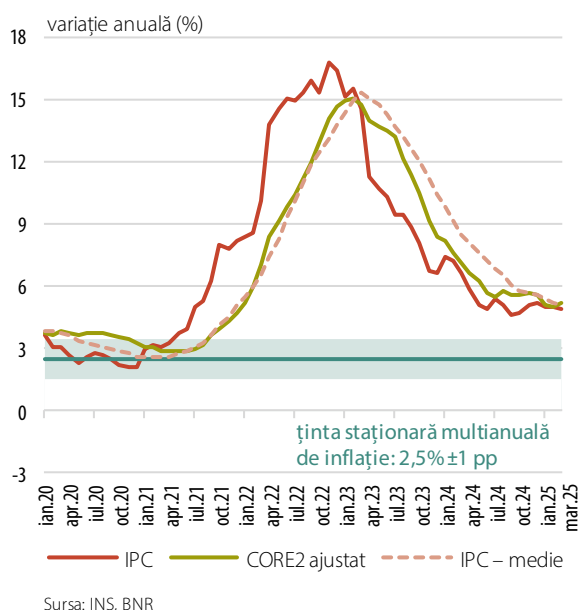
Decizia de politică monetară

Data fiind perspectiva menținerii ratei anuale a inflației deasupra intervalului țintei până la mijlocul anului viitor și pe o traiectorie semnificativ mai ridicată decât cea anticipată anterior, și având în vedere riscurile și incertitudinile asociate acesteia, Consiliul de administrație al BNR a decis în ședința din 16 mai 2025 menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută. Totodată, s-a decis menținerea ratei dobânzii pentru facilitatea de creditare (*Lombard*) la 7,50 la sută și a ratei dobânzii la facilitatea de depozit la 5,50 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 s-a înscris pe o traiectorie descrescătoare în primul trimestru din 2025, coborând până la 4,86 la sută în luna martie (-0,28 puncte procentuale față de finele anului trecut), în bună măsură pe fondul tendinței de scădere a cotației petrolului Brent. Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a avut, de asemenea, o tendință de scădere, după două trimestre de cvasistagnare, coborând până la 5,2 la sută în martie (de la 5,6 la sută în decembrie 2024), în contextul atenuării inflației importate și al slăbirii cererii de consum. În schimb, se mențin presiunile din partea costurilor cu forța de muncă și a celor cu unele mărfuri agricole, ceea ce alimentează anticipațiile privind inflația pe termen scurt (Grafic 1.1).

Grafic 1.1. Evoluția inflației

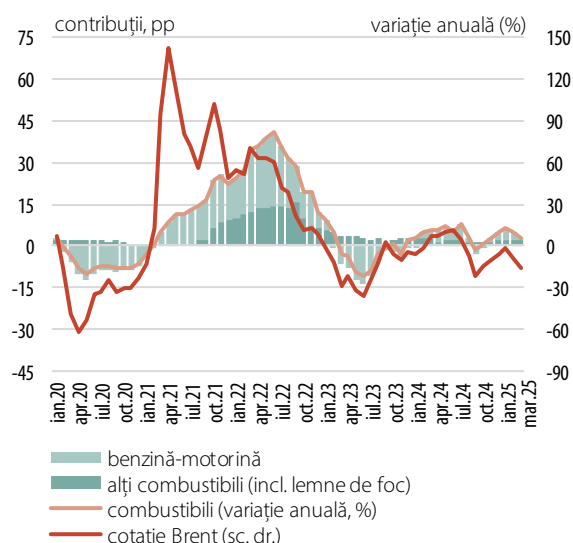


Tendința descendentă a IPC în prima parte a anului 2025 se datorează, în bună măsură, segmentului combustibililor, prețurile interne ale carburanților reflectând corecția cotației Brent. După o creștere episodică până la un vârf de 82 USD/baril în ianuarie, prețul petrolului a coborât până la circa 74 USD/baril la finele lunii martie, pe fondul gradului redus de predictibilitate al politicilor comerciale promovate de administrația americană, dar și al unei potențiale flexibilizări a sancțiunilor impuse Rusiei. Anunțul OPEC+ privind ridicarea limitelor de producție începând din luna mai 2025 a reprezentat, de asemenea, un factor de influență în evoluția prețului internațional al petrolului. O contribuție suplimentară la restrângerea variației anuale a inflației la nivelul combustibililor a revenit lemnului de foc, prețurile acestora ajustându-se descendent în primul trimestru al anului curent, ulterior unei scumpiri puțin mai ample spre sfârșitul anului 2024 (Grafic 1.2).

În structura grupei bunurilor energetice, componenta „energie electrică și gaze naturale” a evoluat în sens contrar, dinamica sa anuală menținându-se totuși în teritoriu negativ la finele trimestrului I. Furnizorii de gaze naturale au transpus în tarifele de consum pe parcursul primelor două luni ale anului creșterea cotațiilor observată pe piețele *en gros*, majorându-le până la nivelul plafonului (ceea ce a condus la o variație cumulată a tarifului mediu de peste 10 la sută în primele două luni ale anului 2025); încheierea sezonului rece a permis însă în martie o ușoară scădere. Tariful mediu pentru energia electrică a oscilat ușor în ambele sensuri¹.

¹ Ca urmare a includerii în preț de către unul dintre furnizori a unor regularizări, dar și pe fondul migrației între tranșele de consum

Grafic 1.2. Cotația țițeiului și prețul combustibililor



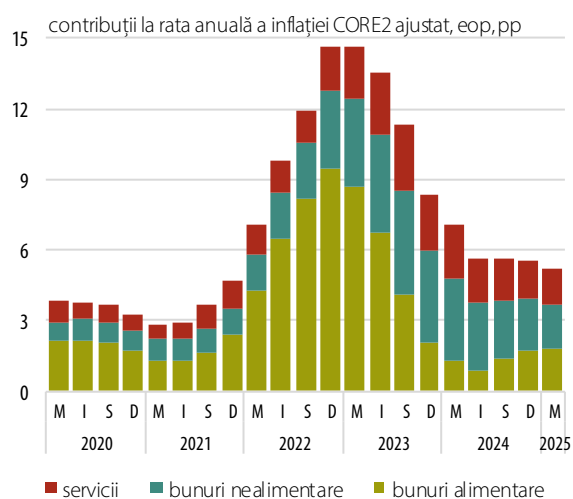
Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

O contribuție dezinflaționistă a venit și din partea produselor din tutun, în cazul cărora majorarea de preț realizată de producători în primul trimestru al anului 2025 a avut o amplitudine medie ușor mai redusă decât cea operată în aceeași perioadă a anului anterior. De asemenea, variația anuală a prețurilor grupei LFO și-a continuat corecția (după creșterile accentuate din a doua jumătate a anului trecut, când depășise nivelul de 10 la sută), prețurile legumelor și fructelor înregistrând dinamici lunare sub mediile multianuale, în contextul unei oferte adecvate pe plan european².

După o evoluție cvasistabilă în a doua jumătate a anului 2024, rata anuală a inflației CORE2 ajustat a coborât până la 5,2 la sută în luna martie (de la 5,6 la sută în decembrie). Reducerea inflației de bază a fost imprimată de temperarea dinamicii anuale a prețurilor bunurilor nealimentare (Grafic 1.3), care a scăzut în martie la 5,4 la sută, nivel inferior cu

un punct procentual celui din decembrie 2024; tendința a fost susținută de temperarea presiunilor pe filiera importurilor, după cum sugerează indicatorii folosiți pentru aproximarea prețurilor de import: variația anuală a IAPC exclusiv energie din zona euro s-a ajustat până la 2,5 la sută în martie 2025, în timp ce prețurile de producție industrială pentru piața externă din zona euro aferente bunurilor de consum și-au redus dinamica anuală până la 1,9 la sută în februarie (valori situate cu 0,2 puncte procentuale, respectiv 0,5 puncte procentuale sub cele atinse la finele anului trecut). Totodată, la nivelul acestui segment încep să fie vizibile efectele moderării cererii de consum.

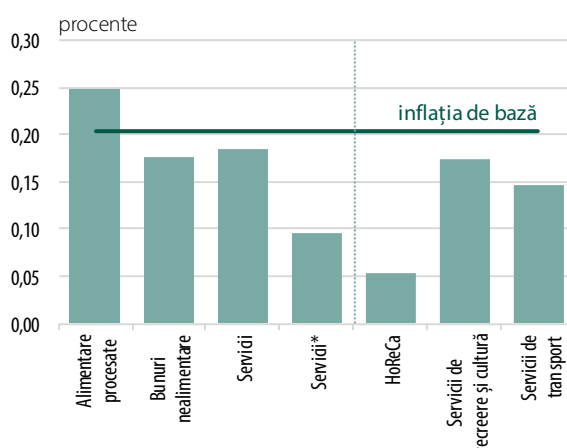
Grafic 1.3. Componentele inflației de bază CORE2 ajustat



Notă: Contribuțiile nu exclud modificările cotelor TVA.

Sursa: INS, calcule BNR

Grafic 1.4. Frecvența medie lunară de modificare a prețurilor pentru inflația de bază și subcomponente



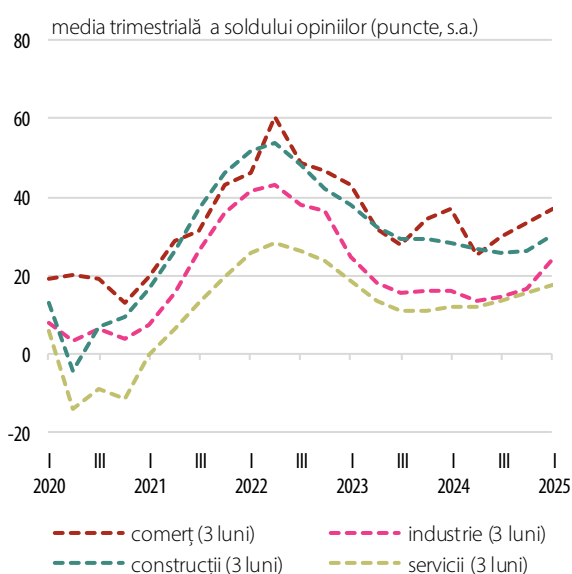
*) cu excepția unor categorii foarte sensibile la fluctuațiile cursului de schimb (asigurări, telefonie)

Sursa: INS, calcule BNR

² În ciuda condițiilor climaterice eratic de pe parcursul anului 2024, se estimează că, la nivelul Uniunii Europene, producția de fructe a fost doar marginal inferioară celei din 2023, în timp ce producția de legume a fost chiar ușor superioară (European Statistics Handbook, Fruit Logistica, 2025).

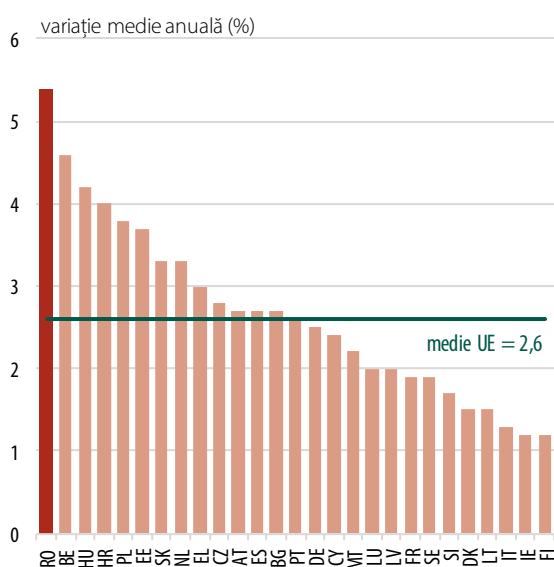
Dinamica anuală a prețurilor serviciilor de piață a înregistrat, de asemenea, o temperare, însă de amplitudine ceva mai redusă (doar -0,5 puncte procentuale față de decembrie, până la 6,3 la sută) și care poate fi pusă mai degrabă pe seama unui efect statistic favorabil, ratele lunare (ajustate sezonier) accelerând consistent în februarie și martie 2025. Un factor explicativ al dezinflației lente pe segmentul serviciilor (Grafic 1.4) poate fi frecvența mai redusă de modificare a prețurilor pe acest segment, o parte importantă dintre operatori stabilind prețurile în cadrul unor contracte pe perioadă determinată, transmiterea presiunilor acumulate realizându-se doar la momentul actualizării contractelor. Astfel, nivelul ridicat al persistenței inflației serviciilor de piață reflectă inclusiv indexarea automată cu rata inflației a unor contracte, la anumite intervale de timp. Dinamici lunare ample au fost observate și pentru prețurile alimentelor

Grafic 1.5. Anticipații privind evoluția prețurilor



Sursa: CE-DG ECFIN

Grafic 1.6. IAPC mediu anual în UE – mar. 2025



Sursa: Eurostat

procesate, inflația anuală a acestui segment urcând până la 4,5 la sută în luna martie (+0,3 puncte procentuale față de finele anului trecut), valoare ce nu a mai fost atinsă de mai bine de un an. Unul dintre determinanții principali ai inflației pe cele două segmente rămâne nivelul încă ridicat al dinamicii anuale a costurilor salariale, în contextul unei noi majorări a salariului minim brut pe economie în luna ianuarie 2025, impactul fiind accentuat în industria alimentară de eliminarea facilităților fiscale, angajatorii luând decizia de a acoperi parțial pierderea suferită de angajați prin creșterea salariilor brute. În plus, inflația alimentelor procesate este susținută și de menținerea presiunilor asociate costurilor cu unele materii prime agroalimentare (lactate și semințe oleaginoase).

Agenții economici din toate sectoarele au continuat să își ajusteze ascendent așteptările pe termen scurt privind traiectoria prețurilor în trimestrul I 2025 (Grafic 1.5), anticiparea unor dinamici mai ridicate în viitor reprezentând un alt factor care întreține rate ridicate ale inflației în prezent (întrucât încurajează o ajustare mai amplă a prețurilor, care să acopere și evoluțiile viitoare). Totuși, anticipațiile inflaționiste ale analiștilor bancari, care vizează perioade mai lungi (un an, respectiv doi ani) s-au menținut la un nivel similar celui înregistrat la finele trimestrului anterior (și, pentru orizontul de doi ani, chiar la limita superioară a intervalului țintei de inflație), ceea ce sugerează o perspectivă dezinflaționistă pe termen mediu.

Rata medie anuală a IPC a continuat să se reducă în trimestrul I 2025, ajungând la nivelul de 5,1 la sută în cazul indicatorului calculat pe baza metodologiei naționale, respectiv 5,4 la sută în cazul celui calculat

conform structurii armonizate (-0,5 puncte procentuale, respectiv -0,4 puncte procentuale față de sfârșitul anului trecut). Astfel, diferența față de media europeană s-a redus până la 2,8 puncte procentuale, cu 0,4 puncte procentuale sub cea înregistrată la finele anului trecut (Grafic 1.6).

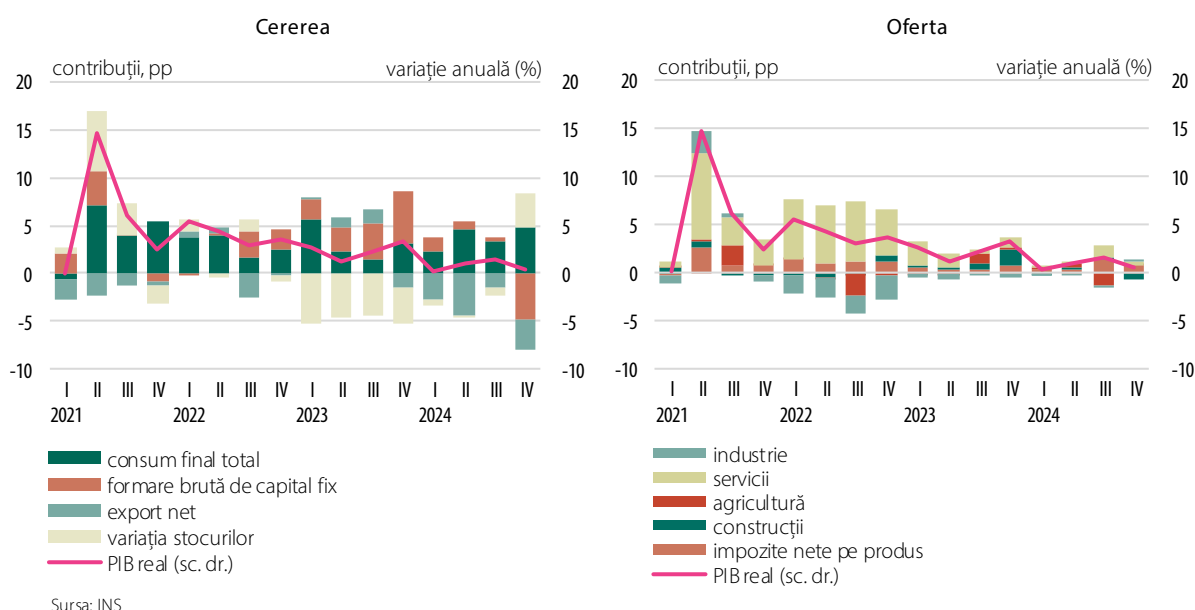
Nivelul efectiv al ratei anuale a inflației IPC la finele trimestrului I 2025 s-a situat cu 0,3 puncte procentuale peste cel prognozat în ediția din luna februarie a *Raportului asupra inflației*. Pe de o parte, dezinflația CORE2 ajustat a fost mai lentă decât cea anticipată, iar pe de altă parte, transpunerea majorării cotațiilor gazelor naturale pe piețele *en gros* în tarifele finale pentru consumatorii casnici a fost mai pronunțată comparativ cu așteptările.

2. Evoluții ale activității economice

1. Cererea și oferta

În trimestrul IV 2024, dinamica PIB real a fost de 0,5 la sută (variație anuală³), încheind astfel un an caracterizat de variații trimestriale modeste, care au condus la o creștere economică de 0,8 la sută, notabil sub valoarea de 2,4 la sută din 2023 (Grafic 2.1).

Grafic 2.1. Contribuții la creșterea economică



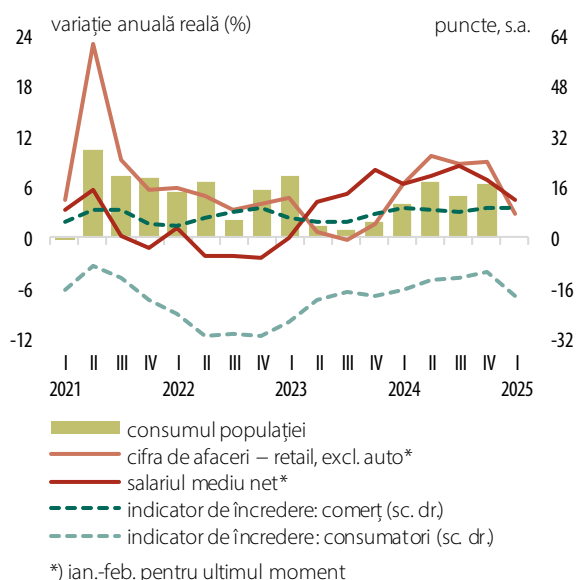
La nivelul ofertei, similar trimestrului anterior, dinamica pozitivă a fost atribuită impozitelor nete pe produs (cu o contribuție de 0,7 puncte procentuale), pe seama ambelor componente – impozitele s-au majorat cu 6,4 la sută, posibil datorită creșterii gradului de colectare a TVA, iar subvențiile au scăzut cu 19,1 la sută, în principal ca urmare a modificării schemei de compensare a facturilor pentru consumul casnic de energie electrică, prin scăderea limitei de decontare acordată de stat furnizorilor⁴. Din perspectiva sectoarelor de activitate, valoarea adăugată brută s-a redus cu 0,2 la sută, creșterea timidă din industrie și servicii (cu 0,7 la sută în fiecare caz) și majorarea VAB din agricultură (7,1 la sută) fiind insuficiente pentru a contrabalansa contracția cu 5,9 la sută a VAB din construcții. Peisajul economic

³ În această secțiune, comentariile privind evoluția în termeni anuali a PIB au la bază seriile de volum exprimate în prețurile trimestrului corespunzător al anului precedent.

⁴ Potrivit OUG nr. 32/2024, valoarea maximă a prețului mediu ponderat al energiei electrice la care ANRE calculează sumele de decontat de la bugetul de stat pentru furnizorii de energie electrică s-a stabilit la 700 lei/MWh, pentru consumul înregistrat începând cu 1 aprilie 2024 (anterior, plafonul fusese de 900 lei/MWh).

nu este încurajator nici din perspectiva cererii – poziția investițiilor s-a înrăutățit, în timp ce menținerea traiectoriei robuste a consumului privat a dat un nou imbold importurilor, ceea ce s-a regăsit în accentuarea efectului contracționist al exportului net, în condițiile în care exporturile au continuat să se restrângă.

Grafic 2.2. Consumul populației



Sursa: INS, CE-DG ECFIN, calcule BNR

Consumul populației și-a continuat parcursul ascendent și în ultimul trimestru al anului 2024 (+6,3 la sută), pe fondul majorărilor ample înregistrate de salariile reale ale populației pe parcursul anului (în medie, cu peste 7 la sută), precum și de creditele de consum. În perioada imediat următoare, cererea de consum este posibil să se modereze, în condițiile efectului de temperare indus asupra dinamicii salariilor nete de măsurile adoptate de autorități la începutul anului 2025⁵. Încetinirea creșterii consumului este reliefată și de indicatorul de încredere a populației, care s-a deteriorat în trimestrul I 2025 cu 7,4 puncte față de media aferentă trimestrului IV 2024 (Grafic 2.2).

Datele cu privire la activitatea comercială relevă deja o temperare consistentă a dinamicii anuale a vânzărilor din comerțul cu amănuntul, până la 2,8 la sută

în ianuarie-februarie 2025, de remarcat fiind restrângerea activității pe segmentul alimentar (cu 2,3 la sută în termeni anuali). În acest din urmă caz, volumul vânzărilor se va redresa, probabil, în perioada următoare, așteptările operatorilor din sector plasându-se în ianuarie-martie 2025 la o medie superioară celei din trimestrul IV 2024 (13 puncte față de 8 puncte), în timp ce informațiile din piață sugerează menținerea interesului acestora pentru extinderea rețelelor de magazine în 2025, cu un ritm cel puțin similar celui din anul precedent.

În ultimul trimestru din 2024, execuția bugetului general consolidat și-a accentuat deteriorarea în raport cu perioada similară a anului anterior, soldându-se cu un deficit de 56,5 miliarde lei (3,2 la sută din PIB), mult superior celui din trimestrul IV 2023 (33,6 miliarde lei, respectiv 2,1 la sută din PIB). Față de precedentele trei luni, deficitul bugetar a înregistrat astfel o creștere considerabil mai pronunțată decât în 2023⁶. Aceasta a fost rezultanta majorării cheltuielilor bugetare totale⁷, prioritar cu aportul unor cheltuieli de natură curentă⁸ și al celor de capital, spre deosebire de perioada

⁵ Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 156/2024

⁶ În trimestrul III 2024 s-a consemnat un deficit bugetar de 32,6 miliarde lei (1,9 la sută din PIB), iar în trimestrul III 2023, deficitul bugetar a ajuns la 19,2 miliarde lei (1,2 la sută din PIB).

⁷ În termeni anuali reali, ritmul de creștere a cheltuielilor bugetare totale s-a redus totuși la 10,1 la sută (de la 14,0 la sută în trimestrul anterior), însă predominant ca urmare a adâncirii în teritoriu negativ a dinamicii anuale reale a cheltuielilor cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile, inclusiv pe fondul efectului de bază asociat creșterii acestor cheltuieli în ultimul trimestru din 2023, în contextul finalizării precedentului cadru financiar multianual (2014-2020).

⁸ În principal, cheltuieli cu bunuri și servicii, alte transferuri, alte cheltuieli, precum și cheltuieli de personal și, respectiv, cu asistența socială (reflectând în mare parte impactul recalculării pensiilor la finele trimestrului anterior); o influență similară ca sens, dar mult mai redusă, a avut-o și majorarea cheltuielilor cu dobânzile.

similară a anului trecut când principala contribuție a aparținut cheltuielilor cu proiectele finanțate din fonduri externe nerambursabile⁹. Veniturile bugetare au consemnat, de asemenea, o creștere în acest interval, dar mult mai modestă¹⁰, în principal pe seama măririi sumelor primite de la UE, precum și a unor venituri fiscale¹¹ și a contribuțiilor de asigurări.

Pe ansamblul anului 2024, execuția bugetară s-a soldat cu un deficit de 152,7 miliarde lei (8,7 la sută din PIB), mult mai mare decât cel înregistrat în 2023 (90,1 miliarde lei, respectiv, 5,6 la sută din PIB)¹².

În primul trimestru al anului curent, execuția bugetară a generat un deficit de 43,7 miliarde lei (2,3 la sută din PIB), superior celui consemnat în intervalul similar din 2024 (35,9 miliarde lei, respectiv 2,0 la sută din PIB).

După creșteri tot mai lente de la începutul anului, formarea brută de capital fix a înregistrat în trimestrul IV o contracție de aproape 18 la sută (inclusiv pe seama reducerii cu circa 10 la sută din perioada curentă). Evoluția anemică a acumulărilor de capital fix (și probabilitatea scăzută de revigorare în viitorul apropiat) a fost determinată de parcursul nesatisfăcător al activității economice din ultimul an, care a erodat resursele proprii din sectorul corporativ (principalul canal de finanțare a investițiilor). Totodată, climatul investițional global, marcat în continuare de incertitudine¹³, s-a conjugat cu particularitățile limitative ale mediului autohton (cadru fiscal imprevizibil și restrictiv, prelungirea calendarului electoral până în trimestrul II 2025). În acest context, la nivelul anului 2024, fluxurile nete de ISD sub forma participațiilor la capital (inclusiv reinvestirea profiturilor) către economia românească s-au redus cu 37,5 la sută. În plus, absorbția fondurilor europene nerambursabile a încetinit – evoluție determinată de încheierea perioadei de încasare aferente CFM 2014-2020, dar și de capacitatea administrativă scăzută de atragere și gestionare a resurselor aferente instrumentelor financiare în derulare. Astfel, în cazul CFM 2021-2027, au fost absorbite doar 53 la sută din fondurile structurale și de coeziune estimate pentru anul 2024, în timp ce în cazul PNRR, România nu a reușit în acest an încasarea niciunei cereri de plată, plasându-se printre economiile cu cele mai mici rate de îndeplinire a țintelor și jaloanelor – 13,7 la sută, jumătate din media UE.

⁹ Cu impact totuși mai scăzut asupra soldului bugetar, dată fiind evoluția relativ similară a sumelor primite de la UE.

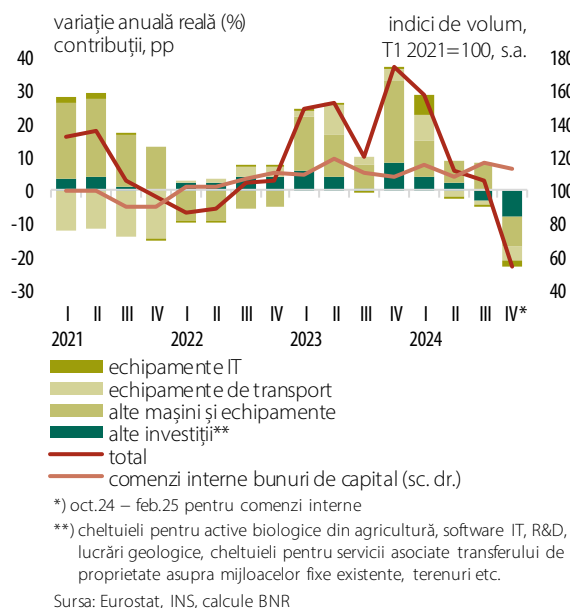
¹⁰ În aceste condiții, ritmul anual real de creștere a veniturilor bugetare a coborât în teritoriu negativ, la -1,0 la sută (de la 6,7 la sută în trimestrul anterior), în principal ca efect al comprimării în termeni anuali a sumelor primite de la UE.

¹¹ Încasări din impozitul pe profit, din TVA și din accize

¹² Totodată, deficitul bugetar a depășit ușor plafonul de 151,8 miliarde lei stabilit în decembrie 2024 (prin OUG nr. 138/2024), după ce în septembrie ținta de deficit a fost majorată la 122,9 miliarde lei prin rectificarea bugetară (OUG nr. 113/2024), de la valoarea de 86,6 miliarde lei prevăzută în programul bugetar inițial (Legea nr. 417/2023).

¹³ Acest context a condus la scăderea ISD către economiile în dezvoltare (cu 2 la sută, pentru al doilea an consecutiv), potrivit UNCTAD.

Grafic 2.3. Investiții, exclusiv construcții



Declinul formării brute de capital fix din trimestrul IV a fost localizat la nivelul ambelor componente majore – achiziții de mașini și echipamente (scădere de peste 20 la sută) și construcții (-15,2 la sută în termeni anuali), Grafic 2.3. În cel din urmă caz, evoluția a fost atribuită în principal lucrărilor ingineresti, care au înregistrat prima contracție din anul 2024 (cu 8,2 la sută). Traectoria este însă posibil să se inverseze în primele luni din 2025, o posibilă contribuție revenind decontării cu întârziere a lucrărilor pentru proiecte inaugurate spre finalul anului precedent, dar nerecepționate¹⁴ (Grafic 2.4).

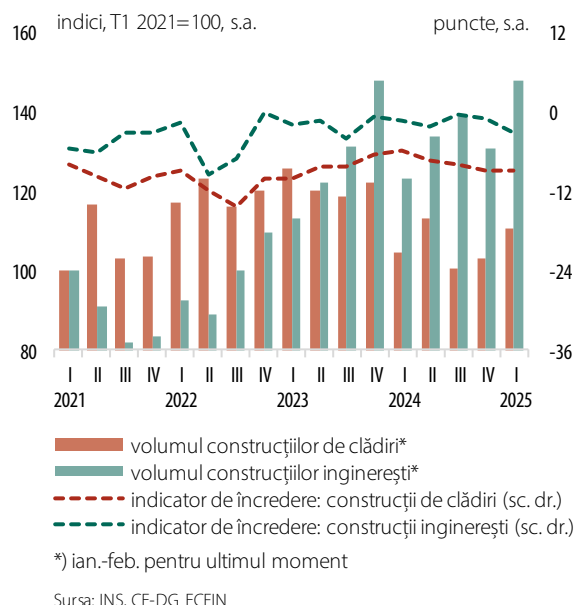
Cererea externă netă și-a accentuat influența negativă asupra dinamicii anuale a PIB real, până la -3 puncte procentuale în trimestrul IV. Exporturile de bunuri au cunoscut o revenire timidă (+0,6 la sută, variație anuală), însă importurile și-au intensificat creșterea până la 6,2 la sută. Dezechilibrul comercial va continua probabil să erodeze dinamica PIB real pe termen scurt, în condițiile în care livrările externe se vor derula într-o conjunctură dificilă (evoluție încă neconvingătoare a economiilor europene, îngreunată suplimentar de războiul comercial cu SUA, Caseta 1), iar acoperirea cererii interne va antrena menținerea dinamicii pozitive a importurilor (Grafic 2.5).

Traectoria exporturilor de bunuri a resimțit și în trimestrul IV influența puternică a factorului climatic, seceta din anul 2024 având drept efect direct contracția severă a volumului livrărilor externe de materii prime agricole (cu circa 40 la sută), care au rămas astfel grupa cu aportul cel mai consistent la înrăutățirea balanței comerciale. Semnalele privind o redresare a exporturilor în acest an nu sunt deocamdată încurajatoare – temperaturile scăzute din februarie-martie au afectat culturile de toamnă (în special cele de rapiță), în timp ce tranzacțiile

externe se vor derula într-un context instabil, imprimat de noua politică comercială a SUA.

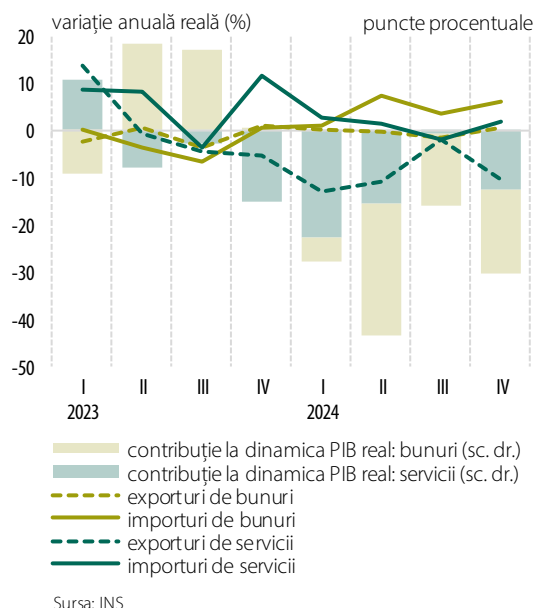
O evoluție pozitivă au înregistrat exporturile de bunuri industriale (creștere a volumului cifrei de afaceri cu 3,4 la sută), dar surse de incertitudine pentru viitorul apropiat se profilează și pe acest segment. Astfel, sectorul auto s-a remarcat din nou prin ritmuri de două cifre atât în cazul livrărilor de mașini, cât și în cel al componentelor.

Grafic 2.4. Construcții



¹⁴ Datele efective pentru primele două luni din anul 2025 confirmă această ipoteză – majorare cu 13,4 la sută a volumului lucrărilor față de media trimestrului IV 2024, survenită după restrângerea cu circa 6 la sută de la finalul anului trecut.

Grafic 2.5. Comerț exterior



Este însă greu de spus dacă evoluția se va prelungi, în condițiile în care completarea recentă a ofertei autohtone cu patru modele noi (dintre care trei versiuni electrice din gama Ford), având piața europeană drept principală destinație la export, s-a produs într-o perioadă de ascensiune a concurenței din partea mașinilor chinezești. Totodată, industria auto germană, către care se îndreaptă circa 45 la sută din exporturile de componente ale firmelor locale, va avea probabil un parcurs modest, inclusiv în perspectiva tensionării relațiilor comerciale cu SUA – piață care absoarbe circa 15 la sută din exporturile auto germane. Livrări în creștere au înregistrat și industria de prelucrare a petrolului și extracție a gazelor naturale. Cu toate acestea, soldul tranzacțiilor comerciale pe ansamblul sectorului energetic s-a deteriorat, întrucât producția locală de carburanți este dependentă în mare măsură de importurile de țiței, iar balanța energiei electrice

a fost în continuare afectată de scăderea componentei hidro, ca efect al secetei. Restrângerea exporturilor s-a produs pe fondul trenării activității economice în zona euro, această influență fiind dublată de presiunea din partea costurilor cu forța de muncă – mai preocupantă din perspectiva competitivității, în ramurile cu utilizare intensivă a acestui factor (de exemplu, industria ușoară, dar și industria electronică sau cea de mașini și echipamente¹⁵) –, inclusiv din cauza majorărilor recurente ale salariului minim brut pe economie.

Caseta 1. Impactul noilor tarife vamale ale SUA asupra relațiilor comerciale internaționale ale României

Cadrul macroeconomic global se află în prezent în pragul unor modificări profunde aduse de schimbarea politicilor comerciale adoptate de SUA odată cu instalarea noii administrații la începutul anului 2025. Decizia de impunere de tarife asupra importurilor din țările partenere, precum și întregul proces din jurul acesteia (timpii de așteptare, negocierile bilaterale, exceptările și amânările care au avut loc), au afectat deja economia globală prin creșterea substanțială a gradului de incertitudine, efectele fiind resimțite mai ales în planul deciziilor investiționale prin amânarea sau recalibrarea acestora. Ulterior, cel mai vizibil canal prin care un șoc tarifar afectează țările partenere este cel comercial, prin restrângerea exporturilor, prezenta analiză propunându-și să evalueze efectele noilor tarife vamale asupra tranzacțiilor internaționale ale economiei românești. Acesta este însă doar unul dintre canalele de influență, efectele unui șoc tarifar propagându-se rapid și asupra altor dimensiuni ale economiei (prin creșterea prețurilor de producție, scăderea gradului de ocupare, majorarea costurilor de finanțare etc.).

¹⁵ Și în cazul acestor două ramuri ponderea cheltuielilor cu salariații în totalul producției depășește nivelul mediu pentru întreg sectorul manufacturier.

În calitate de economie deschisă de mici dimensiuni, România este vulnerabilă în fața consecințelor negative ale protecționismului comercial. Deși exporturile de bunuri către Statele Unite au o pondere relativ modestă, de circa 2,5 la sută din total, expunerea comercială indirectă este relevantă, în contextul integrării în lanțurile de producție ale zonei euro, care exportă produsul finit către SUA. România furnizează bunuri intermediare pentru industriile de export ale Germaniei, Franței și Italiei – în special în sectoarele de echipamente electrice, auto și produse chimice. Astfel, o contracție a importurilor americane în urma impunerii tarifelor exercită un efect asupra economiei românești și prin partenerii terți din nucleul zonei euro.

Modelul teoretic. Elasticitatea de substituție

Evaluarea impactului tarifar are la bază un model teoretic conform căruia o economie (SUA) poate opta, în cadrul fiecărui sector de activitate, pentru bunuri produse local sau importate, acestea fiind caracterizate de o elasticitate de substituție constantă (în esență, acest parametru cuantifică măsura în care importurile și producția locală sunt substituibile sau complementare).

Consumul total al unui bun este o combinație între bunuri autohtone (D) și importuri (M), exprimate printr-o funcție CES:

$$Q = \left[\delta_D \cdot D^{\frac{\sigma-1}{\sigma}} + \delta_M \cdot M^{\frac{\sigma-1}{\sigma}} \right]^{\frac{\sigma}{\sigma-1}}$$

unde σ este elasticitatea de substituție între bunuri interne și importuri, iar δ sunt parametrii de partajare (*share weights*).

Se presupune că agenții economici încearcă să minimizeze costurile totale ale achizițiilor, respectând un anumit nivel fix al cererii sau al producției. Consumul total este privit ca o combinație între bunuri autohtone și bunuri importate, fiecare contribuind într-o proporție determinată de preferințele consumatorilor.

Prin urmare, se minimizează alocarea bugetară pentru ca nivelul consumului $\tilde{Q}$ să se mențină:

$$\begin{aligned} \min & P_D \cdot D + P_M \cdot M \\ Q &= \tilde{Q} \end{aligned}$$

Urmând apoi o optimizare *Lagrange*:

$$\mathcal{L}(D, M, \lambda) = P_D \cdot D + P_M \cdot M + \lambda \left[\tilde{Q} - \left(\delta_D \cdot D^{\frac{\sigma-1}{\sigma}} + \delta_M \cdot M^{\frac{\sigma-1}{\sigma}} \right)^{\frac{\sigma}{\sigma-1}} \right]$$

iar după obținerea cererii *Hicks* compensate și eliminarea parametrului *Lagrange*, cererea importurilor va fi reflectată de relația:

$$M = \tilde{Q} \cdot (\delta_M)^{\sigma} \cdot \left(\frac{P_M}{P_Q} \right)^{-\sigma}$$

unde P_M este prețul bunurilor importate, iar P_Q este indicele de preț CES pentru bunul compozit. În mod intuitiv, cererea de importuri va fi influențată, *ceteris paribus*, de prețurile relative și de elasticitatea de substituție – cu cât bunurile sunt mai substituibile, cu atât efectul unui tarif asupra volumului importat este mai mare.

Astfel, teoria ne arată că nu doar modificarea prețului contează, ci și modul în care această modificare este percepută în termeni relativi – adică ținând cont de creșterea proporțională a prețului de import față de cel al produsului total consumat. Acesta este motivul pentru care, în calculele empirice, impactul tarifar nu se exprimă doar în funcție de rata tarifară (t), ci și de o corecție mai precisă a acesteia, care ține cont de structura consumului.

Logaritmând și diferențiind, vom obține:

$$\Rightarrow \Delta M / M \approx -\sigma \cdot \frac{t}{1+t} \quad (*)$$

În relația de mai sus, modificarea prețului importurilor a fost aproximată prin raportul $\frac{t}{1+t}$, presupunându-se concomitent că dimensiunea acestora este redusă în raport cu agregarea Q , astfel încât efectul asupra prețului corespunzător să fie neglijabil.

Prin urmare, alegerea judicioasă a elasticității devine crucială pentru estimarea impactului tarifar. Literatura de specialitate distinge între două tipuri de elasticități: cele micro (specifice unor analize cu un nivel mai profund al dezagregării) și cele macro. Elasticitatea micro, așa cum este definită în lucrările lui Feenstra, Obstfeld și Russ (2010), reflectă substituția între bunuri din două țări străine distincte – de exemplu, între autovehiculele produse în Germania și cele produse în Japonia – și tinde să aibă valori mai ridicate, reflectând concurența directă dintre furnizori similari. Pe de altă parte, elasticitatea macro exprimă substituția între un bun importat în ansamblul său și un bun similar produs pe plan intern. Prezentul cadru de analiză vizează efectele aplicării unui spectru general de tarife comerciale asupra importurilor provenite dintr-o economie parteneră în ansamblul său, utilizarea elasticităților macro fiind adecvată. Fundamentarea efectivă a acestora, la nivel de diviziune CAEN, are la bază valorile obținute în literatura de specialitate – Feenstra *et al.* (2010), Imbs și Mejean (2015), Riker (2020), Phillips (2024), dar și valorile calibrate în modele CGE globale, precum GTAP și OCDE-TiVA. Momentele centrale ale elasticităților variază între 0,4 și 1,8: valori mai reduse se regăsesc în sectoarele cu substituție limitată (de exemplu, autovehicule, produse farmaceutice), în timp ce sectoarele cu bunuri mai standardizate și supuse unei concurențe ridicate (de exemplu, echipamente electrice, textile, mase plastice) prezintă elasticități superioare (Tabel A).

Tabel A. Elasticități macro de substituție

CAEN Rev. 2	Elasticitate (σ)			Sursa
	redusă	medie	înalță	
Produse agricole, vânătoare și servicii anexe (CAEN 01)	0,6	0,80	1	Welsch (2008), Environmental Elasticities of Substitution
Produse silvice, exploatare forestieră și servicii conexe (CAEN 02)	0,5	0,70	0,9	Welsch (2008), Environmental Elasticities of Substitution
Pește și produse din pescuit; acvacultură (CAEN 03)	0,6	0,85	1,1	Feenstra <i>et al.</i> (2010), In Search of the Armington Elasticity
Cărbune și lignit (CAEN 05)	0,4	0,65	0,9	Böhringer <i>et al.</i> (2012), Sectoral Elasticities in Energy and Trade
Petrol brut și gaze naturale (CAEN 06)	0,7	0,95	1,2	GTAP v11 Database Documentation (2023)
Minereuri metalifere (CAEN 07)	0,6	0,85	1,1	Feenstra <i>et al.</i> (2018), Revised Elasticity Estimates from U.S. Data
Alte produse din extracția minerală și cariere (CAEN 08-09)	0,5	0,70	0,9	GTAP v11 Database Documentation (2023)
Produse alimentare (CAEN 10)	1,2	1,45	1,7	Phillips (2024), Estimating Sector-Specific Elasticities in EU Trade
Băuturi (CAEN 11)	1,1	1,30	1,5	Phillips (2024), Estimating Sector-Specific Elasticities in EU Trade
Produse din tutun (CAEN 12)	1	1,20	1,4	Riker (2020), Trade Cost Elasticities Using Import Data (USITC)
Produse textile (CAEN 13)	0,9	1,15	1,4	Szabó <i>et al.</i> (2011), CGE Modelling of the Forest Sector in Europe
Articole de îmbrăcăminte (CAEN 14)	0,8	1,05	1,3	GTAP v10 Database Documentation
Produse din piele și articole conexe (CAEN 15)	0,8	1,00	1,2	OECD CGE Reference Models (2020)
Produse din lemn și plută, cu excepția mobilei (CAEN 16)	0,7	0,90	1,1	OECD I-O models, Wood sector
Produse din hârtie și carton (CAEN 17)	0,8	1,00	1,2	GTAP-Paper sector; EU data
Servicii de tipărire și reproducere pe suporturi (CAEN 18)	0,8	1,00	1,2	Printing services, OECD structural elasticity
Cocserie și produse rafinate din petrol (CAEN 19)	0,2	0,40	0,6	IEA oil product substitution; GTAP energy
Produse chimice (CAEN 20)	1	1,30	1,7	Feenstra <i>et al.</i> (2018); OECD TIVA 2023
Produse farmaceutice de bază și preparate farmaceutice (CAEN 21)	0,6	0,80	1	Phillips (2024); Pharma-specific studies
Produse din cauciuc și mase plastice (CAEN 22)	1,3	1,70	2,2	Fontagné <i>et al.</i> (2021), Ahmad & Riker (2020)
Alte produse minerale nemetalice (CAEN 23)	0,7	0,90	1,1	GTAP v11, non-metallic minerals
Metale de bază (CAEN 24)	1,5	1,80	2,5	Imbs & Mejean (2016), Fontagné <i>et al.</i> (2021), Kee <i>et al.</i>
Produse metalice prelucrate, exclusiv utilaje și echipamente (CAEN 25)	1	1,20	1,4	OECD-WTO TIVA; GTAP v9
Produse electronice, optice și IT (CAEN 26)	1,4	1,60	1,8	Feenstra, Obstfeld & Russ (2010); GTAP v11
Echipamente electrice (CAEN 27)	1,2	1,40	1,6	OECD Manufacturing Database
Mașini, utilaje și echipamente n.c.a. (CAEN 28)	1,1	1,30	1,5	GTAP v11; Phillips (2024)
Autovehicule, remorci și semiremorci (CAEN 29)	1,2	1,60	2,2	Riker (2020), Automotive CGE
Alte echipamente de transport (ex. avioane, nave) (CAEN 30)	0,7	0,90	1,1	OECD Aerospace; GTAP Transport
Mobilier (CAEN 31)	0,5	0,70	0,9	OECD Furniture studies
Alte produse manufacturate (CAEN 32-33)	0,7	0,90	1,1	TIVA Other Manufacturing

Evaluarea impactului

Impactul direct al tarifelor este estimat pe baza relației (*) definite anterior, cei doi factori, elasticitatea de substituție și modificarea de preț relativ, fiind aplicați conținutului de valoare adăugată din exporturile nominale. Impactul direct al tarifelor este estimat pe baza valorii exporturilor brute ale României către SUA pentru fiecare sector CAEN.

Pentru evaluarea impactului prin canalul comercial a fost utilizat setul actual¹⁶ de tarife vamale aplicate importurilor din Uniunea Europeană de Statele Unite, care presupune un tarif general de 10 la sută pentru bunurile importate din Uniunea Europeană și tarife specifice de 25 la sută pentru vehiculele și componentele auto importate, respectiv pentru toate importurile de produse din oțel și aluminiu provenite din spațiul comunitar.

¹⁶ Analiza are la bază măsurile în vigoare la data de 30 aprilie 2025.

$$\text{Formula: Pierdere directă} = VA * Elasticitate * \left(\frac{t}{1+t} \right)$$

Se folosesc elasticități la nivel macro, ponderi ale VA din TiVA (*Trade in Value Added*, OECD) aplicate exporturilor brute din România și tarifele menționate.

Impactul tarifar prin expunerea față de zona euro are în vedere valoarea adăugată a economiei locale încorporată în exporturile zonei euro către SUA. Primul pas, similar evaluării prezentate mai sus, vizează un impact direct al tarifelor, pentru fiecare sector, dar la nivelul exporturilor zonei euro către SUA. Mai departe, aceste valori sunt ajustate pe baza ponderii bunurilor intermediare românești exportate către zona euro și a conținutului lor de valoare adăugată.

$$FVA_{RO,i,S} = X_{RO \rightarrow i,S} \times \theta_{RO,i,S} \times \lambda_{i \rightarrow US,S}$$

$X_{RO \rightarrow i,S}$: exporturile de bunuri intermediare ale României către țara zona euro în sector

$\theta_{RO,i,S}$: ponderea valorii adăugate românești în exporturile brute ale sectorului

$\lambda_{i \rightarrow US,S}$: ponderea exporturilor în sectorul destinat SUA

$$\text{Pierdere indirectă} = FVA_{RO,i,S} * Elasticitate * \left(\frac{t}{1+t} \right)$$

Fluxurile comerciale vizează anul 2024, iar conținutul de valoare adăugată a fost preluat din baza de date OECD TiVA, informația referindu-se la anul 2019¹⁷. Cumularea efectelor sectoriale relevă un impact negativ asupra creșterii economice din România între 0,17-0,26 puncte procentuale. Aproape două treimi din acest impact provin din expunerea indirectă prin lanțurile valorice europene, ceea ce confirmă importanța poziționării României ca furnizor intermediar în structurile comerciale ale zonei euro (Tabel B).

Tabel B. Impactul noului cadru tarifar SUA-UE (în vigoare în T2 2025) asupra creșterii economice din România prin canalul comercial

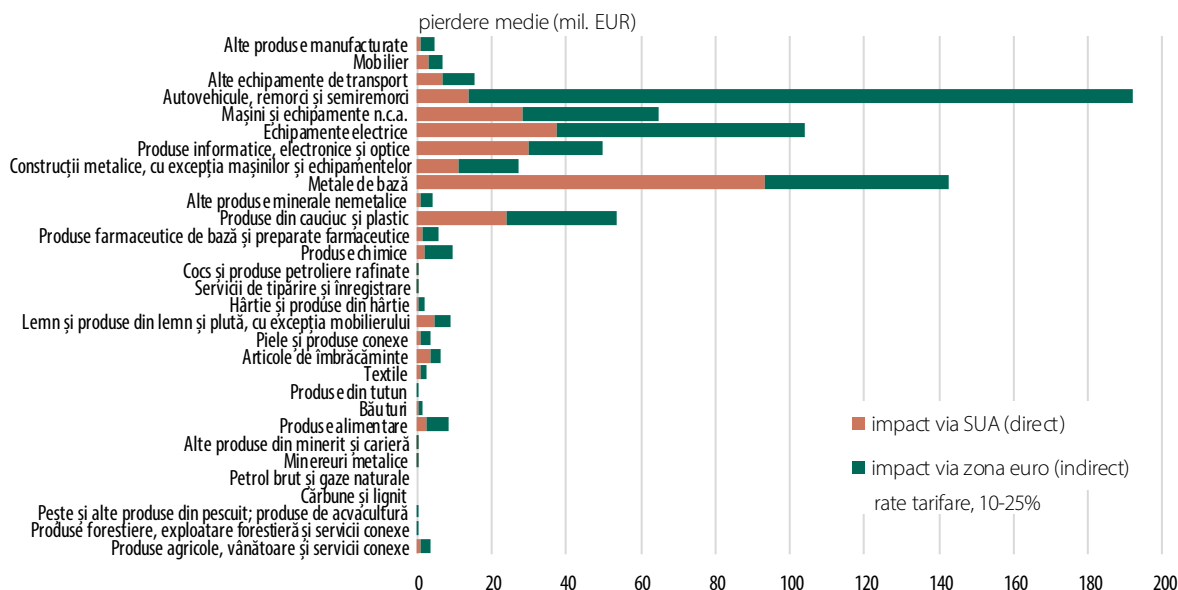
	Pierdere în funcție de elasticitatea de substituție (mil. EUR)			Cota tarifară (%)
Impact via zona euro (indirect)	358,3	450,6	578,5	10/25
Impact via SUA (direct)	220,2	266,7	337,3	10/25
Impact cumulat SUA (direct) + ZE (indirect)	578,5	717,3	915,8	10/25
Elasticitatea de substituție	redușă	medie	amplă	
puncte procentuale din PIB	0,17	0,20	0,26	

Sursa: Comext, OECD TiVA, calcule și estimări BNR

¹⁷ Cu toate că ultimele observații disponibile sunt aferente anului 2020, acestea nu au fost utilizate, pentru a evita apariția unor distorsiuni asociate pandemiei.

Șocul tarifar este resimțit diferit între sectoarele economice ale României, în funcție de canalul comercial. Sectoarele cu expunere directă – precum echipamentele electrice sau produsele metalurgice – sunt afectate prin relațiile comerciale bilaterale directe cu SUA. Aceste industrii exportă volume semnificative pe piața americană, fiind primele afectate de majorările tarifare. În paralel, sectoarele cu expunere indirectă – precum industria auto sau cea a mașinilor și echipamentelor – sunt influențate prin integrarea lor în lanțurile valorice europene (Grafic A).

Grafic A. Impactul cumulat (direct și indirect) al tarifelor prin canalul comercial



Sursa: Comext, TiVA, calcule și estimări BNR

La începutul lunii aprilie a fost anunțată intenția creșterii tarifului general aplicabil tuturor bunurilor originare din UE (mai puțin cele specifice menționate mai sus) de la 10 la sută la 20 la sută, cu termenul inițial de intrare în vigoare stabilit pentru 9 aprilie 2025. Implementarea acestuia a fost însă amânată oficial cu 90 de zile. Folosind cadrul teoretic prezentat, concretizarea acestui nou set de măsuri are potențialul de a majora impactul estimat la 0,24-0,37 puncte procentuale.

Deși bazate pe surse robuste precum OECD TiVA și Eurostat Comext, estimările realizate în această analiză prezintă unele limitări. În primul rând, agregarea sectorială a datelor TiVA la nivel ISIC 2 cifre restricționează analiza fină pe subsectoare, ceea ce poate distorsiona impactul estimat. În al doilea rând, matricele input-output sunt statice, presupunând tehnologii neschimbate, fapt care reduce acuratețea în contexte economice dinamice, fără a emula efecte de realocare a cererii între parteneri. O altă limitare derivă din caracterul retroactiv al datelor TiVA, care prezintă un decalaj de câțiva ani. Nu în ultimul rând, exporturile redirecționate prin huburi logistice europene pot distorsiona traiectoria reală a valorii adăugate din România.

Potrivit evaluărilor recente ale FMI, publicate în aprilie 2025, tarifele comerciale impuse de Statele Unite au generat un șoc negativ semnificativ asupra economiei globale și europene. FMI a revizuit în scădere prognoza de creștere globală pentru

2025 la 2,8 la sută, față de 3,3 la sută estimat anterior și la 3,0 la sută pentru 2026. Pentru zona euro, creșterea economică este estimată la 0,8 la sută în 2025 și la 1,2 la sută în 2026, ambele prognoze fiind reduse cu 0,2 puncte procentuale față de estimările anterioare. Metodologia utilizată de FMI implică modelul său GIMF (*Global Integrated Monetary and Fiscal Model*), care ia în considerare efectele directe ale tarifelor asupra comerțului și producției, precum și efectele indirecte prin intermediul incertitudinii politicilor comerciale și reacțiilor piețelor financiare. Canalele de transmisie identificate includ reducerea comerțului internațional, incertitudinea politicilor comerciale, volatilitatea piețelor financiare și reconfigurarea lanțurilor de aprovizionare. Într-un cadru teoretic similar, Banca Franței (2025) estimează un impact de -0,3 puncte procentuale din PIB pentru zona euro, în timp ce Banca Centrală Europeană evaluează efectul agregat asupra PIB al Uniunii Europene la -0,2 puncte procentuale pentru 2025, respectiv -0,1 puncte procentuale pentru 2026.

În ansamblu, literatura economică și estimările oficiale converg asupra faptului că tarifele comerciale impuse de SUA pot avea un impact negativ semnificativ asupra creșterii economice, în special prin reducerea volumului exporturilor și perturbarea lanțurilor globale de valoare. În funcție de gradul de deschidere al economiilor și de intensitatea legăturilor comerciale cu partenerii afectați, estimările variază. Rezultatele evaluării realizate reflectă vulnerabilitatea exportatorilor locali pe filieră directă, dar mai ales rolul pe care România îl joacă în lanțurile valorice europene.

Referințe

Aguiar, A., Chepeliev, M., Corong, E. și van der Mensbrugghe, D. – „The GTAP data base: version 11”, *Journal of Global Economic Analysis*, vol. 7(2), 2022, pp. 1-37

Arriola, C., Cai, M., Kowalski, P., Miroudot, S. și van Tongeren, F. – „Towards demystifying trade dependencies: At what point do trade linkages become a concern?”, *OECD Trade Policy Paper*, nr. 280, 2024

Banca Franței – „Macroeconomic interim projections”, martie 2025

Banca Centrală Europeană – „ECB staff macroeconomic projections for the euro area”, martie 2025

Feenstra, R. C., Obstfeld, M. și Russ, K. N. – „In search of the Armington elasticity”, *NBER Working Paper Series*, nr. 16285, 2010

FMI – „World Economic Outlook: April 2025”, capitolul I, 22 aprilie 2025

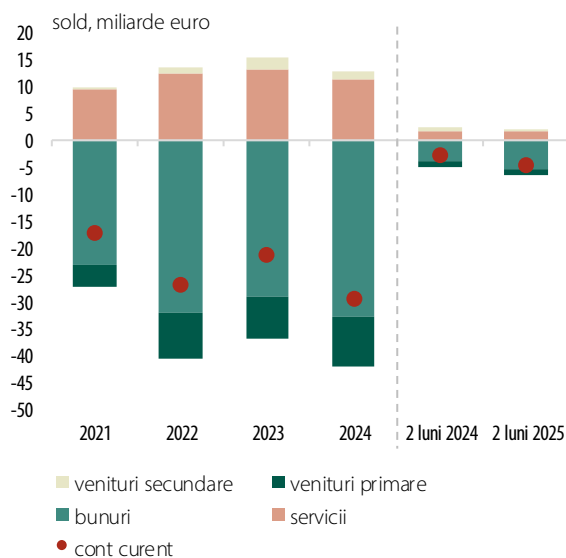
Imbs, J. și Méjean, I. – „Elasticity Optimism”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 7(3), 2015, pp. 43-83

Martins Guilhoto, J., Webb, C. și Yamano, N. – „Guide to OECD TiVA indicators, 2021 edition”, *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, nr. 2, 2022

Phillips, C. – „Sectoral elasticities of substitution in global trade: A meta-regression approach”, *Journal of International Trade and Economic Development*, vol. 33(1), 2024, pp. 87-110

Riker, D. – „Estimating trade elasticities for U.S. industries”, *U.S. International Trade Commission Working Paper Series*, nr. 2020-06-A, 2020

Grafic 2.6. Contul curent



Sursa: BNR

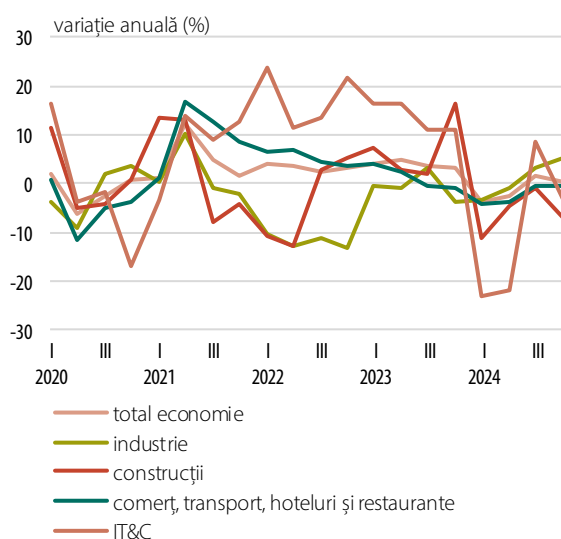
La nivelul importurilor, dinamica cea mai alertă a continuat să fie înregistrată de bunurile de consum¹⁸ (aproximativ 10 la sută, variație reală), dar o intensificare de ritm au marcat și bunurile intermediare (până la 5 la sută). Pe acest din urmă segment, principalele contribuții au revenit petrolului brut, materialelor de construcții și unor materiale chimice (inclusiv îngrășăminte).

Pe ansamblul anului 2024, decalajul negativ dintre dinamica volumului exporturilor și cea aferentă importurilor de bunuri a generat adâncirea cu 13,5 la sută a deficitului bunurilor (conform balanței de plăți). La nivelul contului curent, deteriorarea a fost însă și mai pronunțată (37,7 la sută), întrucât evoluții nefavorabile au înregistrat toate conturile principale. Astfel, surplusul aferent balanței serviciilor s-a redus (îndeosebi din cauza adâncirii deficitului din activitatea de turism, pe fondul interesului ridicat

al populației pentru călătorii în străinătate, și al scăderii încasărilor nete din transportul de mărfuri, în linie cu trenarea fluxurilor comerciale ale României și, în general, la nivel european). Totodată, deficitul veniturilor primare s-a majorat, (mai ales pe seama creșterii plăților de dobânzi pentru titlurile guvernamentale emise pe piața externă și a influxurilor mai scăzute sub forma remunerării salariaților care lucrează în străinătate), în timp ce încetinirea absorbției de fonduri europene a erodat soldul contului de venituri secundare. Primele două luni ale anului 2025 au marcat continuarea

în aceeași notă a evoluției principalelor categorii de operațiuni externe curente, astfel încât deficitul contului curent s-a adâncit cu aproape 85 la sută față de ianuarie-februarie 2024 (Grafic 2.6).

Grafic 2.7. Productivitatea muncii pe ansamblul economiei



Sursa: INS, calcule BNR

Productivitatea muncii

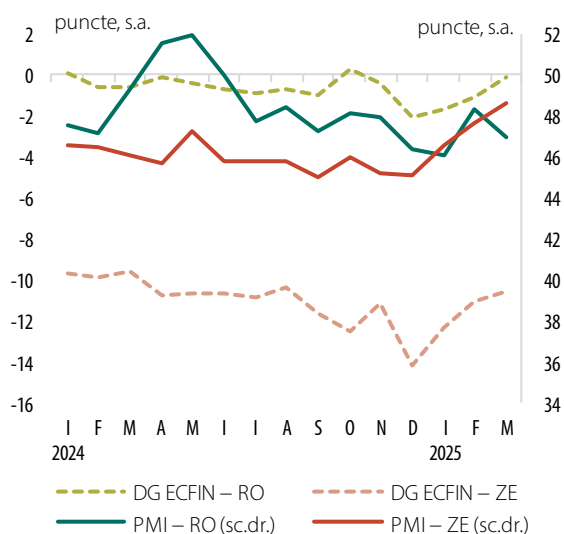
Productivitatea muncii la nivelul întregii economii s-a majorat ușor în termeni anuali în trimestrul IV 2024 (+0,5 la sută), reducându-și însă sensibil ritmul de creștere față de intervalul anterior. Printre activitățile relevante care au consemnat restrângeri ale indicatorilor de productivitate s-au numărat construcțiile, pe fondul scăderii activității pe segmentul lucrărilor ingineresti, dar și IT&C, în condițiile cererii anemice adresate sectorului, observată pe tot parcursul anului. Pe ansamblul anului 2024, productivitatea muncii s-a redus cu 1 la sută (Grafic 2.7).

¹⁸ Pe baza datelor de comerț internațional – clasificare BEC (sursa Eurostat)

În industrie¹⁹, trimestrul IV 2024 a adus primul avans al productivității muncii din ultimii doi ani (+1,5 la sută dinamică anuală), cu susținere din partea parcursului în continuare robust al comenzilor noi venite din piața internă, dar și din partea stopării declinului comenzilor externe (dinamică anuală nulă, după trei trimestre consecutive de restrângere). Contribuții importante au revenit lansării unor noi modele de automobile produse local, cu valoare adăugată superioară, dar și evoluțiilor favorabile din industria conexă de mașini și echipamente, inaugurării unei fabrici de medicamente, inițierii unor noi proiecte de investiții în industria alimentară sau lucrărilor de modernizare a unei importante rafinării în industria de prelucrare a hidrocarburilor. Merită menționat însă că indicatorii au recuperat în intervalul octombrie-decembrie doar o parte din pierderea consemnată în restul anului: în 2024, productivitatea muncii în industrie s-a redus cu 1,4 la sută.

Debutul anului 2025 oferă semnale mixte cu privire la perspectivele segmentului industrial, reflectate, de altfel, și de indicatorii de încredere a operatorilor: atât în zona euro, cât și în România, ESI (DG ECFIN) și PMI s-au îmbunătățit în primele luni ale

Grafic 2.8. Încrederea în rândul operatorilor din industrie



Sursa: BCR, S&P Global, CE-DG ECFIN

anului, rămânând însă în teritoriu contracționist – lipsa de predictibilitate a tarifelor vamale din SUA și Europa induce fricțiuni în funcționarea lanțurilor de valoare adăugată și reclamă prudență în ceea ce privește deciziile de investiții (Grafic 2.8). Tendința este confirmată în cel mai recent sondaj publicat de Consiliul Investitorilor Străini, care arată că un număr considerabil de respondenți (similar perioadei COVID și începutului războiului din Ucraina) intenționează să își reducă investițiile în următoarele 12 luni, pe fondul incertitudinilor prevalente atât la nivel internațional, cât și local. În acest context, productivitatea muncii a suferit o nouă contracție în intervalul ianuarie-februarie (-1,9 la sută în termeni anuali).

Totuși, pe termen mai lung, un imbold ar putea fi generat de deciziile luate la nivel european cu privire la deblocarea unor sume consistente pentru investiții

în apărare și infrastructură. În acest sens, au apărut deja semnale de reorientare a unor capacități din industria europeană: câțiva producători germani din sectorul de apărare și-au manifestat intenția de a utiliza capacități neexploatate ale industriei auto și de a angaja ingineri disponibilizați din fabricile care s-au confruntat în ultimii ani cu scăderea cererii. Influențe se resimt și pe plan local – cel mai recent anunț relevant vizează proiectul privind construirea unei fabrici de obuziere, destinate atât Armatei României, cât și exportului. De asemenea, în ultima perioadă au fost anunțate parteneriate între producători din România și externi, pentru fabricarea locală de pulberi, armament ușor sau muniție de calibru mare. Produsele industriei de apărare pot reprezenta o sursă de externalități pozitive între țări și ramuri diferite, atât pe canalul activităților de cercetare-dezvoltare, cât și pe cel al ramurilor economice

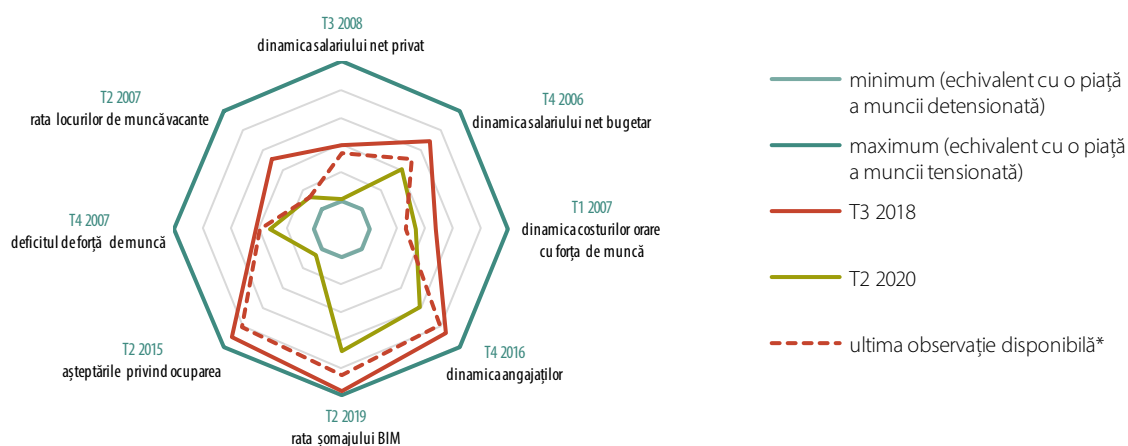
¹⁹ Analiza are la bază indicatorul calculat pe baza seriilor lunare privind producția și numărul de salariați.

implicate de-a lungul lanțului, însă aceste beneficii depind de gradul de complexitate și tehnologizare al producției, care se menține deocamdată relativ scăzut în cazul României. Măsura în care România va reuși să capitalizeze aceste noi oportunități prin atragerea de investiții în producția locală cu un nivel de sofisticare superior va fi un factor important în evoluția viitoare a segmentului industrial.

Evoluții pe piața muncii

Piața muncii începe să oglindească mai clar în a doua parte a anului 2024 evoluția modestă a activității economice: rata șomajului BIM s-a majorat, rata anuală de creștere a câștigurilor salariale s-a temperat semnificativ, iar cererea de forță de muncă s-a menținut scăzută. Cu toate că numărul salariaților din economie s-a plasat pe trend ușor ascendent, perspectivele companiilor privind desfășurarea activității de recrutare rămân modeste (Grafic 2.9).

Grafic 2.9. Imagine de ansamblu asupra evoluțiilor de pe piața muncii



*) T1 2025 pentru așteptările privind ocuparea și deficitul de forță de muncă; ianuarie-februarie 2025 pentru dinamica salariului net în sectorul privat și public, pentru dinamica angajaților și pentru rata șomajului BIM (date cu frecvență lunară); T4 2024 pentru rata locurilor de muncă vacante și pentru dinamica costurilor orare cu forță de muncă.

Notă: Eșantionul folosit cuprinde perioada T1 2006 – T1 2025, iar valorile au fost normalizate pentru fiecare variabilă în parte. Maximum este definit ca cel mai scăzut nivel atins din T1 2006 în cazul ratei șomajului, respectiv ca cel mai înalt nivel în cazul celorlalți indicatori.

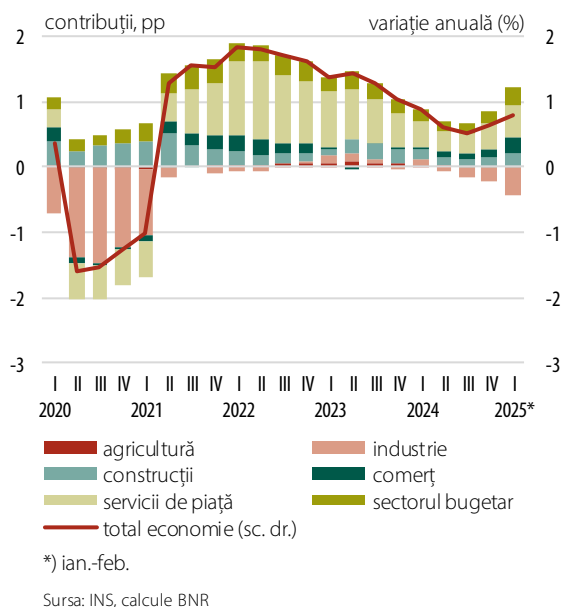
Sursa: INS, Eurostat, CE-DG ECFIN, calcule BNR

Indicatorii principali de pe piața muncii au relevat o detensionare a relațiilor dintre agenții economici implicați în procese de recrutare și persoanele interesate să ocupe un post vacant. Rata locurilor de muncă vacante a rămas la nivelul de 0,7 la sută pe tot parcursul anului 2024, în condițiile unei cereri anemice de forță de muncă (corelate cu încetinirea activității). În același timp, oferta de forță de muncă s-a extins, rata șomajului BIM urcând până la 5,7 la sută în a doua parte a anului, după un prim semestru în care s-a poziționat la 5,3 la sută; datele provizorii publicate pentru lunile ianuarie și februarie 2025 indică o ușoară reducere a ratei șomajului, până la 5,6 la sută, în medie.

Dinamica anuală a efectivului de salariați s-a mărit ușor în trimestrul IV 2024 până la 0,6 la sută (+0,1 puncte procentuale față de trimestrul anterior), intervalul ianuarie-februarie 2025 aducând o nouă intensificare de ritm, până la 0,8 la sută. Evoluția e probabil să rămână însă modestă în următoarele luni, având în vedere că indicatorul referitor la perspectivele de angajare din cadrul sondajului DG ECFIN se situează la un nivel sensibil inferior celui maxim înregistrat pe parcursul anului

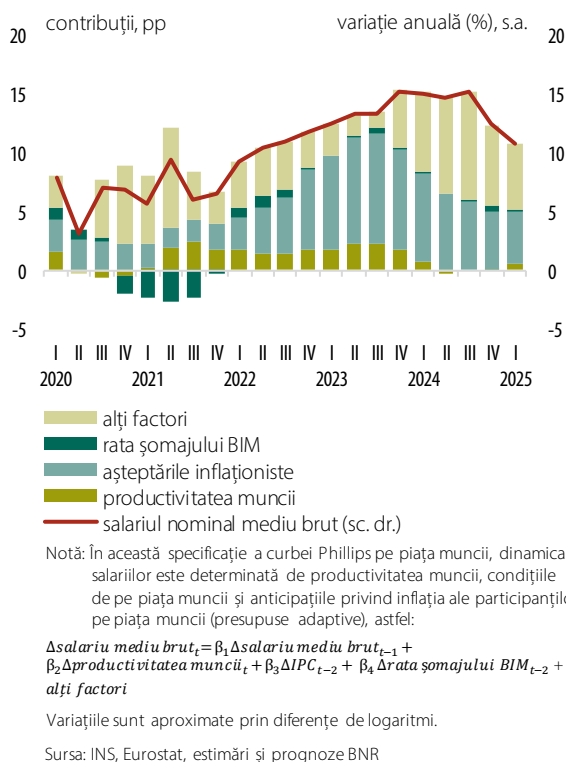
precedent (104 puncte în trimestrul I 2025, față de 108,7 puncte în trimestrul II 2024). De altfel, sondajul Manpower relevă pentru România una dintre cele mai reduse previziuni nete de angajare de pe plan global în trimestrul II 2025.

Grafic 2.10. Efectivul salariaților din economie



La nivel sectorial peisajul rămâne mixt. Serviciile administrative, cele din sfera comerțului și HoReCa au înregistrat o evoluție favorabilă în zona activității de recrutare. De asemenea, perioada ianuarie-februarie 2025 a adus o intensificare semnificativă a ritmului de creștere a angajărilor în construcții, posibil în perspectiva unei mai bune absorbții de fonduri europene pe parcursul acestui an. Anul 2025 a adus o schimbare de sentiment și în sectorul IT, variația anuală a numărului de angajați reintrând în teritoriu pozitiv. După o perioadă de șase luni de reorganizare a sectorului, angajatorii din IT par să fi depășit punctul critic, intenția de recrutare în perioada următoare fiind cea mai puternică la nivel sectorial (potrivit Manpower). În schimb, o contribuție negativă vine în continuare din partea industriei prelucrătoare, tendință vizibilă încă din anul 2018 și imprimată, în esență, de restrângerea semnificativă a industriei ușoare (sensibilă la majorările repetate ale salariului minim pe economie), la care s-a adăugat în anul 2024 declinul industriei auto, date fiind restructurările efectuate de mari producători de componente auto. În sectorul bugetar, numărul de angajați s-a majorat în termeni anuali până la 1 la sută în trimestrul IV 2024, respectiv 1,4 la sută în intervalul ianuarie-februarie 2025 (Grafic 2.10).

Grafic 2.11. Evoluția salariului mediu brut pe economie



Dinamica anuală a salariului mediu brut pe economie a revenit pe o tendință descendentă în ultima parte a anului 2024, temperându-se semnificativ, până la 13,2 la sută în trimestrul IV 2024 și 11,7 la sută în intervalul ianuarie-februarie 2025 (de la 16,7 la sută în trimestrul III). Pe baza estimărilor *in-house* ale curbei Phillips pentru salarii, evoluția este susținută atât de relaxarea condițiilor de pe piața muncii (semnalată de creșterea ratei șomajului), cât și de reducerea impactului așteptărilor inflaționiste și al factorilor exogeni (Grafic 2.11). Deși la începutul acestui an a fost implementată o nouă majorare a salariului minim brut (aplicată din luna ianuarie, de la 3 700 lei la 4 050 lei), variația anuală din sectorul privat a înregistrat o ușoară decelerare față de trimestrul IV 2024, plasându-se la 12,1 la sută în perioada ianuarie-

februarie 2025 (-0,2 puncte procentuale). Prima lună a anului curent a fost marcată și de intrarea în vigoare a Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 156/2024, în cadrul

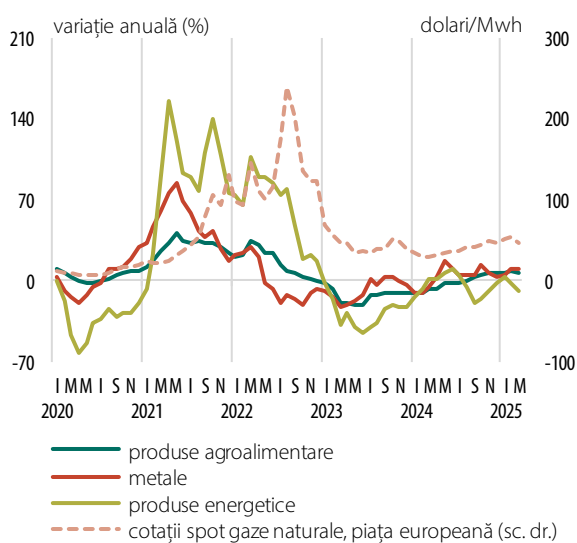
căreia a fost prevăzută înghețarea salariilor în sectorul bugetar, precum și eliminarea facilităților fiscale acordate în unele sectoare economice²⁰, cu impact direct asupra câștigurilor salariale nete; măsura a influențat și comportamentul angajatorilor, unii dintre aceștia acoperind parțial pierderea de venit a angajaților prin majorarea salariului brut (atitudine observată în special în construcții și industria alimentară). Ca urmare a prevederilor ordonanței menționate, dar și a unui efect de bază asociat majorării cu 13 la sută a salariilor în învățământ la 1 ianuarie 2024, o restrângere notabilă a ritmului de creștere a salariilor s-a observat în sectorul bugetar, variația anuală plasându-se la 10,5 la sută în ianuarie-februarie 2025 (față de 16,6 la sută în trimestrul IV 2024 și 18 la sută în trimestrul III 2024).

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

Redresarea parțială a cererii în primele luni ale anului 2025 a antrenat o revenire a cotațiilor materiilor prime pe piețele internaționale, mai ales energetice și îngrășăminte, însă evoluțiile viitoare continuă să fie marcate de un grad ridicat de incertitudine. Dinamica anuală a prețurilor producției industriale pentru piața internă a reintrat în teritoriu pozitiv în intervalul ianuarie-februarie, în principal ca urmare a majorării cotațiilor resurselor energetice, reflectând totodată presiuni în creștere din partea costurilor unitare cu salariile (în special în ramurile cu pondere ridicată a personalului încadrat la nivelul salariului minim).

2.1. Prețurile de import

Grafic 2.12. Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime



Sursa: BM, FAO, Bloomberg, calcule BNR

În primul trimestru al anului 2025, variația anuală a prețurilor materiilor prime a ieșit din plaja valorilor negative consemnate în ultima parte a anului 2024, în condițiile în care, după o perioadă de declin, sectorul manufacturier global a înregistrat o ușoară revenire. Sustenabilitatea acestei evoluții este însă incertă, mai ales în contextul tensiunilor comerciale generate de noua administrație americană, care pot afecta negativ comerțul internațional și lanțurile de aprovizionare (Grafic 2.12).

Indicele agregat al materiilor prime calculat de Banca Mondială s-a contractat în termeni anuali în ultimul trimestru al anului trecut, pe seama sectorului energetic, dar în trimestrul I 2025 a revenit la valori pozitive (0,7 la sută), cu contribuția ambelor componente (energetice și neenergetice). Astfel, după o scădere anuală de peste 10 la sută în perioada

²⁰ Industria alimentară, construcțiile, agricultura și tehnologia informației

octombrie-decembrie 2024, pe fondul unei cereri globale slabe și al unei oferte abundente, cotația Brent a revenit temporar în cursul lunii ianuarie la peste 80 USD/baril, noile sancțiuni ale SUA împotriva Rusiei antrenând puseuri de creștere; ulterior, incertitudinea cu privire la evoluția cererii globale (creată de anunțul privind modificarea drastică a politicii comerciale a SUA) a condus la coborârea cotațiilor sub 70 USD/baril.

În ultima parte a anului 2024, odată cu apropierea sezonului rece, prețurile gazelor naturale în Europa au urmat o traiectorie ascendentă, în ciuda gradului aproape complet de umplere a depozitelor. Majorarea a continuat și în debutul lui 2025, ca urmare a cererii mai ridicate de gaze pentru încălzire și, mai ales, pentru producția de electricitate, într-un context în care condițiile meteo din Europa nu au fost favorabile producției de energie electrică din surse regenerabile. Pe acest fond, cotația a atins în februarie nivelul maxim din ultimii doi ani. În martie însă a avut loc o corecție semnificativă, odată cu creșterea temperaturilor.

Variațiile anuale pozitive consemnate de prețurile metalelor în ultimul trimestru al anului 2024, determinate de măsurile de stimulare adoptate în China, precum și de reducerea producției și a stocurilor, au fost urmate de dinamici similare în trimestrul I 2025, preponderent sub influența anticipațiilor privind noile tarife comerciale anunțate de SUA.

Cotațiile materiilor prime alimentare au consemnat creșteri în prima parte a trimestrului IV 2024, ca urmare a mișcărilor ascendente observate în cazul semințelor oleaginoase (dată fiind recolta deficitară din regiunea Mării Negre) și al lactatelor²¹. Cu excepția scăderii din ianuarie 2025 (datorată în bună măsură corecției prețului zahărului, pe fondul reluării exporturilor Indiei și îmbunătățirii perspectivelor privind recolta), cotațiile alimentare au evoluat relativ stabil în primul trimestru al anului 2025. În cazul cerealelor, tensiunile geopolitice contribuie la micșorarea achizițiilor principalelor țări importatoare (China, Egipt), care își măresc producția internă pentru a reduce dependența de import. Presiuni se observă în continuare în cazul laptelui, evoluția fiind susținută de cererea europeană.

În linie cu tendința prețurilor internaționale ale materiilor prime, indicele valorii unitare a importurilor (IVU) a înregistrat în trimestrul IV 2024 o temperare marginală, până la 99,8 la sută. O contribuție importantă la dinamica indicelui agregat a revenit produselor minerale, indicatorul corespunzător acestui segment comprimându-se cu aproape 5 puncte procentuale.

Din perspectiva prețurilor bunurilor importate cu pondere în coșul de consum, evoluțiile au fost divergente – diminuări de ritm la combustibili, respectiv intensificări la majoritatea mărfurilor alimentare. O creștere considerabilă a valorii unitare s-a observat în cazul medicamentelor (11,5 puncte procentuale peste valoarea din trimestrul III) care poate fi pusă, în parte, pe seama preferinței pentru comercializarea unor medicamente originale (sensibil mai scumpe comparativ cu cele generice),

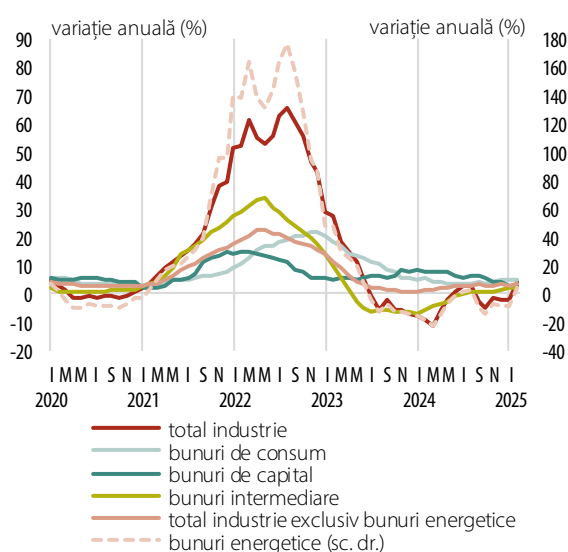
²¹ Seceta a afectat prețul lactatelor atât prin creșterea costurilor cu furaje, cât și prin scăderea producției. Insuficiența apei determinând unii fermieri să reducă efectivele.

inclusiv în contextul în care aplicarea taxei clawback poate face neprofitabilă comercializarea medicamentelor cu adaosuri mici.

2.2. Prețurile de producție pentru piața internă

În perioada ianuarie-februarie, variația anuală a prețurilor producției industriale pe piața internă a revenit în teritoriu pozitiv (+3,8 puncte procentuale, până la 0,9 la sută). Majorarea cotațiilor unor resurse energetice (gaze naturale și petrol)

Grafic 2.13. Prețurile producției industriale pentru piața internă



Sursa: INS, Eurostat, calcule BNR

a reprezentat principalul factor explicativ, regăsindu-se în scăderea mai puțin accentuată, în termeni anuali, a prețurilor bunurilor energetice, precum și într-o dinamică în creștere a prețurilor bunurilor intermediare care folosesc extensiv aceste resurse. Pe o pantă crescătoare s-a menținut și variația anuală a prețurilor bunurilor de consum, reflectând presiunea din partea costurilor unitare cu salariile, aceste ramuri fiind cele mai vulnerabile la modificarea salariului minim (Grafic 2.13). Rezultatele sondajului DG ECFIN din martie nu consemnează modificări semnificative ale așteptărilor referitoare la evoluția prețurilor, soldul conjunctural plasându-se în continuare la un nivel ridicat (22,9 la sută), doar în ușoară scădere față de cel din ianuarie-februarie (24,6 la sută).

În primele două luni ale acestui an, variația anuală negativă a prețurilor bunurilor energetice s-a redus

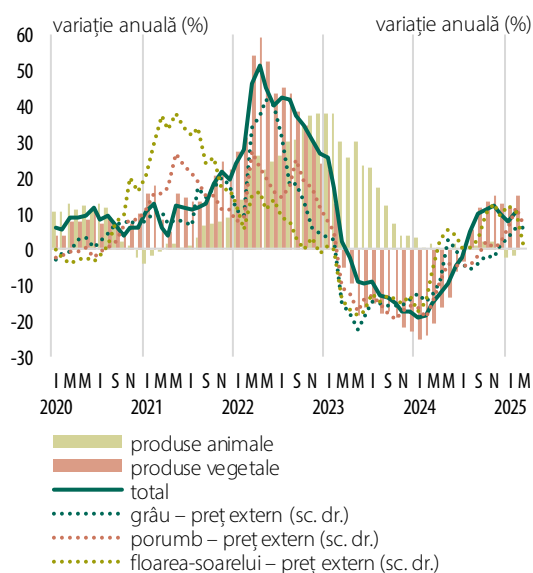
la -1,9 la sută, valoare superioară cu 7,9 puncte procentuale celei din trimestrul IV 2024. Un aport semnificativ la această mișcare abruptă a revenit sectorului de producție și furnizare de energie electrică și termică, gaze, apă caldă și aer condiționat, unde dinamica anuală a crescut de la -9,5 la sută în ultimul trimestru al anului anterior la -0,6 la sută. Principalul determinant constă în saltul înregistrat de cotațiile interne ale gazelor naturale și energiei electrice, corelat, în bună măsură, cu tendințele de pe piețele de profil europene. Evoluția a fost cauzată de înrăutățirea raportului cerere/ofertă – pe de o parte, consumul s-a majorat considerabil, factorii explicativi incluzând evoluția sezonieră, dar și creșterea cererii de gaze pentru producerea de energie electrică, în contextul unui aport restrâns al surselor regenerabile; pe de altă parte, oferta s-a restrâns, ca urmare a închiderii neașteptate a terminalului de GNL de la Alexandroupoli și a opririi de la 1 ianuarie a tranzitului gazelor rusești pe teritoriul Ucrainei. În plus, în cazul României, gradul de umplere a depozitelor de gaze naturale a scăzut mai rapid decât în alte state UE, acesta ajungând de la peste 100 la sută în octombrie 2024 la mai puțin de jumătate în februarie 2025, în condițiile uneia dintre cele mai mici capacități de înmagazinare la nivel european. De altfel, având în vedere nivelul foarte scăzut al depozitelor, principalului operator de înmagazinare a luat decizia să diminueze cantitățile extrase începând cu luna februarie 2025.

Totodată, în ramura de prelucrare a hidrocarburilor variația anuală negativă a prețurilor de producție s-a redus, în corelație cu evoluția cotației petrolului. Pe plan intern, influența asupra dinamicii prețurilor a fost augmentată de deprecierea anuală a monedei naționale în raport cu dolarul SUA.

Prețurile de producție ale bunurilor intermediare și-au păstrat dinamica anuale modeste. Acestea s-au accentuat totuși comparativ cu trimestrul IV (2,1 la sută față de 1,0 la sută), principala contribuție revenind industriei chimice – scumpirea gazelor naturale a condus la reducerea ofertei de îngrășăminte la nivel local și global (ca urmare a întreruperii activității unor producători importanți din Europa, inclusiv din țara noastră) și la creșterea semnificativă a prețurilor.

Și în ceea ce privește prețurile de producție ale bunurilor de consum a continuat tendința de majorare a ratei anuale (+0,6 puncte procentuale, până la 4,9 la sută), evoluție care reflectă în bună măsură presiunea în creștere din partea costurilor cu forța de muncă, ramurile cu pondere ridicată a personalului încadrat la nivelul salariului minim (precum industria alimentară sau cea ușoară) fiind cele mai vulnerabile la dimensiunea și frecvența majorării acestuia. Suplimentar, pentru a nu pierde personal, producătorii din industria alimentară au luat decizia de a suporta o parte din pierderea suferită de angajați odată cu eliminarea facilităților fiscale la începutul anului prin creșterea salariului brut, presiunile pe costurile salariale suprapunându-se celor din zona materiilor prime agricole (în special pentru plante oleaginoase și lapte). În acest context, dinamica anuală a prețurilor de producție din industria alimentară a urcat la 3,6 la sută în februarie 2025, de la 0,4 la sută în iulie 2024.

Grafic 2.14. Prețurile producției agricole



Sursa: INS, Bloomberg, calcule BNR

În cazul bunurilor de capital, dinamica anuală a prețurilor de producție s-a temperat cu 1,9 puncte procentuale, până la 2,8 la sută, cu aportul ramurii de fabricare a mijloacelor de transport rutier. O posibilă explicație ar putea fi aceea că închiderea unor fabrici de componente și concedierile asociate au contribuit la moderarea presiunilor de la nivelul costurilor salariale în companiile rămase.

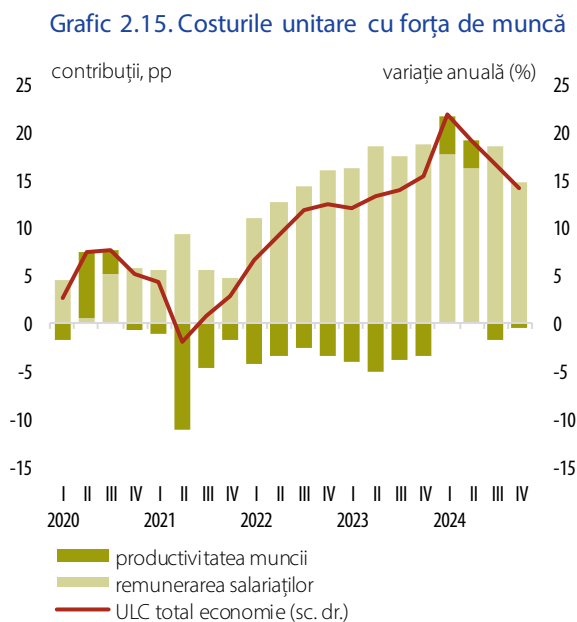
Variația anuală a prețurilor producției agricole pe piața internă s-a temperat până la 8,9 la sută în intervalul ianuarie-februarie 2025 (-2 puncte procentuale față de trimestrul IV), cu contribuția ambelor componente (Grafic 2.14). Astfel, pe segmentul vegetal, evoluția s-a datorat în principal legumelor, în contextul unei oferte adecvate pe plan european. Excepția au reprezentat-o cartofii, segment care se confruntă cu oferta limitată, producția fiind cea mai mică din ultimii șapte ani,

în condițiile restrângerii severe a suprafeței cultivate.

În cazul produselor animale, decelerări importante de ritm a înregistrat carnea de porc, pe fondul plusului de ofertă apărut odată cu interzicerea de către unele țări a importurilor din Germania ca urmare a apariției cazurilor de febră aftoasă.

Costurile unitare cu forța de muncă

Dinamica anuală a costurilor unitare cu forța de muncă pe ansamblul economiei s-a redus în trimestrul IV 2024 până la 14,1 la sută (-2,6 puncte procentuale față de



Sursa: INS, calcule BNR

trimestrul anterior), în condițiile în care decalajul dintre indicatorii care compun raportul s-a mai atenuat – remunerarea pe salariat a cunoscut în ultima parte a anului o scădere a variației anuale (-4 puncte procentuale față de intervalul precedent, până la 14,7 la sută), iar decelerarea ritmului anual al productivității muncii a fost de mai mică amploare (-1,2 puncte procentuale față de trimestrul III), Grafic 2.15.

În industrie, rata anuală de creștere a costului salarial unitar a coborât la 10,5 la sută în trimestrul IV 2024, plasându-se cu 8 puncte procentuale sub media celor trei luni anterioare. În planul câștigurilor salariale a avut loc o ajustare considerabilă în sens descendent (12,1 la sută, -4 puncte procentuale), în timp ce variația anuală a productivității muncii a urcat la 1,5 la sută în trimestrul IV (cu 3,5 puncte procentuale peste nivelul înregistrat precedent). Totuși, măsurile

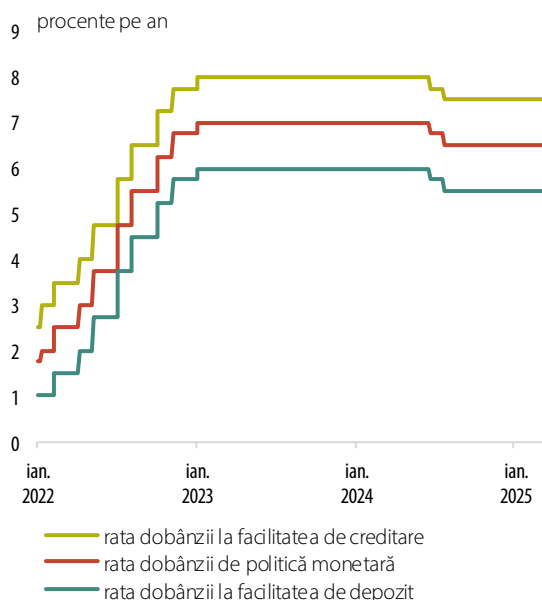
adoptate de autorități la începutul anului 2025 (majorarea salariului minim și modificările fiscale prevăzute în OUG nr. 156/2024) inhibă conturarea unei tendințe descendente mai evidente, dinamica anuală a indicatorului reaccelerând până la 16,4 la sută în intervalul ianuarie-februarie).

3. Politica monetară și evoluții financiare

1. Politica monetară

În lunile februarie și aprilie 2025, BNR a menținut rata dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută și ratele dobânzilor aferente facilității de creditare și celei de depozit la 7,50 la sută, respectiv la 5,50 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). Prin aceste decizii s-a urmărit asigurarea și menținerea stabilității prețurilor pe termen mediu, corespunzător țintei staționare de inflație de 2,5 la sută ± 1 punct procentual, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

Grafic 3.1. Ratele dobânzilor BNR



Deciziile Consiliului de administrație al BNR din luna februarie 2025 au fost justificate de o nouă înrăutățire a evoluției și a perspectivei pe termen scurt a inflației, în raport cu precedenta prognoză pe termen mediu, și de incertitudinile ridicate asociate previziunilor pe orizontul mai îndepărtat de timp.

Astfel, rata anuală a inflației a consemnat creșteri în ultimele trei luni ale anului 2024, mărindu-se pe ansamblul trimestrului IV mai mult decât s-a anticipat – la 5,14 la sută în decembrie, de la 4,62 la sută în septembrie –, în principal ca efect al scumpirii combustibililor²², dar și ca urmare a noilor majorări înregistrate de prețurile alimentelor, pe fondul secetei severe din vara anului 2024 și al creșterii cotațiilor unor mărfuri. La rândul ei, rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a întrerupt trendul descendent, menținându-se până în decembrie 2024 la nivelul de 5,6 la sută, similar celui de la finele trimestrului III,

în contextul accelerării pe mai departe a creșterii prețurilor alimentelor procesate și al încetinerii considerabile a scăderii dinamicii prețurilor mărfurilor nealimentare, dar și al menținerii constante a ritmului dezinflației pe segmentul serviciilor²³.

²² Prioritar sub impactul aprecierii semnificative a dolarului SUA pe piața financiară internațională

²³ Comportamentul inflației de bază reflecta influențele contrare relativ egale venite în acest interval, pe de o parte din efectele de bază de la nivelul subcomponentelor non-alimentare și din scăderea dinamicii prețurilor importurilor și, pe de altă parte, din majorarea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare și din costurile salariale crescute, transferate, cel puțin parțial, asupra unor prețuri de consum, inclusiv pe fondul așteptărilor inflaționiste pe termen scurt încă înalte și al cererii solide de bunuri.

În același timp, prognoza pe termen mediu actualizată a relevat o nouă înrăutățire a perspectivei pe termen scurt a inflației în raport cu previziunile precedente, în condițiile în care rata anuală a inflației era așteptată să cunoască o fluctuație pronunțată în semestrul I 2025, iar în semestrul II să descrească pe o traiectorie mai ridicată decât cea din proiecția anterioară, rămânând deasupra intervalului țintei până la finele anului curent. Totodată, după o amplă scădere consemnată probabil în primele luni din 2026, în principal pe fondul unor efecte de bază, rata anuală a inflației urma să coboare, dar să se și mențină apoi, ușor sub limita de sus a intervalului țintei, pe un palier doar marginal inferior celui previzionat anterior. Astfel, aceasta era anticipată să se reducă la 3,8 la sută în ultima lună a anului curent și la 3,1 la sută în decembrie 2026, finele orizontului prognozei, comparativ cu valorile de 3,5 la sută și, respectiv, 3,3 la sută indicate de proiecția precedentă pentru aceleași momente de referință.

Trendul general descrescător al ratei anuale a inflației de pe parcursul primelor cinci trimestre ale orizontului proiecției, dar și întreruperea ulterioară a acestuia, aveau ca resorturi principale factori pe partea ofertei, a căror acțiune era anticipată să rămână dezinflaționistă pe termen scurt, în principal sub impactul efectelor de bază manifestate la nivelul subcomponentelor non-alimentare ale inflației de bază, dar și pe segmentele produse din tutun, combustibili și LFO. Acțiunea dezinflaționistă de ansamblu a factorilor pe partea ofertei se prefigura a fi însă mai modestă decât s-a previzionat anterior și a se epuiza temporar în trimestrul II 2025, ca urmare a influențelor contrare venite pe acest orizont de timp din efecte de bază nefavorabile – asociate inclusiv modificărilor legislative în domeniul energiei aplicate în luna aprilie 2024 –, precum și din efecte persistente exercitate asupra dinamicii prețurilor alimentelor și energiei de seceta severă din 2024, de majorarea cotațiilor unor mărfuri și de creșterea consumului de energie în lunile de iarnă. Totodată, evoluția viitoare a acestor categorii de prețuri rămânea o sursă de riscuri inflaționiste, în contextul legislației în domeniu și al mișcării cotațiilor pe piețele *en gros*, iar riscuri notabile decurgeau, în noua conjunctură, din tendința de extindere a protecționismului comercial, cu potențial impact asupra prețurilor unor bunuri intermediare și finale.

Totodată, presiunile factorilor fundamentali erau așteptate să facă o tranziție treptată dinspre caracterul modest inflaționist curent spre unul ușor dezinflaționist, în condițiile manifestării cu un decalaj a efectelor dezinflaționiste ale deficitului de cerere agregată anticipat să se deschidă și să crească moderat în anul curent, dar să se restrângă gradual ulterior²⁴, precum și în contextul dinamizării puternice a consumului gospodăriilor populației în 2024 și al creșterii costurilor salariale din sectorul privat într-un ritm de două cifre, probabil inclusiv în perspectivă apropiată.

Incertitudini și riscuri continuau să decurgă din conduita viitoare a politicii fiscale, date fiind măsurile fiscal-bugetare corective deja adoptate și programul bugetar aprobat pentru anul 2025, dar și cerința consolidării bugetare în conformitate cu Planul bugetar-structural pe termen mediu convenit cu CE, precum și cu procedura de deficit excesiv. În același timp, incertitudini și riscuri crescute la adresa perspectivei activității

²⁴ Potrivit noilor date și evaluări, creșterea economică a încetinit peste așteptări în 2024, iar în intervalul 2025-2026 aceasta era așteptată să se redreseze mai puțin decât s-a anticipat anterior, dar în condițiile unei accelerări graduale, pe fondul temperării inflației, al revigorării cererii externe și al utilizării mai intense a fondurilor europene aferente instrumentului „Next Generation EU”.

economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, generau războiul din Ucraina și situația din Orientul Mijlociu, dar mai cu seamă mersul economiei globale/zona euro și al comerțului internațional, în contextul tensiunilor geopolitice și al măsurilor de politică comercială ale administrației americane. De asemenea, o sursă semnificativă de astfel de riscuri și incertitudini rămânea absorbția și utilizarea eficientă a fondurilor europene, îndeosebi a celor aferente programului „Next Generation EU”.

Datele statistice publicate ulterior au evidențiat o evoluție oscilantă a ratei anuale a inflației în primele două luni ale anului 2025, în urma căreia aceasta s-a redus mai puțin decât s-a anticipat, până la 5,02 la sută în februarie, ca efect al accelerării pronunțate a creșterii prețurilor energiei și a prețurilor administrate, care a contrabalansat în bună măsură scăderile de dinamică consemnate pe ansamblul perioadei de prețurile alimentelor, produselor din tutun și combustibililor.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat și-a reluat descreșterea într-un ritm vizibil mai alert, așa cum s-a previzionat, coborând la 5,0 la sută în februarie 2025, în condițiile în care scăderea ușoară înregistrată de dinamica prețurilor alimentelor procesate, după două trimestre de creștere, a fost însoțită de accelerarea sensibilă a dezinflației pe segmentul mărfurilor nealimentare și pe cel al serviciilor, ale căror dinamici anuale au rămas încă ridicate. Descreșterea ratei anuale a inflației de bază a fost antrenată în principal de efecte de bază dezinflaționiste, îndeosebi de cele manifestate la nivelul subcomponentelor non-alimentare, și într-o oarecare măsură de scăderea dinamicii prețurilor importurilor, în timp ce influențe moderate de sens opus au continuat să vină din majorarea cotațiilor unor mărfuri agroalimentare, precum și din transferarea treptată asupra unor prețuri de consum a costurilor salariale crescute, inclusiv pe fondul cotelor ridicate ale așteptărilor inflaționiste pe termen scurt.

Activitatea economică și-a accelerat peste așteptări creșterea în trimestrul IV 2024 – la 0,8 la sută, de la 0,1 la sută în precedentele trei luni –, astfel încât excedentul de cerere agregată și-a încetinit probabil tendința de restrângere în acest interval în raport cu previziunile. Totodată, creșterea în termeni anuali a consumului gospodăriilor populației a rămas alertă, temperându-se doar ușor față de trimestrul precedent, în timp ce formarea brută de capital fix a consemnat o amplă contracție în raport cu perioada similară a anului anterior, contribuind decisiv la scăderea dinamicii anuale a PIB la 0,7 la sută în trimestrul IV 2024, de la 1,2 la sută în precedentele trei luni. În același timp, evoluția exportului net și-a mărit impactul contracționist, în condițiile în care dinamica anuală a volumului importurilor de bunuri și servicii s-a reamplificat, iar cea a volumului exporturilor a continuat să se adâncească în teritoriu negativ. Deficitul comercial a continuat să își încetinească totuși creșterea în termeni anuali – pe fondul ameliorării semnificative a raportului de schimb –, însă deficitul de cont curent și-a accelerat-o puternic, ca urmare a deteriorării severe a balanței veniturilor, inclusiv pe seama fluxurilor de fonduri europene de natura contului curent.

Pe piața muncii, cele mai recente date și sondaje de specialitate au confirmat stoparea tendinței de detensionare a pieței în trimestrul IV 2024 – dată fiind și menținerea constantă a ratei locurilor de muncă vacante –, semnalizând totodată o inversare a

acestei tendințe, probabil temporară, în primele luni din 2025 și în perspectivă apropiată. Astfel, efectivul salariaților din economie și-a accelerat creșterea lunară în decembrie 2024 și în ianuarie 2025, iar rata șomajului BIM s-a redus ușor pe ansamblul primelor două luni ale anului²⁵. La rândul lor, intențiile de angajare pe orizontul foarte scurt de timp s-au mărit pe ansamblul trimestrului I 2025, după două trimestre de descreștere, iar deficitul de forță de muncă raportat de companii și-a corectat integral, în același interval, scăderea pronunțată înregistrată în ultimul trimestru din 2024. Dinamica anuală a salariului brut nominal a mai scăzut în ianuarie 2025, dar a rămas pe palierul de două cifre – inclusiv pe fondul majorării salariului minim brut pe economie și al compensării parțiale de către angajatori a impactului eliminării unor facilități fiscale –, iar cea a costului unitar cu forța de muncă din industrie s-a reamplificat în debutul anului²⁶, după ce s-a redus considerabil în trimestrul IV 2024.

Pe piața financiară, principalele cotații ale pieței monetare interbancare au rămas relativ constante în lunile februarie și martie 2025, la nivelurile crescute atinse în trimestrul anterior. Randamentele pe termen lung ale titlurilor de stat și-au corectat integral, în luna februarie, creșterea abruptă consemnată în prima parte a lui ianuarie, iar apoi s-au menținut aproape neschimbate, în condițiile atenuării îngrijorărilor investitorilor financiari legate de perspectiva consolidării bugetare după finalizarea și adoptarea proiectului de buget pentru anul curent, dar și pe fondul fluctuațiilor apetitului global pentru risc. În această conjunctură, cursul de schimb leu/euro s-a re poziționat la jumătatea trimestrului I 2025 și a rămas apoi pe un palier mai înalt, în timp ce, în raport cu dolarul SUA, leul s-a întărit semnificativ în februarie-martie, recuperând în bună măsură pierderea de valoare din trimestrul anterior, ca urmare a deprecierei accentuate consemnate de moneda americană pe piețele financiare internaționale în acest interval.

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a continuat să se mărească pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului I 2025, ajungând la 9,4 la sută în februarie²⁷, în condițiile în care creditul acordat societăților nefinanciare și-a accelerat creșterea, în timp ce ritmul împrumuturilor populației și-a frânat puternic ascensiunea, în principal ca urmare a intrării pe o pantă descendentă a dinamicii foarte ridicate a creditului în lei pentru consum. Ponderea componentei în lei în creditul acordat sectorului privat a scăzut marginal, la 69,9 la sută în februarie 2025, de la 70,0 la sută în decembrie 2024.

Evaluările actualizate în acest context au arătat că rata anuală a inflației va rămâne fluctuantă în semestrul I 2025, continuând să se reducă în luna martie, pe o traiectorie mai ridicată decât cea evidențiată în prognoza pe termen mediu din februarie 2025, și urmând să consemneze în trimestrul II o creștere moderată, relativ în linie cu

²⁵ După ce în semestrul II 2024 aceasta a crescut și s-a menținut la o valoare medie de 5,7 la sută.

²⁶ La 15,3 la sută

²⁷ De la 8,8 la sută în decembrie 2024

previziunile precedente, sub impactul efectelor de bază asociate ieftinirii substanțiale a energiei²⁸ și a unor alimente²⁹ în perioada similară a anului trecut³⁰.

Totodată, balanța riscurilor induse de factori pe partea ofertei la adresa previziunilor privind inflația și-a accentuat semnificativ înclinația în sens ascendent, date fiind incertitudinile și riscurile crescute decurgând din evoluția viitoare a prețurilor energiei și alimentelor, mai cu seamă în semestrul II 2025 – inclusiv în contextul reglementărilor în domeniu –, dar și din extinderea protecționismului comercial, cu potențial impact asupra prețurilor internaționale ale unor bunuri intermediare și finale.

În același timp, din partea factorilor fundamentali erau de așteptat presiuni inflaționiste încă apreciable pe orizontul apropiat de timp, și în atenuare doar ușoară, având în vedere perspectiva deschiderii și creșterii deficitului de cerere agregată în semestrul I 2025 la valori mai modeste decât cele previzionate anterior și decalajul necesar manifestării efectelor dezinflaționiste astfel generate, precum și probabila menținere la un nivel de două cifre, deși în scădere, a dinamicii anuale a costurilor salariale din sectorul privat³¹.

Incertitudini și riscuri mari continuau să decurgă din conduita viitoare a politicii fiscale și a celei de venituri, date fiind măsurile fiscal-bugetare corective deja implementate sau adoptate și execuția bugetară din primele luni ale anului, dar și cerința consolidării bugetare în conformitate cu Planul bugetar-structural pe termen mediu convenit cu CE, precum și cu procedura de deficit excesiv.

În același timp, incertitudini și riscuri crescute la adresa perspectivei activității economice, implicit a evoluției pe termen mediu a inflației, proveneau din mediul extern, în condițiile prelungirii războiului din Ucraina și a situației din Orientul Mijlociu, dar mai cu seamă în contextul politicii comerciale a administrației americane și al măsurilor adoptate ca răspuns de alte state, de natură să afecteze economia globală și comerțul internațional. Totodată, o sursă majoră de incertitudini rămânea absorbția fondurilor europene, în principal a celor aferente programului „Next Generation EU”.

În ansamblul său, contextul analizat a justificat menținerea neschimbată a ratei dobânzii de politică monetară, în vederea asigurării și menținerii stabilității prețurilor pe termen mediu, într-o manieră care să contribuie la realizarea unei creșteri economice sustenabile.

În aceste condiții, în ședința din 7 aprilie 2025, Consiliul de administrație al BNR a decis menținerea ratei dobânzii de politică monetară la nivelul de 6,50 la sută și a ratelor dobânzilor aferente facilității de creditare și celei de depozit la 7,50 la sută și, respectiv, la 5,50 la sută. În același timp, ratele rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei și în valută ale instituțiilor de credit au fost păstrate la nivelurile în vigoare.

²⁸ Îndeosebi a gazelor naturale, sub influența modificărilor legislative aplicate începând cu luna aprilie 2024

²⁹ Cu precădere a celor din categoria LFO

³⁰ Acest impact urma să îl devanseze consistent pe cel anticipat a fi exercitat de efectele de bază de sens opus care vor continua să se manifeste la nivelul subcomponentelor non-alimentare ale inflației de bază, precum și pe segmentul produselor din tutun, iar temporar și în cazul combustibililor.

³¹ Efecte dezinflaționiste notabile erau însă de așteptat pe acest orizont de timp din temperarea creșterii prețurilor importurilor, precum și din ajustarea descendentă a anticipațiilor inflaționiste pe termen scurt, mai lentă totuși și de la niveluri mai ridicate decât s-a anticipat anterior.

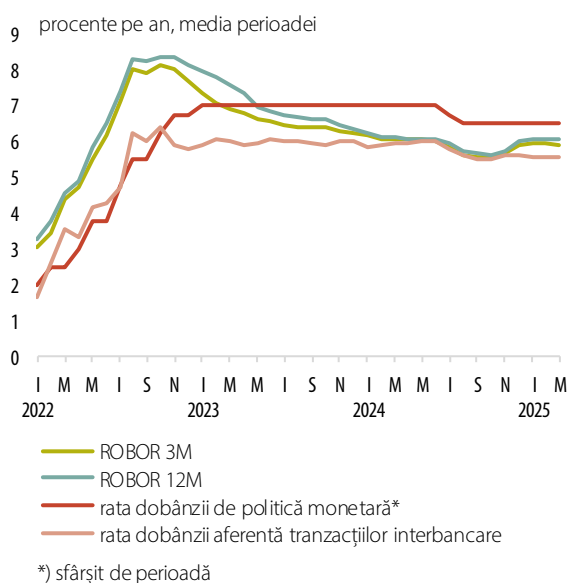
2. Piețe financiare și evoluții monetare

În trimestrul I 2025, randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare³² și-a temperat întrucâtva fluctuațiile, iar cotațiile pe termen mai lung s-au menținut relativ stabile. Cursul de schimb leu/euro s-a re poziționat la jumătatea intervalului și a rămas apoi pe un palier mai înalt. Dinamica anuală a lichidității din economie s-a redus pe ansamblul perioadei ianuarie-februarie 2025, iar cea a creditului acordat sectorului privat a continuat să se mărească, dar semnificativ mai lent decât în trimestrele precedente.

2.1. Ratele dobânzilor

În trimestrul I 2025, randamentul mediu zilnic al pieței monetare interbancare a continuat să fluctueze deasupra ratei dobânzii la facilitatea de depozit a băncii

Grafic 3.2. Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR



centrale, dar mai moderat și pe un palier inferior celui pe care s-a plasat în doua parte a trimestrului IV 2024, media lui trimestrială reducându-se cu 0,05 puncte procentuale față de precedentele trei luni, la 5,55 la sută³³.

Evoluția a reflectat cu precădere mișcarea ratelor dobânzilor pe termen foarte scurt, în contextul statu-quo-ului ratelor dobânzilor BNR, dar și al reamplificării excedentului de lichiditate de pe piața monetară³⁴, drenat pe mai departe de banca centrală prin intermediul facilității de depozit³⁵.

Cotațiile ROBOR 3M-12M au tins să se mențină pe parcursul trimestrului I 2025 la nivelurile semnificativ crescute atinse în ultima parte a lunii noiembrie 2024³⁶, astfel încât mediile lor trimestriale s-au mărit vizibil mai pronunțat în acest interval decât în trimestrul anterior (cu până la 0,30 puncte procentuale),

ajungând la 5,93 la sută în cazul scadenței de 3 luni, respectiv la 5,99 la sută și 6,08 la sută pe termenele de 6 și 12 luni³⁷ (Grafic 3.2).

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

³³ Medie ponderată cu volumul tranzacțiilor

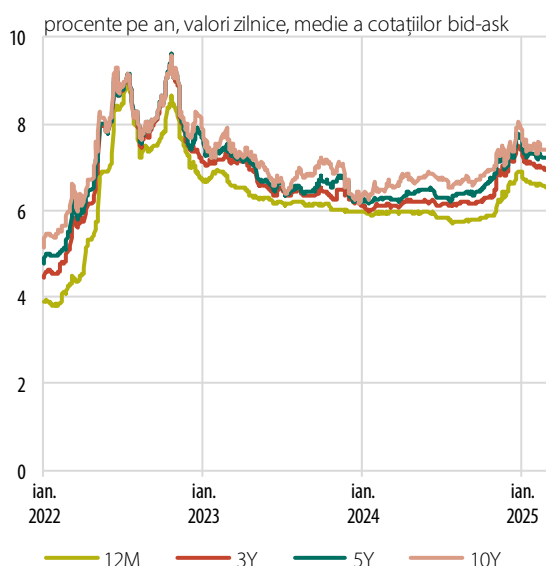
³⁴ Sub impactul injectiilor de lichiditate generate de operațiunile Trezoreriei

³⁵ Stocul mediu zilnic al acestor plasamente a crescut pe ansamblul intervalului ianuarie-martie 2025 la 29,0 miliarde lei, de la 21,2 miliarde lei în trimestrul precedent.

³⁶ Acestea au înregistrat mici creșteri în a doua jumătate a lui ianuarie 2025, care s-au corectat lent pe parcursul lunilor următoare.

³⁷ Valorile medii lunare ale cotațiilor ROBOR au continuat să crească în ianuarie 2025, însă mult mai modest decât în decembrie 2024, urcând cu câte 0,02 puncte procentuale în cazul scadențelor de 3 și 6 luni și cu 0,06 puncte procentuale pe maturitatea de 12 luni, pentru că în lunile următoare să rămână practic neschimbate, la 5,92 la sută în cazul ROBOR 3M, respectiv la 5,99 la sută și 6,07 la sută pe termenele de 6 și 12 luni.

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



Pe piața titlurilor de stat, cotațiile de referință pe termen mediu și lung ale segmentului secundar³⁸ și-au prelungit ascensiunea abruptă în prima parte a lui ianuarie³⁹, pentru ca în ultima decadă să se înscrie pe o traiectorie accentuat descendentă, revenind spre finele lunii februarie și tinzând să se mențină apoi la valorile din debutul anului, în condițiile atenuării îngrijorărilor investitorilor financiari legate de perspectiva consolidării bugetare ulterioară finalizării și adoptării proiectului de buget pentru anul curent⁴⁰, dar și pe fondul fluctuațiilor apetitului global pentru risc⁴¹. O mișcare relativ similară, dar mai moderată ca amplitudine, a caracterizat cotațiile de pe segmentul apropiat al curbei randamentelor (Grafic 3.3). Ca urmare a acestor evoluții, mediile lunare ale cotațiilor s-au mărit doar ușor în martie față de cele din ultima lună a trimestrului IV 2024 în cazul maturităților de 1 an, 5 ani și 10 ani (cu circa 0,1 puncte procentuale, la 6,57 la sută, 7,23 la sută, respectiv 7,41 la sută)

și s-au redus pe maturitatea de 3 ani (cu 0,04 puncte procentuale, la 6,96 la sută), precum și pe scadența de 6 luni (cu 0,13 puncte procentuale, la 6,24 la sută). Prin urmare, curba randamentelor și-a atenuat ușor înclinația pozitivă față de luna decembrie 2024.

Evoluția randamentelor medii acceptate pe piața primară⁴² a reflectat însă și influența dispunerii temporale a licitațiilor, în contextul fluctuațiilor ridicate ale randamentelor. Astfel, în raport cu luna decembrie 2024, randamentele consemnate la ultimele licitații din martie s-au majorat cu valori cuprinse între 0,15 și 0,29 puncte procentuale în cazul titlurilor pe 1 an, 3 ani, 5 ani și 10 ani (până la 6,64 la sută, 7,07 la sută, 7,38 la sută,

³⁸ Medii ale cotațiilor *bid-ask*

³⁹ Atingând valori maxime ale ultimilor doi ani

⁴⁰ Proiectul de buget a fost aprobat de Guvern în ultima zi a lunii ianuarie și a fost adoptat de Parlament în data 5 februarie.

⁴¹ Apetitul global pentru risc a continuat să fluctueze în acest interval, în contextul evoluțiilor și politicilor economice din state dezvoltate, cu potențiale implicații inclusiv asupra deciziilor de politică monetară ale băncilor centrale majore. Pe acest fond, randamentul titlurilor de stat pe 10 ani din SUA și-a prelungit ascensiunea în prima jumătate a lunii ianuarie, atingând maximul ultimelor 15 luni, dar s-a înscris apoi pe o traiectorie general descendentă, care s-a accentuat puternic în ultima decadă a lunii februarie – pe fondul așteptărilor de deteriorare a activității economice, sub impactul politicilor economice ale administrației SUA –, iar în martie a rămas relativ stabil. Randamentele pe termen lung din zona euro au urmat o traiectorie relativ similară în prima jumătate a trimestrului I, pentru ca în prima decadă din martie să consemneze un salt abrupt, ca reacție la anunțul privind creșterea masivă în viitor a cheltuielilor pentru investiții în apărare și infrastructură în Germania, de natură să stimuleze în perspectivă activitatea economică și să mărească cererea de finanțare a sectorului public pe termen mai îndelungat.

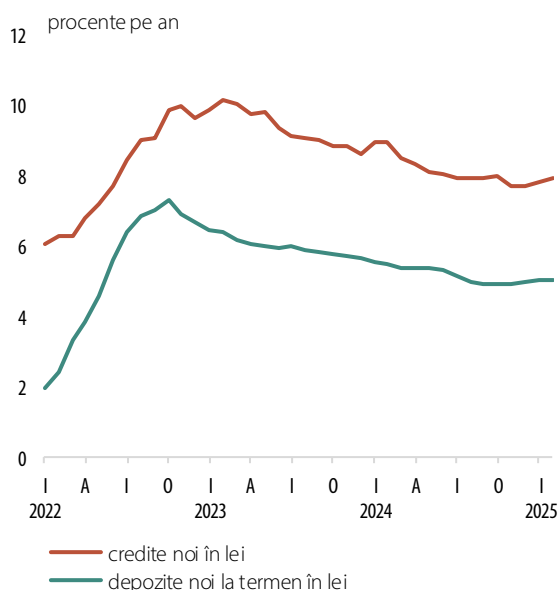
⁴² În trimestrul I 2025, MF a emis lunar titluri de stat prin programul „Tezaur”, cu maturități de 1 an, 3 ani și 5 ani, la randamente de: (i) 6,45 la sută, 7,20 la sută, respectiv 7,60 la sută, în ianuarie, (ii) 7,00 la sută, 7,50 la sută, respectiv 7,80 la sută, în februarie și (iii) 6,95 la sută, 7,65 la sută, respectiv 7,95 la sută, în martie. De asemenea, prin programul „Fidelis” au fost puse în circulație în luna februarie titluri de stat pentru populație denumite în lei, cu maturități de 1 an, 3 ani și 5 ani, la randamente de 6,95 la sută, 7,65 la sută, respectiv 7,95 la sută, în valoare totală de circa 2,3 miliarde lei, precum și în euro, cu maturități de 2 ani și 7 ani, la randamente de 4,00 la sută, respectiv 6,25 la sută, în valoare totală de 390 milioane euro. În luna martie, au fost emise titluri denumite în lei cu maturități de 1 an, 3 ani și 5 ani, la randamente de 6,80 la sută, 7,50 la sută, respectiv 7,80 la sută, în valoare totală de 1,4 miliarde lei, și în euro, cu maturități de 2 ani și 7 ani, la randamente de 3,75 la sută, respectiv 6,00 la sută, în valoare totală de 168 milioane euro. În plus, MF a emis în luna februarie euroobligțiuni denumite în euro – cu maturități de 5 ani, respectiv 9 ani, la randamente de 5,29 la sută, respectiv 6,34 la sută, în valoare totală de 2,8 miliarde euro –, și denumite în dolari, cu maturitatea de 12 ani, la randament de 7,55 la sută, în valoare de 1,25 miliarde dolari. Spre finele lunii martie, MF a emis pe piața externă euroobligțiuni denumite în euro, cu maturități de 7 ani, respectiv 14 ani, în valoare totală de 2,75 miliarde euro, la randamente de 5,92 la sută, respectiv 6,79 la sută.

respectiv 7,47 la sută) și au rămas neschimbate în cazul certificatelor de trezorerie pe 6 luni (la 6,40 la sută).

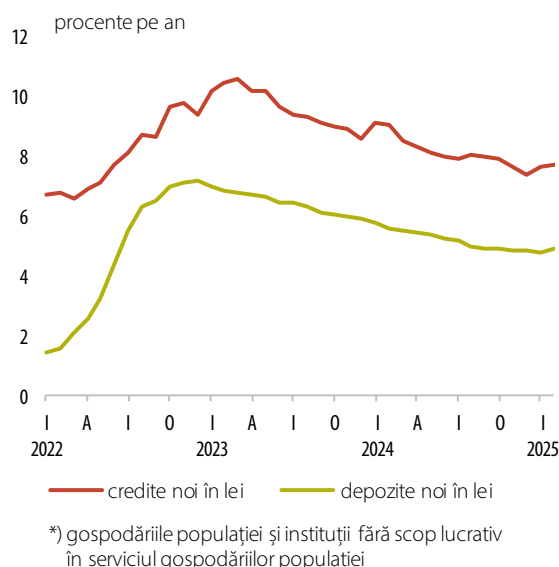
Pe ansamblul trimestrului I 2025, valoarea titlurilor emise s-a mărit cu circa 10 miliarde de lei față de precedentele trei luni (la 30,1 miliarde lei), în principal pe seama titlurilor pe termen mediu și lung, dar și cu aportul celor cu maturități mai scurte⁴³. Valoarea emisiunilor nete a crescut, la rândul ei, la 9,3 miliarde lei (de la 4,5 miliarde lei în trimestrul anterior), chiar și în condițiile unui volum ridicat de titluri ajunse la scadență în acest interval. Revitalizarea interesului investitorilor pentru aceste plasamente este evidențiată și de mărirea raportului dintre volumul solicitat de dealerii primari și cel anunțat în cadrul licitațiilor (la 2,30, de la valoarea de 1,64 la care a scăzut în trimestrul precedent), precum și a proporției dintre volumul acceptat și cel anunțat (la 1,36, după un declin la nivelul de 1,06 în precedentele trei luni).

Ratele medii ale dobânzilor la creditele noi ale clienților nebankari și cele aferente depozitelor noi la termen ale acestora și-au stopat tendința descendentă în debutul trimestrului I 2025, înregistrând pe ansamblul perioadei ianuarie-februarie creșteri ușoare (+0,07 puncte procentuale, până la 7,88 la sută, respectiv +0,09 puncte procentuale, până la 5,03 la sută) (Grafic 3.4).

Grafic 3.4. Ratele dobânzilor în sistemul bancar



Grafic 3.5. Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației*

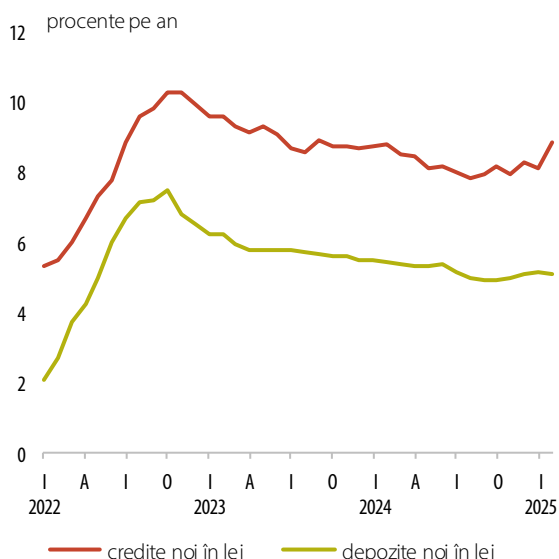


Variațiile au fost relativ omogene ca sens din perspectivă sectorială. Astfel, după trei trimestre de scădere, rata medie a dobânzii la creditele noi ale populației s-a mărit pe ansamblul celor două luni la un nivel mediu de 7,67 la sută (+0,05 puncte procentuale față de cel din trimestrul IV 2024) (Grafic 3.5). Evoluția a fost consecința accelerării creșterii costului mediu cu dobânda al creditelor noi pentru consum (+0,16 puncte procentuale, până la 9,80 la sută) și a majorării ponderii acestor credite în fluxul total adresat populației, care au fost doar parțial compensate ca impact de o nouă scădere,

⁴³ În luna martie, MF a emis în cadrul unei licitații titluri cu maturitatea de 1,3 ani în valoare de 2,2 miliarde lei.

mai moderată totuși, consemnată de rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi pentru locuințe (-0,09 puncte procentuale, până la 6,03 la sută).

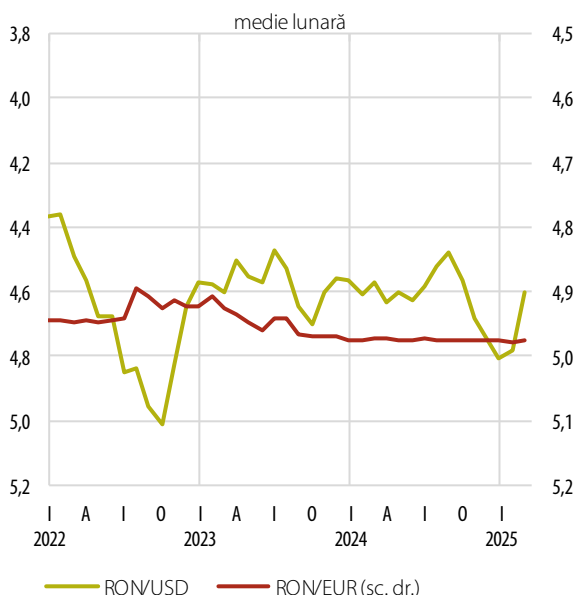
Grafic 3.6. Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare



În același timp, rata medie a dobânzii aferentă creditelor noi ale societăților nefinanciare și-a accentuat trendul ascendent pe ansamblul primelor două luni ale trimestrului I (+0,36 puncte procentuale comparativ cu trimestrul IV 2024, până la nivelul de 8,50 la sută) (Grafic 3.6). Mișcarea a fost antrenată de majorarea consistentă a costului mediu cu dobânda al creditelor de valoare mică, sub echivalentul a 1 milion de euro (+0,48 puncte procentuale față de trimestrul IV 2024, până la 8,94 la sută), în timp ce rata medie a dobânzii aferentă creditelor sub respectivul prag și-a temperat mersul ascendent, urcând cu 0,18 puncte procentuale față de trimestrul IV 2024, până la 7,92 la sută.

Randamentul mediu al depozitelor noi la termen ale populației și-a stopat practic scăderea pe ansamblul primelor două luni din 2025, reducându-se doar marginal față de trimestrul IV 2024, până la o medie 4,82 la sută⁴⁴, iar cel aferent plasamentelor similare ale societăților nefinanciare s-a reamplificat (+0,14 puncte procentuale, până la 5,14 la sută).

Grafic 3.7. Cursul de schimb nominal



2.2. Cursul de schimb și fluxurile de capital

Cursul de schimb leu/euro s-a re poziționat la jumătatea trimestrului I 2025 și a rămas apoi pe un palier mai înalt (Grafic 3.7).

Raportul de schimb leu/euro a tins să se mențină și în ianuarie 2025 în preajma valorilor prevalente în anul precedent, pentru ca în prima decadă a lunii februarie să urce și să rămână până la finele lunii pe un palier mai ridicat. Comportamentul său a avut ca resorturi fluctuația sentimentului pieței financiare internaționale⁴⁵ – cu impact și asupra mișcării cursului

⁴⁴ În condițiile în care în luna februarie acesta s-a mărit ușor, în premieră pentru ultimii doi ani, exclusiv pe seama majorării randamentului depozitelor cu maturitatea cuprinsă între 3 și 6 luni, promovate în această perioadă de unele instituții de credit, posibil și ca reacție la creșterea apetitului persoanelor fizice pentru plasamente în titluri de stat.

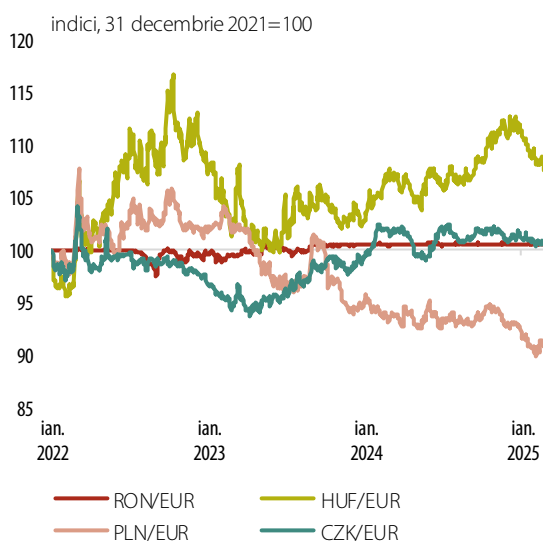
⁴⁵ Apetitul global pentru risc s-a ameliorat în a doua jumătate a lunii ianuarie, dar s-a deteriorat din nou în ultima decadă din februarie, ca urmare a măsurilor de politică comercială anunțate de administrația SUA, de natură să determine o reconsiderare de către investitori a perspectivei conduitei politicii monetare a Fed/băncilor centrale majore.

Tabel 3.1. Principalele poziții din contul financiar

	milioane euro					
	2 luni 2024			2 luni 2025		
	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net	Achiziția netă de active*	Acumularea netă de pasive*	Net
Contul financiar	6 489	10 273	-3 784	520	4 463	-3 943
Investiții directe	577	2 242	-1 666	172	1 198	-1 026
Investiții de portofoliu	-56	6 695	-6 751	-112	3 169	-3 281
Derivate financiare	36	0	36	-21	0	-21
Alte investiții	2 586	1 336	1 249	336	96	239
– numerar și depozite	2 091	-518	2 609	-70	-606	536
– împrumuturi	-32	875	-907	246	541	-295
– altele	526	979	-453	160	161	-1
Active de rezervă ale BNR (net)	3 347	0	3 347	145	0	145

*) „+” creștere/„-” scădere

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



Sursa: BCE, BNR

de schimb euro/dolar⁴⁶ –, dar și tendința accentuată de înrăutățire a soldului schimburilor comerciale cu exteriorul, precum și îngrijorările investitorilor financiari legate de perspectiva consolidării fiscale, care s-au atenuat totuși vizibil după finalizarea și adoptarea proiectului de buget pentru anul 2025⁴⁷ (Tabel 3.1).

Ratele de schimb ale principalelor monede din regiune s-au reînscris însă la mijlocul lunii ianuarie și s-au menținut în februarie pe o traiectorie general descendentă, cu precădere sub influența unor factori interni⁴⁸.

Raportul leu/euro s-a menținut pe noul palier până spre finele lunii martie, în condițiile unor fluctuații mărite, în contextul incertitudinilor foarte mari generate pe plan mondial și la nivelul pieței financiare internaționale de măsurile de politică comercială ale administrației SUA, dar și pe fondul începerii negocierilor privind încetarea războiului din Ucraina, precum și al adoptării pachetului amplu de cheltuieli pentru investiții în apărare și infrastructură în Germania, de natură să amelioreze percepția investitorilor asupra perspectivei economiilor europene și să accentueze puternic creșterea cursului de schimb euro/dolar.

Pe piețele financiare din regiune, evoluțiile au fost însă eterogene în ultima lună a trimestrului. Astfel, rata de schimb a coroanei cehe a continuat să se reducă⁴⁹, în timp ce cursul de schimb al forintului a reintrat la jumătatea intervalului pe o traiectorie ascendentă, iar cel al zlotului a crescut în prima parte a lunii, pentru ca apoi să rămână relativ stabil⁵⁰ (Grafic 3.8).

În raport cu dolarul SUA, leul și-a inversat la jumătatea lunii ianuarie tendința de depreciere relativ alertă și

⁴⁶ Acesta a continuat să descrească în prima parte a lunii ianuarie 2025, pentru ca apoi să cunoască o schimbare de direcție.

⁴⁷ Proiectul de buget a fost aprobat de Guvern în ultima zi a lunii ianuarie și a fost adoptat de Parlament în data de 5 februarie 2025.

⁴⁸ Banca centrală a Poloniei și cea a Ungariei au menținut neschimbate în februarie ratele dobânzilor reprezentative și au continuat să transmită semnale de prudență privind conduita viitoare a politicii monetare, inclusiv în contextul evoluției peste așteptări a ratei anuale a inflației în luna ianuarie în ambele state. Banca Națională a Cehiei a reluat reducerea prudentă a ratei dobânzii-cheie, în condițiile preservării restrictivității conduitei politicii monetare.

⁴⁹ Inclusiv în contextul menținerii neschimbate a ratei dobânzii de politică monetară de către Banca Națională a Cehiei în luna martie, precum și al evidențierii în comunicarea asociată a riscurilor inflaționiste crescute și a cerinței păstrării unei conduite restrictive a politicii monetare

⁵⁰ Dată fiind și scăderea peste așteptări a ratei anuale a inflației în luna februarie, care a determinat revizuirea descendentă de către investitori a traiectoriei anticipate a ratei dobânzii de politică monetară a Băncii Naționale a Poloniei.

s-a întărit semnificativ în februarie-martie, recuperând în bună măsură pierderea de valoare din trimestrul anterior, ca urmare a deprecierei accentuate consemnate de moneda americană pe piețele financiare internaționale în acest interval.

Rulajul pieței valutare interbancare s-a redus ușor în trimestrul I 2025, iar soldul negativ al tranzacțiilor s-a restrâns semnificativ comparativ cu trimestrul anterior, pe seama operațiunilor nerezidenților.

Pe ansamblul intervalului, leul s-a depreciat marginal față de euro în termeni nominali^{51,52}, dar a continuat să se aprecieze în termeni reali, într-un ritm ușor inferior celui din luna precedentă (de 0,2 la sută), în timp ce *vis-à-vis* de dolarul SUA moneda națională s-a întărit semnificativ, atât în termeni nominali (cu 3,1 la sută), cât și în termeni reali (cu 3,4 la sută). Din perspectiva variației anuale a mediilor trimestriale ale cursului de schimb, moneda națională a continuat să slăbească ușor față de euro, într-un pas similar celui consemnat în trimestrul anterior, dar și-a accelerat ritmul deprecierei în raport cu dolarul SUA.

2.3. Moneda și creditul

Moneda

Dinamica anuală a masei monetare (M3) a înregistrat pe ansamblul primelor două luni ale anului 2025 o scădere atipic de pronunțată din perspectiva patternului sezonier,

ajungând la o medie de 9,5 la sută⁵³, de la 10,9 la sută în trimestrul IV 2024 (Tabel 3.2). Evoluția s-a corelat cu caracteristicile execuției bugetare, dar și cu deteriorarea soldului schimburilor comerciale cu exteriorul, precum și cu intensificarea realocării de portofolii către instrumente financiare alternative (titluri de stat).

Din punct de vedere structural, inflexiunea produsă la nivelul ritmului de creștere al masei monetare a fost determinată aproape integral de dinamica anuală a depozitelor la termen sub doi ani. Aceasta și-a accentuat descreșterea în raport cu media

trimestrului anterior⁵⁴, în condițiile în care variația plasamentelor în lei și-a accelerat scăderea în acest interval, cu precădere pe seama celor aparținând populației⁵⁵, iar impactul astfel generat a fost doar în mică măsură compensat de continuarea creșterii variației componentei în valută (exprimată în euro), tot cu aportul majoritar al depozitelor persoanelor fizice (Grafic 3.9).

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

	variație procentuală în termeni nominali						
	2024				2025		ritm mediu al trimestrului
	I	II	III	IV	ian.	feb.	
M3	10,6	10,5	10,1	10,9	10,1	9,0	
M1	4,3	7,0	7,8	9,5	9,3	9,6	
Numerar în circulație	8,4	9,3	9,7	12,8	14,9	14,5	
Depozite overnight	2,8	6,2	7,1	8,3	7,3	7,7	
Depozite la termen cu scadența sub 2 ani	21,6	16,0	13,9	13,0	11,2	8,0	

51 Pe baza valorilor medii din martie 2025, respectiv decembrie 2024, ale cursului de schimb leu/euro

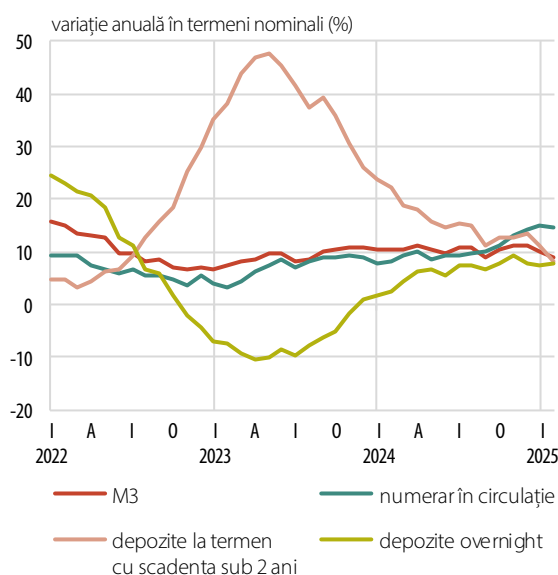
52 În același interval, coroana cehă s-a apreciat față de euro cu 0,5 la sută, zlotul polonez cu 2,1 la sută, iar forintul maghiar cu 3,0 la sută.

53 În termeni reali, dinamica anuală a M3 a înregistrat, de asemenea, o scădere pe ansamblul perioadei ianuarie-februarie 2025, la 4,3 la sută, de la 5,6 la sută în trimestrul IV 2024.

54 Ajungând la un nivel minim al ultimelor 11 trimestre

55 Dar și cu un aport consistent din partea plasamentelor similare ale societăților nefinanciare

Grafic 3.9. Principalele componente ale masei monetare



Dinamica anuală a masei monetare în sens restrâns (M1) a rămas însă la nivelul atins în trimestrul anterior⁵⁶, stopându-și astfel ascensiunea, date fiind influențele divergente relativ egale venite, pe de o parte, din continuarea decelerării creșterii depozitelor ON în lei – îndeosebi ca efect al evoluției de pe segmentul societăților nefinanciare –, iar pe de altă parte, din noua creștere înregistrată de variația plasamentelor ON în valută⁵⁷ (exprimate în euro), pe seama depozitelor populației, precum și de ritmul numerarului în circulație⁵⁸. Ponderea M1 în M3 și-a prelungit totuși tendința ușor descendentă amorsată la mijlocul anului 2024, reducându-se în februarie la 60,2 la sută, de la 60,4 la sută la finele trimestrului precedent.

Din perspectiva principalelor categorii de deținători, pierderea de ritm suferită de M3 a fost în principal consecința încetirii considerabile a creșterii

depozitelor societăților nefinanciare⁵⁹, în corelație cu scăderea consemnată de variația unor sume primite de la bugetul de stat⁶⁰ și de încasările în contul fondurilor UE, precum și cu temperarea creșterii comerțului cu amănuntul și cu deteriorarea pronunțată a balanței comerciale, dar și cu probabila majorare a plăților de dividende⁶¹. Dinamica depozitelor populației s-a redus doar ușor, în condițiile în care descreșterea variației anuale reale a veniturilor salariale și a celor de natura asistenței sociale pe ansamblul primelor două luni ale anului s-a asociat cu o scădere mai evidentă a ritmului cumpărărilor de mărfuri, iar accelerarea creșterii deținerilor de titluri de stat ale populației în această perioadă a fost probabil susținută și de majorarea veniturilor din dividende.

Din perspectiva contrapartidelor M3, influențele contracționiste au venit dintr-o nouă descreștere semnificativă consemnată în acest interval de variația activelor externe nete ale sistemului bancar⁶², care a fost contrabalansată însă în bună măsură ca impact de continuarea accelerării creșterii creditului net al administrației publice centrale.

⁵⁶ La un nivel reprezentând maximul ultimelor 11 trimestre

⁵⁷ Soldată cu revenirea acesteia în teritoriu pozitiv, pentru prima oară în ultimele nouă trimestre

⁵⁸ Dinamica acestuia a atins astfel un vârf al ultimilor patru ani (evaluare din perspectiva mediilor trimestriale).

⁵⁹ Dinamica acestora a scăzut la un minim al ultimilor aproape 12 ani (evaluare din perspectiva mediilor trimestriale).

⁶⁰ Conform datelor privind execuția bugetului general consolidat

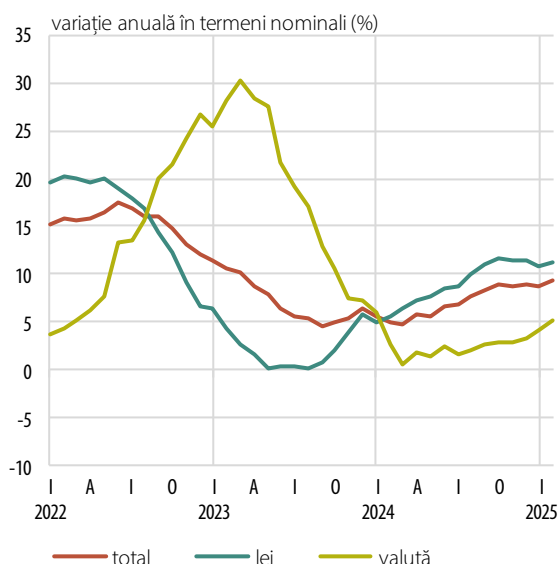
⁶¹ Conform datelor privind execuția bugetului general consolidat

⁶² Inclusiv pe fondul unui efect de bază asociat volumului ridicat al emisiunilor de euroobligațiuni efectuate de MF în perioada ianuarie-februarie 2024 (echivalentul a 7,7 miliarde euro). În luna februarie 2025, MF a emis euroobligațiuni în valoare de circa 4,0 miliarde euro.

Creditul acordat sectorului privat

Dinamica anuală a creditului acordat sectorului privat a continuat să se mărească pe ansamblul perioadei ianuarie-februarie 2025, dar semnificativ mai lent decât în trimestrele precedente, ajungând la o medie de 9,1 la sută⁶³, de la 8,9 la sută în

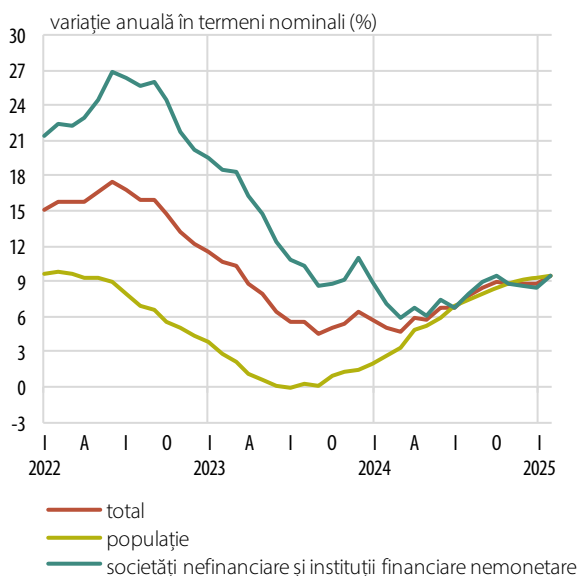
Grafic 3.10. Creditul acordat sectorului privat pe monede



trimestrul IV 2024, în condițiile în care componenta în lei și-a redus ușor variația de două cifre⁶⁴, în timp ce creditul în valută (exprimat în euro) și-a accelerat creșterea (Grafic 3.10). Ponderea componentei în lei în creditul acordat sectorului privat a scăzut totuși doar marginal, la 69,9 la sută în februarie 2025, de la 70,0 la sută în decembrie 2024.

Similar trimestrului anterior, ambele sectoare instituționale majore au contribuit la ușoara creștere de ritm a creditului acordat sectorului privat (Grafic 3.11). Astfel, dinamica anuală a creditului populației și-a prelungit ascensiunea, într-un ritm însă considerabil încetinit, și cu aportul exclusiv al creditului în lei pentru locuințe, al cărui flux s-a redus doar ușor în raport cu maximum istoric atins în decembrie 2024⁶⁵, în timp ce variația anuală foarte înaltă a creditului în lei pentru consum și alte scopuri și-a stopat practic creșterea în acest interval. În același timp, soldul creditului în valută acordat populației (exprimat în euro) și-a conservat contracția deosebit de amplă în termeni anuali.

Grafic 3.11. Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale



Dinamica anuală a creditului societăților nefinanciare și-a temperat ceva mai pronunțat creșterea în ianuarie-februarie față de trimestrul IV 2024, ca urmare a scăderii consemnate de variația medie a creditului în lei, după șase trimestre de creștere, inclusiv pe fondul tendinței ascendente din ultimele luni a ratelor dobânzilor aferente și al relativei înăsprirea standardelor de creditare pe acest segment⁶⁶, dar și în condițiile diminuării, față de perioada similară a anului trecut, a aportului programelor guvernamentale (IMM Invest Plus). Ritmul componentei în valută (exprimată în euro) și-a accentuat însă traiectoria ascendentă, aproape integral pe seama accelerării creșterii împrumuturilor pe termen mediu și lung.

⁶³ Variația anuală reală a creditului acordat sectorului privat a continuat să se mărească la rândul său, ajungând la 3,9 la sută ca medie a perioadei ianuarie-februarie 2025, de la 3,7 la sută în trimestrul IV 2024.

⁶⁴ După cinci trimestre de ascensiune continuă

⁶⁵ Evaluare pe baza fluxurilor ajustate cu valoarea creditelor renegociate

⁶⁶ Conform Sondajului privind creditarea companiilor nefinanciare și populației

4. Perspectivele inflației

Conform prognozei actualizate, rata anuală a inflației IPC este așteptată să fluctueze ușor pe termen scurt, cu o majorare marginală în trimestrul II, până la 5,1 la sută în luna iunie 2025, nivel anticipat și în luna septembrie. Indicatorul își va relua tendința descendentă începând din trimestrul IV, urmând să atingă 4,6 la sută în luna decembrie 2025 și va reveni în interiorul intervalului țintei în trimestrul III 2026. Ulterior, rata anuală a inflației va rămâne relativ stabilă, situându-se în jumătatea superioară a intervalului țintei. Valoarea prognozată pentru sfârșitul anului 2026 este de 3,4 la sută. În contextul expirării schemei de plafonare a prețurilor la energia electrică la 30 iunie a.c., prognoza include ipoteza unei majorări cu 15 la sută a acestora în luna iulie, care este însă grevată de riscuri în sens ascendent.

Comparativ cu prognoza publicată în *Raportul asupra inflației* din luna februarie, rata anuală a inflației IPC se situează la valori mai ridicate pe tot intervalul de proiecție, cu excepția trimestrului II 2025. Revizuirile sunt de +0,8 puncte procentuale în decembrie 2025 și de +0,3 la finele anului viitor. Contribuții mai ridicate sunt prognozate pentru inflația de bază, pe tot intervalul proiecției, și energia electrică, în a doua jumătate a anului curent și prima jumătate a celui viitor, parțial contrabalansate în 2025 de inflația mai redusă a combustibililor. În pofida acestor revizuri ascendente, balanța riscurilor este evaluată a rămâne orientată în sensul unor abateri în sus ale ratei inflației de la valorile prognozate în scenariul de bază.

1. Scenariul de bază

1.1. Ipoteze externe

Tabel 4.1. Evoluția așteptată a variabilelor externe

	valori medii anuale	
	2025	2026
Creșterea economică în UE efectiv (%)	1,1	1,5
Inflația anuală din zona euro (%)	2,3	1,9
Inflația anuală din zona euro exclusiv produse energetice (%)	2,4	2,2
Inflația anuală IPC SUA (%)	2,8	2,4
Rata dobânzii EURIBOR la 3 luni (% p.a.)	2,2	1,8
Cursul de schimb dolar SUA/euro	1,08	1,09
Prețul petrolului Brent (dolari SUA/baril)	68,7	65,1

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

Comparativ cu *Raportul* precedent, dinamica activității economice a partenerilor externi (aproximată prin agregatul PIB UE efectiv) a fost reevaluată descendent, atât în 2025, la 1,1 la sută, cât și în 2026, la 1,5 la sută (Tabel 4.1). Pe termen scurt, creșterea economică de la nivel comunitar este afectată de impactul negativ al incertitudinii asociate majorării tarifelor comerciale de către administrația SUA. Astfel, pentru primele două trimestre din acest an, se prefigurează o creștere trimestrială moderată a activității economice externe, succedată de o ușoară accelerare a acesteia. Pe termen mediu, activitatea economică este așteptată a fi impulsionată de avansul consumului, de redinamizarea

investițiilor și de redresarea cererii externe, precum și de atenuarea caracterului restrictiv al politicii monetare comune de la nivelul zonei euro. Totuși, balanța riscurilor aferente perspectivelor activității economice în UE rămâne înclinată în sens descendent.

În aceste condiții, *gapul* cererii externe efective a fost, la rândul său, reevaluat în jos, în special pe termen mediu, fiind previzibil ca indicatorul să persiste în teritoriu negativ pe întregul interval de proiecție, similar evaluării precedente, însă la valori mai pronunțat contracționiste din perspectiva dinamicii exporturilor românești.

Rata medie anuală a inflației din zona euro a fost evaluată la un nivel ușor mai ridicat față de cel din *Raportul* anterior pentru anul curent (2,3 la sută), în principal pe seama subcomponentei „energie”. Pentru anul 2026 prognoza a fost menținută la 1,9 la sută. Rata anuală a inflației este prognozată a atinge reperul BCE de 2 la sută în trimestrul I 2026, cu un trimestru mai târziu față de ipoteza din *Raportul* anterior, menținându-se ușor sub sau chiar la acest nivel pe restul intervalului de proiecție. Pe baza informațiilor disponibile la acest moment, în absența unui răspuns de retorsiune din partea blocului comunitar, tensiunile comerciale de la nivel global ar putea exercita presiuni moderat dezinflaționiste asupra ratei inflației din zona euro, prin temperarea cererii externe, prin afectarea perspectivelor investiționale și, cel puțin până la momentul finalizării scenariului de bază, prin tendința de apreciere a euro în raport cu dolarul SUA, care favorizează diminuarea prețurilor bunurilor din import; în acest context, strict pe baza acestor informații, care nu implică un scenariu de tip *tit for tat*, balanța riscurilor asociate traiectoriei inflației pare să fie înclinată mai degrabă în sens descendent.

Prognoza ratei inflației IAPC exclusiv energia⁶⁷ din zona euro a fost menținută pentru anul 2025 la 2,4 la sută, respectiv revizuită ușor în sus pentru anul 2026, la 2,2 la sută. În profil trimestrial, indicatorul urmează o traiectorie descendentă, apropiată, dar ușor mai ridicată față de cea a ratei inflației *headline*. Această traiectorie este anticipată pe seama reducerii treptate a celei aferente componentei de servicii, pe fondul temperaturii graduale a creșterilor salariale, în timp ce marjele de profit sunt anticipate să își reia creșterea. La orizontul prognozei, trimestrul I 2027, rata inflației IAPC exclusiv energia se plasează la un nivel ușor mai ridicat față de cel al inflației *headline* (2,1 la sută, față de 2,0 la sută).

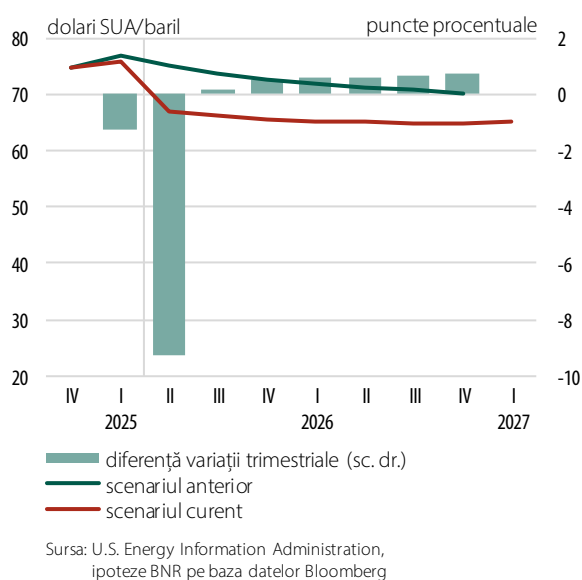
Rata nominală a dobânzii EURIBOR la 3 luni a continuat să se reducă, după punctul de maxim atins în actualul ciclu în trimestrul IV 2023 (4 la sută), și este anticipată a se diminua până la 1,8 la sută în trimestrul I 2026. Pe termen mai lung, rata dobânzii ar urma să revină ușor spre nivelul de 2 la sută, atins în trimestrul I 2027. Similar *Raportului* anterior, rata reală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este evaluată a fi poziționată încă din trimestrul III 2023 sub trendul estimat al acesteia, indicând un efect restrictiv al politicii monetare a BCE asupra activității economice din zona euro. Această influență este anticipată a se disipa până în trimestrul II 2025, luând în calcul inclusiv reducerea ratei nominale a dobânzii de politică monetară operată de BCE la ședința din luna aprilie 2025. Ulterior, rata reală a dobânzii EURIBOR la 3 luni este așteptată a se plasa la niveluri cvasineutre până la orizontul prognozei. Evoluția disputelor comerciale

⁶⁷ O măsură care aproximează inflația importată a României.

reprezintă un factor-cheie în calibrarea viitoare a conduitei politicii monetare a BCE, ale cărei decizii ar putea avea în vedere posibile ajustări suplimentare ale ratei dobânzii de politică monetară, comparativ cu traiectoria acesteia din scenariul de bază.

Dolarul SUA s-a apreciat pe ansamblul trimestrului I 2025, însă la frecvență lunară acesta și-a inversat tendința de apreciere și s-a înscris pe o traiectorie de depreciere puternică începând din luna martie. Astfel, pe termen scurt, dolarul SUA este așteptat să manifeste o depreciere consistentă la nivel trimestrial, în corelație cu reevaluarea perspectivelor economice ale SUA și accentuarea volatilității și a incertitudinii generate de orientarea protecționistă a politicii comerciale americane. În același timp, perspectivele economiei zonei euro sunt susținute de angajamentele UE privind

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



intensificarea cheltuielilor pentru apărare și de relaxarea preconizată a regulilor fiscale în Germania, cu potențial stimulat asupra investițiilor din sectorul privat, efecte vizibile, probabil, în special pe termen mediu. Cursul de schimb EUR/USD este așteptat să manifeste o relativă stabilizare pe parcursul intervalului de proiecție, însă dinamica viitoare a perechii valutare este marcată de un grad ridicat de incertitudine.

Scenariul de evoluție a prețului petrolului Brent a fost fundamentat pe baza cotațiilor *futures* și prevede o traiectorie descendentă pe termen mediu, în contextul impactului potențial negativ al disputelor comerciale asupra activității economice la nivel global. Astfel, la orizontul proiecției, prețul petrolului Brent este prevăzut a se plasa în jurul valorii de 65 dolari SUA/baril (Grafic 4.1). Cu toate acestea, o eventuală reluare a negocierilor comerciale dintre

SUA și China ar putea oferi un suport cotațiilor petrolului. Pe latura cererii, pe termen scurt și mediu se manifestă îngrijorările cu privire la slăbirea activității economice la nivel global, cu efect și asupra diminuării cererii de petrol. Pe latura ofertei, creșterea peste așteptări a producției din partea membrilor OPEC+ amplifică presiunea descendentă asupra prețului petrolului. Totuși, intensificarea sancțiunilor impuse asupra exporturilor de petrol ale Iranului ar putea susține prețul petrolului pe parcursul intervalului de prognoză.

1.2. Perspectivele inflației

În luna martie 2025, rata anuală a inflației IPC a fost de 4,86 la sută, în ușoară reducere de la nivelul de 5,14 la sută înregistrat în decembrie 2024. Pe termen scurt, aceasta va cunoaște mici oscilații, dar se va plasa la valoarea de 5,1 la sută atât în luna iunie, cât și în septembrie. În trimestrul curent, rata anuală a inflației va recepta influențe statistice nefavorabile asociate reducerilor de prețuri ale gazelor naturale, energiei electrice și LFO care au avut loc în trimestrul II 2024. În continuare, prognoza inflației este

condiționată în mod decisiv de ipotezele de lucru privind evoluția prețului la electricitate, dată fiind expirarea schemei de plafonare la 30 iunie 2025. Scenariul de bază include o majorare de 15 la sută în luna iulie, reflectând ipoteza alinierii prețurilor operatorilor din piață la nivelul celei mai avantajoase oferte disponibile în prezent. Cotațiile de prețuri pentru lunile următoare, culese din piață la momentul finalizării proiecției, sugerează riscuri considerabile în sens ascendent raportat la această ipoteză.

După impactul acestui șoc, pe fondul temperării presiunilor inflaționiste manifestate recent, rata anuală a inflației IPC își va relua traiectoria descendentă din trimestrul IV 2025, fiind prognozată la 4,6 la sută la finele anului curent. Dezinflația este așteptată

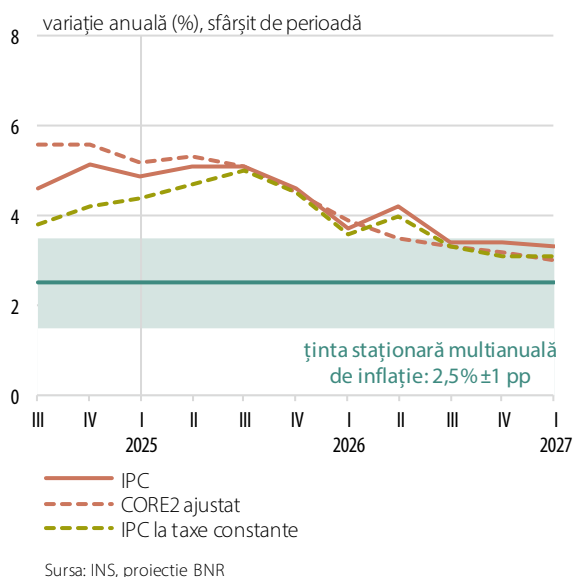
să continue într-un ritm mai susținut în 2026, indicatorul urmând să revină în interiorul intervalului țintei în trimestrul III și să coboare la 3,4 la sută în decembrie 2026 și la 3,3 la sută la orizontul prognozei, trimestrul I 2027 (Grafic 4.2). Traectoria va fi influențată de efecte de bază importante în primele trei trimestre ale anului viitor, când se preconizează fluctuații în ambele sensuri. În structură, la scăderea ratei anuale a inflației IPC pe termen mediu vor contribui atât inflația de bază, proiectată în reducere continuă începând din trimestrul III 2025, cât și ansamblul componentelor exogene ale coșului, care va imprima, de altfel, profilul volatil la nivel agregat al indicatorului din 2026.

Comparativ cu prognoza din februarie, traiectoria actualizată a ratei anuale a inflației IPC se situează la valori mai ridicate pe tot intervalul de proiecție, cu excepția trimestrului II 2025 (Grafic 4.2). Revizuirile sunt de +0,8 puncte procentuale în decembrie 2025 și de +0,3 la finele anului viitor. Contribuții mai ridicate sunt prognozate în cazul inflației de bază, pe tot intervalul proiecției, și al energiei electrice, în a doua jumătate a anului curent și prima jumătate a celui viitor. Acestea sunt parțial atenuate de dinamica mai redusă a prețurilor combustibililor, până în trimestrul I 2026.

Rata anuală a inflației CORE2 ajustat a decelerat la începutul acestui an, de la 5,6 la sută în decembrie 2024 la 5,2 la sută în martie 2025, și este prognozată să își continue scăderea pe tot intervalul proiecției, cu

excepția trimestrul II 2025. Totuși, ritmul dezinflației va fi relativ lent, indicatorul urmând să atingă marginea intervalului țintei abia în trimestrul II 2026 și să rămână în jumătatea superioară a acestuia până la orizontul proiecției. Acesta este proiectat la 4,5 la sută la sfârșitul anului curent, la 3,2 la sută în decembrie 2026 și la 3,0 la sută în martie 2027 (Tabel 4.2).

Grafic 4.2. Prognoza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat



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

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă							
	2025			2026				2027
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Țintă (valoare centrală)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Proiecție IPC	5,1	5,1	4,6	3,7	4,2	3,4	3,4	3,3
Proiecție IPC*	4,7	5,0	4,5	3,6	4,0	3,3	3,1	3,1
Proiecție CORE2 ajustat	5,3	5,1	4,5	3,9	3,5	3,3	3,2	3,0

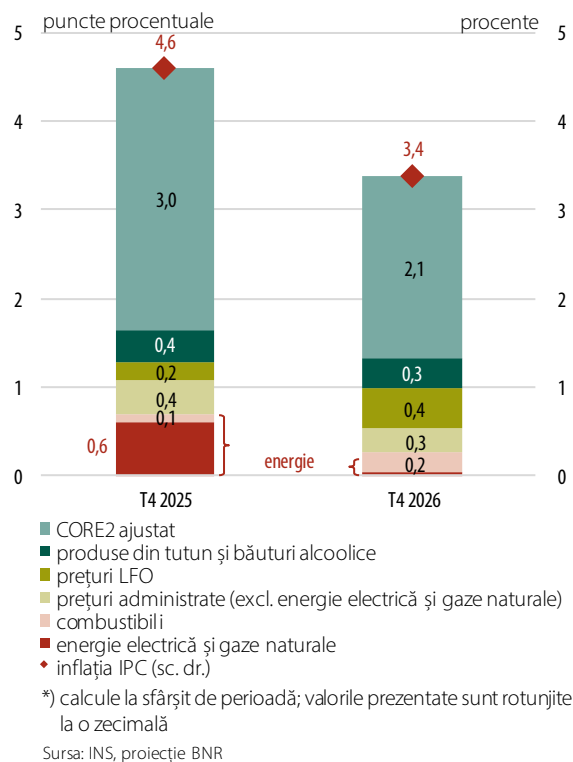
*) calculat la taxe constante

În structură, traiectoria descendentă a inflației de bază este susținută de reducerea dinamicii anuale a prețurilor bunurilor nealimentare, favorizată de temperarea inflației importate și de slăbirea treptată a cererii de consum. În schimb, dezinflația în sectorul serviciilor este așteptată să fie mai lentă, dată fiind persistența presiunilor salariale. Prețurile alimentelor procesate, după ce au receptat recent presiuni ascendente din partea costurilor cu unele materii prime agricole (de exemplu, lactate, oleaginoase, cafea), la care se adaugă și cele salariale, vor contribui la dezinflație pe termen mediu, odată cu dispariția acestor șocuri și în contextul unei cereri mai temperate.

Din perspectiva factorilor fundamental modelați cu ajutorul curbei Phillips, evoluția prognozată a inflației de bază reflectă contribuții ușor negative din partea *gapului* PIB, anticipat a rămâne în teritoriu negativ pe întreg orizontul, precum și moderarea doar graduală a anticipațiile inflaționiste, plasate la niveluri superioare benzii de variație a țintei până în trimestrul IV 2026, dar și o dinamică relativ stabilă a prețurilor bunurilor din import, în linie cu evoluția anticipată a inflației anuale IAPC exclusiv energie din zona euro⁶⁸.

Comparativ cu prognoza anterioară, traiectoria ratei anuale a inflației de bază este revizuită în sens ascendent pe tot intervalul de proiecție (cu 0,8 puncte procentuale la finele anului curent, respectiv cu 0,3 puncte procentuale în decembrie 2026). Această ajustare reflectă presiunile recente mai ample și persistente la nivelul serviciilor, apreciate a se disipa gradual pe termen mediu, și la nivelul bunurilor alimentare,

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

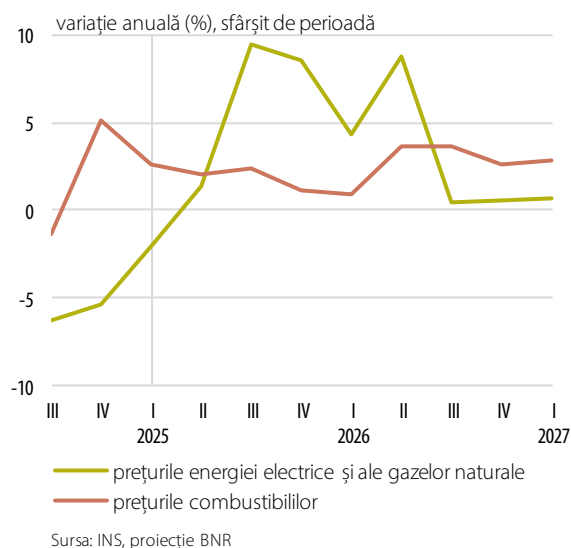


dată fiind dinamica încă înaltă a costurilor salariale și evoluțiile nefavorabile ale prețurilor unor materii prime agricole. La acestea se adaugă corecții marginale în sus, dar de magnitudini reduse, ale anticipațiilor inflaționiste și prețurilor bunurilor din import, precum și o revizuire ușoară a contribuției *gapului* PIB (în sus în prima parte a intervalului proiecției, respectiv în jos în a doua parte).

Contribuția cumulată a componentelor exogene ale coșului la rata anuală a inflației IPC este estimată la 1,7 puncte procentuale la finele anului 2025 (în creștere cu 0,2 puncte procentuale față de *Raportul* din februarie), urmând să scadă la 1,3 puncte procentuale în decembrie 2026 (nivel similar celui anticipat anterior) și să se situeze la 1,4 puncte procentuale la orizontul proiecției, martie 2027 (Grafic 4.3). Revizuirea ascendentă pentru finele anului 2025 este determinată în principal de perspective mai nefavorabile privind prețul energiei electrice și prețurile administrate, efecte parțial contrabalansate de corecții descendente în cazul prețurilor combustibililor, ale celor ale produselor din tutun, dar și ale prețurilor volatile ale LFO.

⁶⁸ Conform *Proiecțiilor macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE* – ediția martie 2025, dinamica medie anuală a indicatorului se va plasa la 2,4 la sută în 2025, la 2,2 la sută în 2026 și la 2 la sută în 2027.

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



Tabel 4.3. Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC

	variație anuală (%), sfârșit de perioadă		
	dec. 2025	dec. 2026	mar. 2027
Prețuri bunuri energetice	4,4	1,7	1,8
Prețuri combustibili	1,1	2,6	2,8
Prețuri energie electrică și gaze naturale	8,5	0,6	0,7
Prețuri LFO	3,3	7,4	7,6
Prețuri administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)	6,4	4,6	4,6
Prețuri produse din tutun și băuturi alcoolice	5,2	4,6	4,6

Sursa: INS, proiecție BNR

Sub influența scăderilor recente ale cotațiilor petrolului⁶⁹, rata anuală a inflației combustibililor este prognozată să înregistreze valori inferioare țintei centrale până în trimestrul I 2026, ulterior stabilizându-se în proximitatea țintei (Grafic 4.4, Tabel 4.3); traiectoria variabilei a fost revizuită semnificativ în jos în prima parte a prognozei comparativ cu *Raportul asupra inflației* precedent. Pentru restul intervalului de proiecție au fost înregistrate revizuirii în sus, la acest orizont fiind anticipate reduceri mai lente ale cotațiilor petrolului.

Tarifele la energie electrică și gaze naturale⁷⁰ din prima jumătate a anului 2025 vor fi influențate de expirarea diferențiată a schemelor de plafonare a prețurilor pentru consumatorii casnici: în cazul prețurilor energiei electrice, aceasta a fost extinsă până la 30 iunie 2025, în timp ce în cazul tarifelor gazelor naturale până la 31 martie 2026 (Grafic 4.4, Tabel 4.3). Astfel, până în trimestrul II, rata de creștere anuală a grupei se va poziționa la valori inferioare țintei centrale, iar din a doua parte a anului curent și în prima jumătate a anului 2026 va depăși limita superioară a benzii de variație a țintei. Ipoteza de lucru prevede o creștere⁷¹ a prețului electricității în luna iulie 2025, în cuantum de 15 la sută, având un impact inflaționist timp de patru trimestre. Ulterior, sub ipoteza funcționării în condiții normale a piețelor de profil, sunt anticipate evoluții doar moderat ascendente ale grupei. Față de *Raportul* din februarie 2025, traiectoria grupei a fost revizuită în jos doar pentru trimestrul II 2025, ca urmare a actualizării ipotezelor tehnice privind componenta energie electrică⁷². Pentru restul intervalului de proiecție, noile valori le depășesc – mai vizibil până

în iunie 2026 – pe cele proiectate anterior, reflectând prețurile majorate ale energiei electrice.

⁶⁹ Pentru detalii, a se consulta Secțiunea 4.1 Ipoteze externe.

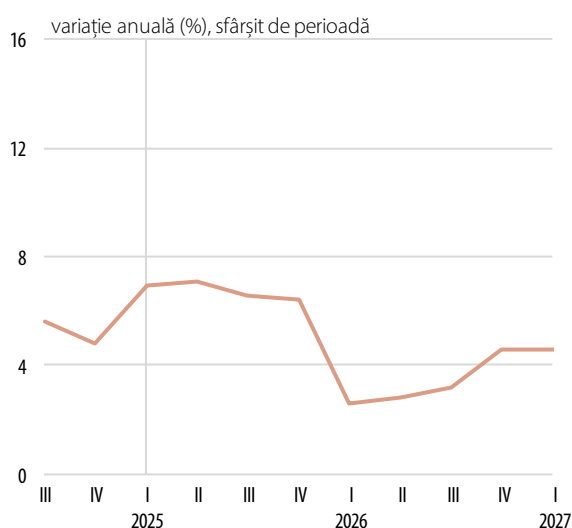
⁷⁰ Conform Comunicatului INS nr. 37/14 februarie 2023, energia electrică și gazele naturale au fost reincluse în grupa componentelor coșului IPC cu prețuri reglementate, ca urmare a redefinirii caracteristicilor schemelor de plafonare și compensare a tarifelor începând cu 1 ianuarie 2023.

⁷¹ A fost presupusă, la acest orizont, o scumpire de 15 la sută asupra prețului energiei electrice, având cu impact de 0,6 puncte procentuale asupra ratei inflației IPC. Valoarea reflectă ipoteza unei alinieri a prețurilor practicate de operatorii din piață la nivelul celor mai avantajoase oferte disponibile în prezent.

⁷² Nivelul agregat al prețului calculat de INS este influențat de distribuția ponderilor gospodăriilor pe tranșe de consum, variabilă pe parcursul anului.

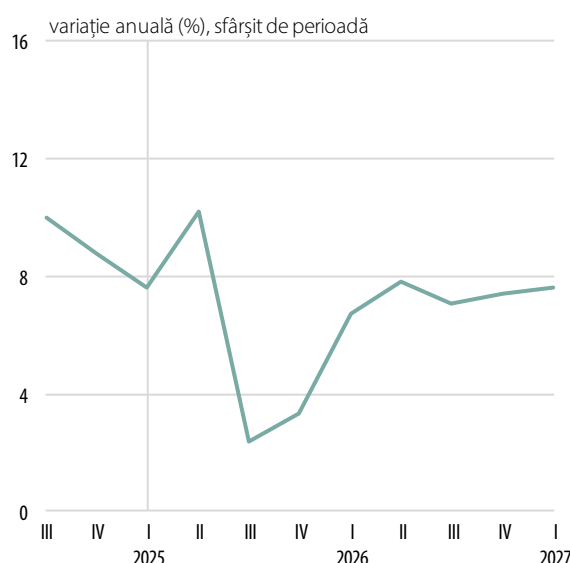
Prețurile administrate (exclusiv energie) vor avea o dinamică anuală peste țintă în 2025, fiind revizuite semnificativ în sus față de runda anterioară ca urmare a majorărilor operate la începutul anului (energie termică, apă-canal, transport cu metroul) (Grafic 4.5, Tabel 4.3). Pentru restul intervalului de prognoză, dinamica anuală este relativ similară celei proiectate anterior, fiind fundamentată pe baza tiparului istoric al ajustărilor operate în cazul principalelor categorii de produse din cadrul grupei.

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

Pe fondul evoluțiilor recente mai favorabile, rata anuală a prețurilor volatile ale alimentelor (LFO) este anticipată a se situa în proximitatea țintei centrale în a doua parte a anului 2025, pentru acest an indicatorul fiind revizuit în sens descendent (Grafic 4.6, Tabel 4.3). Pentru restul intervalului de proiecție sunt anticipate dinamici plasate peste limita superioară a benzii de variație a țintei, similar celor proiectate anterior, în linie cu valorile istorice ale componentei.

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 de stabilire a prețurilor al operatorilor din domeniu. Dinamica anuală a grupei este proiectată să înregistreze valori situate peste limita superioară a benzii de variație a țintei pe întregul interval de proiecție, cu excepția trimestrului I 2026 (Tabel 4.3). Pentru anul curent, dinamica componentei a fost revizuită în jos, favorizată de ieftinirea recentă a prețurilor în cazul unui sortiment de țigarete, evoluție neanticipată anterior.

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

Deviația PIB (gapul PIB)

În trimestrul IV 2024, PIB real a înregistrat o accelerare în termeni trimestriali (0,6 la sută⁷³), ușor peste așteptările formulate în *Raportul* precedent. Totuși, pe latura de utilizare, aportul cumulat la dinamica trimestrială a PIB al absorbției interne și al exporturilor nete a fost puternic negativ, de -3,2 puncte procentuale. Deși consumul efectiv al gospodăriilor populației a accelerat peste așteptări, formarea brută de capital fix a înregistrat o amplă contracție, neanticipată, iar exporturile nete au avut un aport negativ mai ridicat decât se prognoza, rezultat din comprimarea exporturilor și avansul importurilor. Astfel, dinamica trimestrială pozitivă a PIB real a reflectat cu precădere contribuția de aproximativ +3,8 puncte procentuale a componentei reziduale (discrepanța statistică și variația stocurilor), cu un conținut economic redus. Pe ansamblul anului 2024, PIB real a înregistrat o decelerare notabilă comparativ cu anul anterior⁷⁴, până la 0,8 la sută, valoare apropiată de cea prognozată în *Raportul* anterior. Decelerarea creșterii economice a avut loc în contextul unui consum alert susținut de importuri și al unei reduceri consistente a investițiilor, în timp ce trenarea activității industriale atât pe plan intern, cât și în cele mai mari economii europene, a afectat dinamica exporturilor românești.

Pentru trimestrul I 2025 se estimează un parcurs modest al PIB real în profil trimestrial. Comerțul și serviciile sunt preconizate a fi fost afectate de comprimarea venitului disponibil, pe fondul caracterului contracționist al măsurilor de consolidare fiscală, intrate în vigoare de la 1 ianuarie 2025 (OUG nr. 156/2024), în pofida majorării salariului minim pe economie. În acest sens, relevante sunt: (i) comprimarea cifrelor de afaceri corespunzătoare comerțului cu amănuntul și, respectiv, serviciilor prestate populației din primele două luni ale anului, față de media trimestrului IV 2024, (ii) înrăutățirea indicatorilor de încredere din sondajele DG ECFIN (aferenți consumatorilor, serviciilor și comerțului) și (iii) temperarea avansului creditelor de consum. Evoluțiile pot fi puse, într-o anumită măsură, și pe seama sporirii incertitudinii, dată fiind prelungirea calendarului electoral până în trimestrul II 2025, evoluție reliefată de creșterea însemnată a primei de risc suveran⁷⁵. Înrautățirea conjuncturii economice din trimestrul I 2025 este reflectată inclusiv de temperarea creditării gospodăriilor pentru achiziția de locuințe și stagnarea creditării societăților nefinanciare. În acest context, s-a evidențiat parcursul fragil, pe ansamblul primelor două luni ale anului, al lucrărilor de construcții⁷⁶ și al activității industriale, cea din urmă fiind afectată negativ și de avansul în continuare modest al cererii externe.

⁷³ Conform Comunicatului INS nr. 88 din 10 aprilie 2025 aferent datelor PIB provizorii 2

⁷⁴ În anul 2023, creșterea medie anuală a PIB a fost de 2,4 la sută. Contribuția variației stocurilor, componentă cu un conținut economic limitat, a fost negativă și de o magnitudine ridicată, sugerând incertitudini cu privire la structura finală a creșterii PIB (după efectuarea, în timp, de către INS a tuturor revizuirilor de date statistice, publicarea celor definitive pentru anul 2023 fiind de așteptat a avea loc în luna octombrie 2025).

⁷⁵ În acest sens, sunt de menționat deciziile recente ale agențiilor Fitch, Moody's și Standard & Poor's de a revizui, de la „stabilă” la „negativă”, perspectiva ratingului suveran al României, poziționarea actuală reprezentând ultima treaptă din categoria recomandată investitorilor. Pe acest fond, prima de risc suveran aproximată prin cotația Credit Default Swap (CDS) a urcat de la circa 143 puncte de bază în trimestrul III 2024 la circa 164 puncte de bază în trimestrul IV 2024 și la circa 201 puncte de bază în trimestrul I 2025.

⁷⁶ În pofida accelerării, la începutul anului curent, a extinderii rețelei de transport rutier

Pentru trimestrul II 2025, creșterea trimestrială a PIB real este prognozată a fi moderată, în dinamizare ușoară comparativ cu cea din primele trei luni ale anului curent, pe fondul reluării anticipate, după întreruperea din trimestrul I, a avansului venitului disponibil. Principalul factor inhibitor la adresa creșterii economice este reprezentat de o nouă sporire puternică a incertitudinii în plan regional și global, indusă în principal de măsurile de politică comercială adoptate de administrația SUA în lunile martie și aprilie, evoluție semnalată inclusiv de volatilitatea excepțională a mai multor indicatori financiari⁷⁷. De altfel, după o revenire graduală pe parcursul trimestrului I 2025 a indicatorului de încredere ESI aferent României (sondajul DG ECFIN), în luna aprilie a avut loc o comprimare a acestuia pe seama cvasitotalității componentelor. O înrăutățire a indicatorilor de încredere a fost observată și la nivelul UE/zona euro, în cel din urmă caz remarcându-se și comprimarea deosebit de amplă a indicatorului Sentix. Mediul economic incert este de natură a tempera creșterea economică atât prin prisma unei diminuări a înclinației spre consum, cât și prin cea a amânării deciziilor investiționale ale companiilor.

În perspectivă anuală, pentru anii 2025 și 2026 se preconizează o tendință de revenire graduală a creșterii economice. Aceasta reflectă, pe de o parte, ritmuri anuale relativ robuste ale PIB potențial și aportul presupus favorabil și în creștere al fondurilor europene din surse multiple⁷⁸. Pe de altă parte, în sens negativ vor acționa: (i) impulsul fiscal amplu restrictiv, (ii) deficitul cererii externe efective, în restrângere doar graduală în următoarele opt trimestre, precum și (iii) caracterul restrictiv al condițiilor monetare reale. Din perspectiva cheltuielilor, creșterea economică pe termen mediu este anticipată a rămâne determinată de cererea internă, prioritar pe seama contribuției consumului final, deși în diminuare, inclusiv pe fondul măsurilor de consolidare fiscală adoptate. Formarea brută de capital fix este prognozată a avea o contribuție pozitivă doar în 2026 (aportul negativ din 2025 survenind, în pofida reluării secvențiale a creșterii componentei, exclusiv pe fondul unui efect statistic de reportare indus de comprimarea neobișnuită a acesteia în trimestrul IV 2024). Contribuția exportului net este proiectată a rămâne negativă, în contextul evoluției anticipate modeste a cererii externe și al antrenării importurilor de către cererea internă, însă în reducere semnificativă comparativ cu anul precedent. Prognozele sunt marcate de un grad ridicat de incertitudine, provenit inclusiv din mediul extern, în condițiile prelungirii războiului din Ucraina și a situației din Orientul Mijlociu, dar mai cu seamă în contextul politicii comerciale a administrației americane și al măsurilor adoptate, ca răspuns, de către alte state, de natură să afecteze economia globală și comerțul internațional.

Față de *Raportul* precedent, dinamica medie anuală a PIB potențial a fost reconfigurată ușor în sens descendent, atât pentru anul precedent, cât și pe parcursul intervalului de proiecție. Reevaluarea reflectă efectele persistente ale deteriorării recente a investițiilor nete din economie, precum și ipoteza unui impact ușor mai atenuat din partea finanțărilor asociate programului „Next Generation EU”. Cu toate acestea, ritmul mediu anual de creștere a indicatorului este estimat să înregistreze valori

⁷⁷ Printre aceștia se numără: prima de risc suveran (CDS), indicele bursier BET, cel internațional de volatilitate (VIX), cele ale costurilor globale ale materiilor prime (S&P GSCI) și de transport maritim al acestora (Baltic Dry Index), prețul activului de rezervă – aur – și indicele bursier STOXX Europe 600.

⁷⁸ Cadru financiar multianual 2021-2027 și programul „Next Generation EU” (2021-2026)

relativ ridicate pe parcursul perioadei de prognoză, însă această evoluție depinde în mare măsură de progresul în ceea ce privește atragerea și gestionarea fondurilor europene.

Principalul resort al dinamicii PIB potențial va rămâne aportul acumulării stocului de capital, susținut de performanțele remarcabile ale investițiilor, în special din anul 2023, cu toate că pe parcursul anului 2024 formarea brută de capital fix a scăzut. Pe termen mediu, perspectivele aparent favorabile sunt strict condiționate de absorbția și utilizarea eficientă a intrărilor de fonduri de natura investițiilor străine directe și ale fondurilor europene, în particular programul „Next Generation EU”. Evoluția componentei este afectată de măsurile adoptate de autorități prin intermediul OUG nr. 156/2024, respectiv modificări ale regimului de impozitare a companiilor. Totuși, acumularea stocului de capital ar putea beneficia de inițiativele anunțate recent de Comisia Europeană vizând extinderea capacității industriei de apărare a Uniunii Europene, deși efectele concrete sunt anticipate a se resimți cu precădere începând din anul 2026. Materializarea acestor inițiative ar putea genera, totodată, efecte favorabile asupra eficienței în utilizarea factorilor de producție, prin propagarea unor câștiguri de productivitate pe orizontală în economie. Aportul trendului TFP este însă afectat de performanțele relativ modeste ale companiilor în identificarea unor soluții inovative, inclusiv în privința integrării digitalizării în desfășurarea activității acestora⁷⁹. Pe termen mediu, această componentă este anticipată în ușoară redresare, reflectând eforturile companiilor de valorificare a oportunităților de inovare⁸⁰ și de aliniere la tendințele de rețehnologizare și eficientizare energetică⁸¹. În acest context, impulsivitatea accesării surselor de finanțare susținute prin programele Comisiei Europene, precum Fondul pentru o Tranziție Justă, InvestEU sau Mecanismul de Redresare și Reziliență (MRR) ar putea accelera procesul de modernizare și digitalizare a producției, cu efecte benefice asupra competitivității economiei românești. Contribuția forței de muncă este anticipată a rămâne doar moderat pozitivă, în atenuare graduală pe termen mai lung, pe seama evoluțiilor demografice nefavorabile persistente din România, în particular reducerea populației în vârstă de muncă, cuprinsă între 15 și 74 de ani, dar și sociale, precum gradul redus de ocupare în rândul tinerilor⁸². O analiză pe baza unei abordări microeconomice a impactului dinamicii productivității totale asupra pieței muncii este prezentată în Caseta 2. Traectoria PIB potențial rămâne supusă unor riscuri descendente semnificative, generate de nivelul ridicat al incertitudinii interne și externe. Aceste incertitudini sunt alimentate de persistența tensiunilor geopolitice și, mai recent, de intensificarea măsurilor protecționiste în comerțul internațional, care pot conduce la noi perturbări ale lanțurilor globale de aprovizionare.

⁷⁹ Conform Innovation Scoreboard 2024, România rămâne încadrată în clasa „inovatorilor modești”, pe ultimul loc în rândul țărilor membre UE. În același timp, în categoria menționată se remarcă, comparativ cu anul 2023, o scădere a performanței doar în cazul României.

⁸⁰ Institutul European de Inovare și Tehnologie (EIT) a lansat, în luna martie 2025, EIT Community Hub România, care face parte din rețeaua de șaptesprezece huburi europene având ca obiectiv sprijinirea dezvoltării ecosistemelor locale și facilitarea accesului la finanțare, parteneriate și expertiză internațională, în vederea reducerii decalajelor regionale în inovare.

⁸¹ Hotărârea nr. 1491/2024 (privind Strategia energetică a României pentru perioada 2025-2035, cu perspectiva anului 2050) vizează dezvoltarea sectorului energetic în condiții de securitate, emisii scăzute de carbon, eficiență energetică, competitivitate, dezvoltarea rețelelor inteligente și securitate cibernetică.

⁸² Proportia tinerilor cu vârsta cuprinsă între 16 ani și 29 de ani, care nu au un loc de muncă, nu urmează o formă de învățământ și nici nu participă la activități de formare profesională (indicatorul NEET) a înregistrat în 2024 printre cele mai ridicate valori din perspectivă europeană (19,4 la sută comparativ cu 11 la sută la nivelul UE).

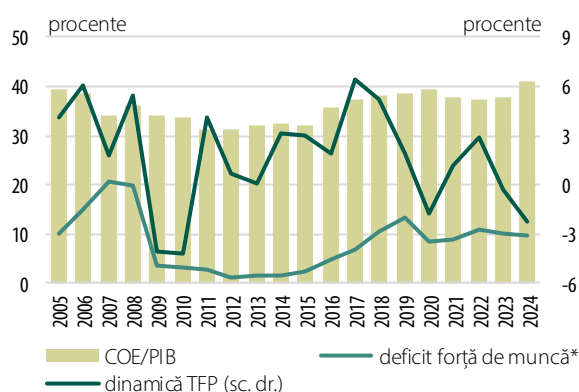
Caseta 2. Impactul dinamicii productivității totale a factorilor asupra pieței muncii. O abordare microeconomică.

Impactul inovației tehnologice și, mai recent, al digitalizării asupra pieței forței de muncă reprezintă o temă de relevanță majoră, fiind intens dezbătută încă din perioada primei Revoluții Industriale. În cazul României, digitalizarea reprezintă un pilon-cheie al Planului Național de Redresare și Reziliență (PNRR) și beneficiază de alocări semnificative de fonduri europene, inclusiv prin programul „Next Generation EU”. Mai mult, aceasta constituie o prioritate strategică pentru companii importante din România, acestea urmărind restructurarea și eficientizarea operațională⁸³.

Având în vedere limitările datelor directe referitoare la gradul de digitalizare la nivel de firmă, analiza prezentată în această casetă folosește o abordare indirectă. Utilizăm productivitatea totală a factorilor (engl. *Total Factor Productivity* – TFP) ca indicator *proxy* pentru a surprinde aceste transformări și pentru a estima efectele lor potențiale asupra dinamicii ocupării forței de muncă, a ponderii veniturilor salariale în valoarea adăugată brută (engl. *labour share*) și a nivelului salarial mediu.

Deși în teoria economică TFP tinde să fie interpretat drept o măsură a progresului tehnologic și a eficienței, indicatorul estimat în analiza de față este un rezidual care include tot ce nu este măsurat – nu doar inovație, ci și, de exemplu, calitatea managementului, eficiența alocării factorilor de producție, efecte de învățare sau chiar erori de măsurare în date. În acest sens, Autor și Salomons (2018) notează explicit că TFP poate crește și din motive non-tehnologice: capital uman mai bun, acces la piețe, reorganizare industrială, instituții etc, factori dificil de cuantificat în mod distinct.

Grafic A. Dinamica TFP și cea a unor indicatori ai pieței muncii



*) serie calculată pe baza datelor din sondajele DG ECFIN reprezentând ponderea companiilor la nivelul economiei (industrie prelucrătoare, construcții, servicii) care percep lipsa forței de muncă drept un factor care limitează activitatea.

Notă: COE/PIB reprezintă ponderea remunerației salariaților (engl. *compensation of employees*) în PIB.

Sursa: Eurostat, AMECO, DG ECFIN, calcule BNR

Indicatorii prezentați în Grafic A evidențiază o serie de fenomene relevante pentru analiza de față. Dinamica TFP (conform datelor AMECO ale Comisiei Europene), deși sincronizată firesc cu ciclul economic, a înregistrat fluctuații semnificative în perioada analizată, fiind parțial corelată cu indicatorii privind deficitul de forță de muncă, cu toate că relația nu este una liniară. Astfel, ulterior Marii Recesiuni, în perioada 2011-2015, dinamica TFP a înregistrat valori robuste – deși inferioare celor din intervalul 2005-2008⁸⁴ –, în timp ce deficitul de forță de muncă s-a menținut relativ redus, în contextul ajustărilor structurale din economie, inclusiv prin scăderea ponderii remunerației salariaților (engl. *compensation of employees*, COE) în PIB (COE/PIB).

⁸³ A se vedea, spre exemplu, planurile uzinei Dacia: <https://eonomedia.ro/uzina-dacia-a-lansat-un-program-de-plecari-voluntare-prime-cuprinse-intre-16-000-lei-si-130-000-lei-net-pentru-angajatii-care-pleaca-singuri-din-fabrica-sunt-vizati-angajati-din-zona-de-digitalizar.html>

⁸⁴ Fapt ce ar putea fi datorat unei difuzii mai reduse de inovație dinspre companiile străine spre firmele românești prin intermediul integrării în lanțurile globale de valoare adăugată (Chiacchio, Gradeva și Lopez-Garcia, 2018).

În contextul relaxării fiscale din 2015-2016, dinamica TFP a cunoscut o nouă accelerare, în paralel cu adâncirea deficitului de forță de muncă și cu o creștere susținută a salariilor, reflectată prin avansul indicatorului COE/PIB. Perioada postpandemică (2021-2022) a fost marcată de o redresare rapidă a TFP, urmată însă de o temperare a ritmului de creștere și de o stabilizare a deficitului de forță de muncă la niveluri ușor inferioare față de cele prepandemice. Privită în ansamblu, relația dintre TFP și remunerarea salariaților nu este una clar conturată, fiind influențată de multiple șocuri de cerere (de exemplu, cele asociate Marii Recesiuni) și de ofertă (cele postpandemice asociate prețurilor la energie și disfuncționalităților din lanțurile de aprovizionare), precum și de factori structurali persistenți (emigrare, îmbătrânirea populației, infrastructură deficitară). Acest context motivează investigarea relațiilor la nivel microeconomic, pentru o mai bună înțelegere a mecanismelor subiacente.

Tabel A. Rezultate estimări

	Dinamică nr. angajați	Dinamică pondere muncă	Dinamică salariu mediu
Dinamică TFP	-0,138*** (0,003)	-0,541*** (0,012)	0,111*** (0,006)
Dinamică cifră afaceri	0,398*** (0,003)		
Dinamică cifră afaceri > 20%	0,03*** (0,002)	0,062*** (0,002)	
Dinamică VAB		-0,176*** (0,012)	
Salariu mediu (t-1)			-0,234*** (0,004)
Nr. angajați (t-1)			0,06*** (0,005)
R ²	0,237	0,557	0,27

() abateri standard, robuste la heteroscedasticitate

* p<0,10, ** p<0,05, *** p<0,01

Notă: Observații ponderate cu numărul de angajați al respectivei firme într-un anumit an. Toate regresiile conțin variabile de control pentru vârsta și dimensiunea companiilor, diviziunea CAEN și anul observației. Variabilele sunt utilizate sub formă logaritmată, cu excepția celor binare și a dinamicii numărului de angajați. În ultimul caz este calculată o dinamică raportată la media dintre observația din anul respectiv și cel precedent. Variabila „dinamică cifră afaceri > 20%” este sub formă binară, desemnând o firmă cu o dinamică a cifrei de afaceri mai mare de 20 la sută într-un anumit an.

Sursa: MF, Eurostat, estimări BNR

Analiza utilizează date din bilanțurile companiilor nefinanciare din România pentru perioada 2008-2023. Obiectivul este estimarea relației dintre variația TFP și evoluția unor indicatori-cheie ai pieței muncii la nivel de firmă: numărul locurilor de muncă, ponderea costurilor salariale în valoarea adăugată brută (VAB) și nivelul salarial mediu⁸⁵. Indicatorul TFP a fost estimat la nivel de firmă, ca rezidual al unei funcții de producție Cobb-Douglas⁸⁶, utilizând elasticități ale factorilor de producție (muncă și capital) estimate la nivel sectorial (diviziune CAEN).

Pentru estimarea TFP și a funcției de producție s-a utilizat metodologia propusă de Levinsohn și Petrin (2003), care folosește variația costurilor cu materiile prime și materialele ca variabilă *proxy* pentru a corecta problema de simultaneitate dintre inputuri și output, măsurat în acest caz prin VAB. În acest sens, metodologia permite obținerea unor estimatori mai fiabili, evitând un bias statistic (coeficienți distorsionați) ca urmare a faptului că firmele mai productive tind să folosească mai mult capital și forță de muncă, ceea ce implică ar conduce la o corelație între inputuri și șocul neobservat de productivitate (TFP)⁸⁷.

⁸⁵ Obținute, la nivel de firmă, prin împărțirea costurilor cu forța de muncă la numărul de salariați

⁸⁶ Indicatorul TFP a fost calculat ca termen rezidual ($TFP = VAB - \alpha \cdot L - \beta \cdot K$) la nivel de firmă, unde L și K reprezintă forța de muncă și, respectiv, stocul de capital, iar α și β elasticitățile aferente celor doi factori de producție. În plus, s-a presupus o funcție Cobb-Douglas cu randamente de scară constante ($\alpha + \beta = 1$). În realitate, unele sectoare ar putea avea randamente crescătoare (de exemplu, efecte de „rețea”) sau descreșcătoare, însă chiar și în acest caz, termenul rezidual TFP ar putea include și aceste efecte de scară.

⁸⁷ Metoda Levinsohn și Petrin abordează problema simultaneității, însă nu corectează automat și pentru „selecția firmelor”, respectiv faptul că anumite firme ineficiente pot ieși din piață. Din acest motiv, restrângerea eșantionului la firme prezente continuu (engl. *balanced panel*) poate introduce un ușor bias în distribuția TFP, media TFP a celor rămase în viață fiind mai mare. Totuși, în analiza de față, este de presupus că acest efect nu alterează calitativ rezultatele obținute.

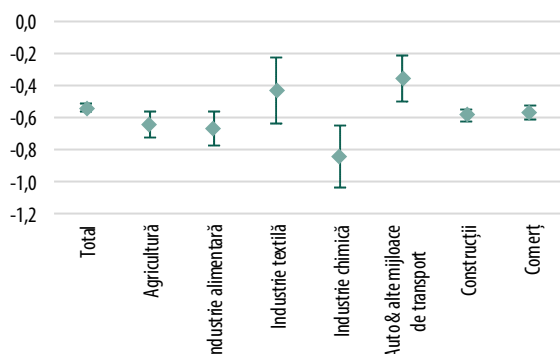
Analiza econometrică realizată (Tabel A) pentru firmele nefinanciare din România (2008-2023) indică un efect mediu ușor negativ al creșterii TFP asupra dinamicii numărului de angajați (coloana 1)⁸⁸, deși amploarea acestui efect depinde de specificația modelului și de variabilele de control utilizate. De asemenea, o creștere a TFP este asociată cu o diminuare a ponderii muncii în VAB (coloana 2)⁸⁹, un rezultat similar celui identificat de Autor și Salomons (2018) pentru perioada 2007-2015. Aceste rezultate se mențin robuste în fața unor specificații alternative⁹⁰. Totodată, estimările (coloana 3) sugerează o relație pozitivă, deși moderată⁹¹, între creșterea TFP și dinamica salarială, indicând o partajare parțială a câștigurilor de productivitate cu angajații.

Aceste rezultate se înscriu într-o literatură de specialitate cu concluzii eterogene privind impactul automatizării și progresului tehnologic asupra pieței muncii. Unele studii istorice sau focalizate pe anumite tehnologii (de exemplu: roboți industriali) evidențiază efecte pozitive asupra productivității, salariilor și chiar ocupării agregate sau a celei înalt calificate (Alexopoulos și Cohen, 2016; Graetz și Michaels, 2015). Alte cercetări însă subliniază impactul negativ asupra ocupării lucrătorilor cu calificare medie (Gregory, Salomons și Zierahn, 2016) sau rolul major al tehnologiei în reducerea ponderii muncii în PIB prin înlocuirea sarcinilor de rutină (Dao *et al.*, 2017; Autor și Dorn, 2013), ori chiar scăderi ale ocupării și salariilor

în regiunile mai expuse la automatizare (Acemoglu și Restrepo, 2020). Studii recente care utilizează TFP ca *proxy* pentru progres tehnologic (Autor și Salomons, 2018; Stehrer, 2022), similar analizei de față, tind să confirme un impact negativ asupra ponderii muncii în VAB, dar un efect neconcludent sau chiar ușor pozitiv asupra ocupării agregate, posibil datorită câștigurilor de competitivitate.

Rezultatele la nivel sectorial indică o anumită eterogenitate în ceea ce privește impactul dinamicii TFP asupra ponderii muncii în VAB (Grafic B). Efectul pare a fi mai pronunțat în sectoare precum agricultura, industria alimentară și cea chimică. În contrast, în industria textilă (caracterizată printr-o utilizare intensivă a forței de muncă⁹²) sau în sectorul auto și al altor mijloace de transport (aflat într-un proces de restructurare globală) impactul

Grafic B. Impactul dinamicii TFP asupra ponderii muncii în VAB (perspectivă sectorială)



Notă: Graficul prezintă coeficienții aferenți impactului dinamicii TFP asupra dinamicii ponderii muncii în VAB (coloana 2, Grafic A) pentru câteva sectoare ale economiei. Punctele reprezintă valorile coeficienților estimați, în timp ce segmentele marchează intervalele de încredere asociate acestora (95 la sută). Agregatul „agricultură” include diviziunile CAEN, Rev. 2, 1-3, „industrie alimentară” diviziunile 10-11, „industrie textilă” diviziunile 13-15, „auto & alte mijloace de transport” diviziunile 29-30.

Sursa: MF, Eurostat, estimări BNR

⁸⁸ O creștere a dinamicii TFP cu 1 punct procentual este asociată unei scăderi a dinamicii numărului de angajați cu aproximativ 0,1 puncte procentuale.

⁸⁹ Astfel, o accelerare a dinamicii TFP cu 1 punct procentual este asociată unei scăderi a variației ponderii muncii cu circa 0,5 puncte procentuale.

⁹⁰ Care presupun, spre exemplu, diverse combinații de efecte fixe sau substituirea unor variabile de control cu altele similare etc.

⁹¹ O creștere a dinamicii TFP cu 1 punct procentual este asociată unei creșteri a dinamicii costurilor salariale medii la nivel de firmă cu aproximativ 0,1 puncte procentuale.

⁹² Pentru o analiză sectorială în ceea ce privește industria textilă, a se vedea Caseta 5 „Industria textilă din România: determinanți ai evoluției pe termen lung”, aferentă *Raportului anual* al BNR, ediția 2020.

estimat este ușor mai redus comparativ cu media eșantionului. Trebuie menționat însă că un coeficient estimat mai mic (în valoare absolută) pentru anumite sectoare nu implică neapărat un grad redus de automatizare; este posibil ca în perioada analizată (2008-2023), existența unor deficite de forță de muncă în aceste sectoare⁹³ să fi contrabalansat, în medie, tendința de reducere a ponderii muncii în VAB indusă de creșterea TFP.

În concluzie, analiza econometrică sugerează că impactul creșterii productivității totale a factorilor (TFP) asupra pieței muncii din România este complex. Se estimează un efect negativ asupra ponderii muncii în valoarea adăugată brută și un impact ușor negativ asupra dinamicii numărului de angajați. În contrast, creșterea TFP este corelată, în medie, cu o dinamică salarială ușor pozitivă. Această dinamică ar putea sugera o strategie a firmelor productive de a gestiona constrângerile de pe piața muncii (precum deficitul de forță de muncă⁹⁴, deși recent atenuat) prin creșterea eficienței, permițând menținerea sau extinderea activității fără o creștere proporțională a ocupării.

Din perspectiva implicațiilor practice, rezultatele susțin ideea că politicile publice pot stimula creșterea productivității (prin digitalizare și inovare) ca răspuns la provocările structurale ale pieței muncii, inclusiv cele demografice. Având însă în vedere efectul negativ estimat al TFP asupra ponderii muncii în VAB, este esențial ca aceste politici de stimulare a productivității să fie însoțite de măsuri complementare care să adreseze potențialele implicații distribuționale și să atenueze riscul accentuării inegalităților de venit.

Totuși, pentru o înțelegere mai profundă a efectelor TFP asupra pieței muncii, sunt necesare cercetări viitoare care să depășească limitările datelor actuale. Ar fi utilă diferențierea impactului TFP în funcție de nivelul de calificare al angajaților, astfel încât să poată fi surprinse efectele redistributive ale progresului tehnologic. De asemenea, analiza difuziunii inovației între firme de-a lungul lanțurilor de valoare adăugată ar putea oferi perspective suplimentare asupra modului în care câștigurile de productivitate se propagă în economie.

Referințe

Acemoglu, D. și Restrepo, P. – „Robots and jobs: Evidence from US labor markets”, *Journal of political economy*, 128(6), 2020, pp. 2188-2244

Alexopoulos, M. și Cohen, J. – „The medium is the measure: Technical change and employment, 1909-1949”, *Review of economics and statistics*, 98(4), 2016, pp. 792-810

Autor, D. H. și Dorn, D. – „The growth of low-skill service jobs and the polarization of the US labor market”, *American economic review*, 103(5), 2013, pp. 1553-1597

⁹³ A se vedea în acest sens concluziile studiului de profil al Asociației Constructorilor de Automobile din România (ACAROM, 2021), disponibile la adresa: <https://acarom.ro/studiu-acarom-72-dintre-manageri-gasesc-cu-greu-angajati-specializati-in-industrie/>

⁹⁴ Pentru o analiză referitoare la impactul deficitului de forță de muncă asupra salariilor, numărului de angajați și inflației, a se vedea Caseta *Efectul deficitului de forță de muncă asupra dinamicii salariale și numărului de angajați*, aferentă Ral august 2024, și Caseta 1 *Impactul inflaționist al deficitului de forță de muncă*, aferentă Ral noiembrie 2024.

Autor, D. și Salomons, A. – „Is automation labor-displacing? Productivity growth, employment, and the labor share”, National Bureau of Economic Research, No. w24871, 2018

Chiacchio, F., Gradeva, K. și Lopez-Garcia, P. – „The post-crisis TFP growth slowdown in CEE countries: exploring the role of global value chains”, *ECB Working Paper*, No. 2143, 2018

Dao, M. C., Das, M. M., Koczan, Z. și Lian, W. – „Why is labor receiving a smaller share of global income? Theory and empirical evidence”, International Monetary Fund, 2017

Graetz, G., și Michaels, G. – „Robots at work: The impact on productivity and jobs”, Centre for Economic Performance, LSE, No. 447, 2015

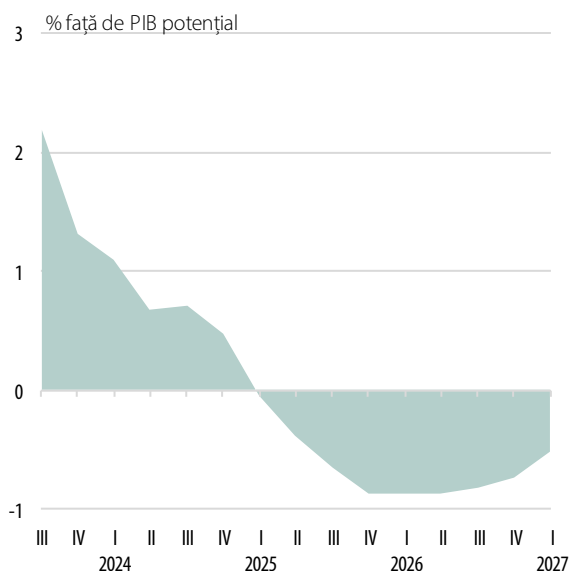
Gregory, T., Salomons, A. și Zierahn, U. – „Racing with or against the machine? Evidence from Europe”. *Evidence from Europe*, July 15, 2016, ZEW-Centre for European Economic Research Discussion Paper, (16-053)

Levinsohn, J. și Petrin, A. – „Estimating production functions using inputs to control for unobservables”, *The review of economic studies*, 70(2), 2003, pp. 317-341

Stehrer, R. – „Capital accumulation, total factor productivity, and employment growth medium-term relations in a cross-section analysis”, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), No. 161, European Commission, 2022

Traectoria *gapului* PIB a fost revizuită comparativ cu runda precedentă, în principal ca urmare a nivelului semnificativ mai ridicat al deficitului bugetar înregistrat în anul 2024. Impulsul fiscal mai amplu asociat acestuia a determinat o revizuire în sens ascendent a *gapului* PIB în a doua jumătate a anului 2024 și în primele trei trimestre

Grafic 4.7. *Gapul* PIB



Sursa: evaluări BNR pe baza datelor INS

din 2025. Ulterior însă, începând cu 2026, proiecția indică un *gap* PIB mai pronunțat negativ decât se anticipa anterior. Similar evaluării din ultimul *Raport*, indicatorul este estimat să coboare sub zero începând din trimestrul I 2025 și să continue să se adâncească, atingând valori minime în intervalul trimestrul IV 2025 – trimestrul II 2026. Ulterior, acesta se restrânge treptat până la finele orizontului de prognoză (trimestrul I 2027). Această evoluție anticipată a *gapului* PIB reflectă în mod predominant configurația politicii fiscale și impactul restrictiv considerabil exercitat de impulsul fiscal, care temperează dinamica prognozată a PIB (Grafic 4.7)⁹⁵.

Din perspectiva factorilor fundamentali, traiectoria *gapului* PIB reflectă: (i) în principal impulsul fiscal, care este evaluat a exercita un amplu impact restrictiv (în condițiile intrării în vigoare, de la 1 ianuarie, a pachetului de măsuri de consolidare fiscală aferent

OUG nr. 156/2024); acest efect este doar parțial atenuat de factori favorabili, precum absorbția anticipată, deși într-un ritm ușor mai atenuat, a fondurilor europene

⁹⁵ Din perspectiva componentelor, traiectoria *gapului* PIB reflectă: (i) atenuarea alertă, și chiar trecerea în teritoriu negativ începând cu trimestrul II 2026, a *gapului* consumului individual efectiv al gospodăriilor populației, concomitent cu (ii) adâncirea pe termen scurt a *gapului* puternic negativ al FBCF și menținerea acestuia în teritoriu negativ pe cea mai mare parte a intervalului de prognoză, deși în atenuare, și (iii) persistența în teritoriu negativ, dar în reducere, a *gapului* exporturilor.

„Next Generation EU” și (ii) adâncirea pe termen scurt și ulterior menținerea *gapului* negativ al cererii externe. În paralel, condițiile monetare reale în sens larg își mențin caracterul restrictiv la adresa activității economice pe tot parcursul intervalului de prognoză.

Componentele cererii agregate

Dinamica medie anuală a consumului final al gospodăriilor populației este proiectată a cunoaște o decelerare pe parcursul anului curent și al celui viitor. Această evoluție anticipată a consumului reflectă, în principal, temperarea dinamicii venitului disponibil real al gospodăriilor populației. La aceasta contribuie atât impactul măsurilor fiscal-bugetare de amploare prevăzute în OUG nr. 156/2024, intrată în vigoare la 1 ianuarie 2025 și afectând categorii largi de consumatori, cât și majorarea preconizată a prețului la energia electrică în iulie 2025, odată cu expirarea schemei actuale de plafonare. Suplimentar, nu este exclusă o anumită tendință de cumpătare a consumului pe fondul incertitudinii ridicate cu privire la efectele măsurilor comerciale protecționiste impuse de administrația SUA, mai ales în cazul unei eventuale escaladări a acestora. Totuși, continuarea procesului gradual de dezinflație este de natură să ofere un suport pentru dinamica consumului pe termen mediu și lung.

Ulterior înregistrării unei scăderi excepționale a formării brute de capital fix în termeni trimestriali la finalul anului precedent, și care a contribuit la o contracție a componentei la nivelul întregului an 2024, dinamica medie anuală a acesteia în 2025 este anticipată a fi afectată negativ de efecte statistice de reportare semnificative. Pe termen mediu, dinamica investițională este proiectată a reveni la ritmuri robuste. Traectoria preconizată a investițiilor (formării brute de capital fix) este strict dependentă de evoluția încrederii investitorilor, în contextul în care perspectivele privind plasamentele în România sunt afectate de dezechilibrele macroeconomice existente și de persistența incertitudinii în plan politic. Suplimentar, un rol decisiv este atribuit conduitei autorităților în privința derulării proiectelor de investiții finanțate atât din surse proprii și împrumutate, cât și a celor finanțate din fonduri externe nerambursabile. În cazul fondurilor europene, o atenție deosebită revine implementării programului „Next Generation EU”. Având în vedere progresul limitat înregistrat de România în anii anteriori în absorbția acestor fonduri, orice întârzieri suplimentare riscă să reducă semnificativ fereastra de oportunitate pentru utilizarea integrală a sumelor alocate, dat fiind termenul strict de finalizare a programului, respectiv sfârșitul anului 2026. Totodată, planurile de investiții ale companiilor ar putea fi reevaluate semnificativ în cazul adoptării unor măsuri suplimentare de consolidare fiscală, în special dacă acestea implică modificări ale regimului de impozitare.

Ulterior contracției de pe parcursul anului 2024, în anul curent exporturile de bunuri și servicii sunt preconizate a cvasistagna. Astfel, o redresare a componentei este anticipată a avea loc mai cu seamă în anul următor, în contextul unor perspective, pe termen scurt, încă modeste în ce privește evoluția cererii externe și chiar revizuite în sens descendent față de runda precedentă. Traectoria componentei rămâne afectată pe termen mediu de incertitudinea cu privire la tensiunile geopolitice de la nivel global și la cele comerciale generate de măsurile protecționiste adoptate de SUA. Persistența sau chiar intensificarea acestor tensiuni comerciale ar putea

conduce la o reparație a blocajelor în lanțurile globale de aprovizionare și la perturbări ale fluxurilor comerciale internaționale. Cursul de schimb real efectiv (calculat prin deflatare cu dinamica IPC din România și țările partenere) este anticipat a se menține supraevaluat până la orizontul prognozei, continuând astfel să imprime, *ceteris paribus*, efecte restrictive competitivității prin preț a produselor românești, însă în diminuare graduală a intensității. Importurile de bunuri și servicii sunt anticipate să consemneze o dinamică robustă, reflectând evoluția componentelor cererii interne. În aceste condiții, contribuția exporturilor nete la creșterea economică este proiectată să rămână negativă pe întregul orizont de prognoză, înregistrând totuși o ameliorare comparativ cu anul precedent.

Anul 2024 s-a încheiat cu un deficit de cont curent de 8,4 la sută din PIB. Pe termen mediu, acesta este anticipat să rămână la valori ridicate, înscriindu-se pe o traiectorie doar ușor descendentă, care reflectă procesul de consolidare fiscală în desfășurare, marcat însă de multiple incertitudini. Adoptarea unor măsuri suplimentare de accelerare a corecției deficitului bugetar ar putea antrena, la rândul său, o ajustare descendentă mai pronunțată a deficitului de cont curent. În schimb, riscuri în sens ascendent asupra balanței externe derivă dintr-o eventuală escaladare a tarifelor vamale, care ar putea determina o deteriorare mai amplă a dinamicii exporturilor față de ipotezele avute în vedere în scenariul de bază, precum și o majorare a valorii nominale a importurilor, în special în ipoteza adoptării de către Uniunea Europeană a unor măsuri de retorsiune.

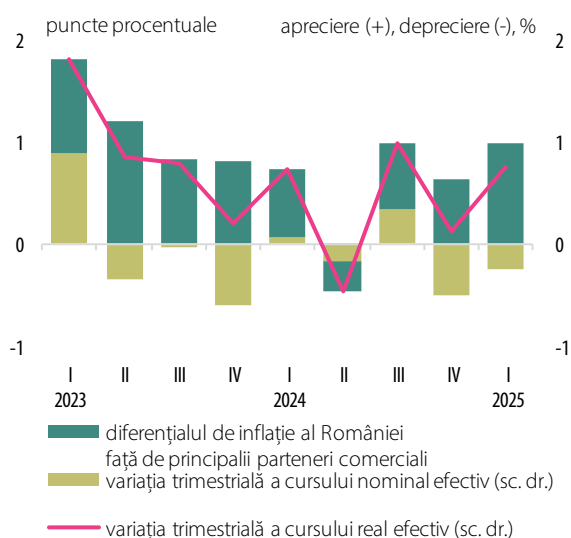
Nivelul redus al gradului de acoperire a deficitului de cont curent din surse stabile (non-generatoare de datorie) înregistrat în anul 2024 a reflectat corelația dintre adâncirea dezechilibrului extern și comprimarea intrărilor de capital sub formă de transferuri și investiții străine directe (participații la capital și profit reinvestit). Pe termen mediu, proiecția asumă o îmbunătățire graduală a cuantumului dezechilibrului extern finanțat din astfel de surse. Această evoluție este însă condiționată de ipoteza atragerii consistente de fonduri europene alocate prin PNRR și CFM 2021-2027, contrabalansând încheierea absorbției pe cadrul financiar 2014-2020. Totodată, investițiile străine directe sunt de așteptat a se poziționa în continuare în termeni absoluți peste nivelurile înregistrate în perioada pre-pandemică, însă perspectivele acestora sunt marcate de un grad ridicat de incertitudine. Noile măsuri de protecționism comercial pot afecta planurile investiționale ale companiilor, în timp ce ritmul lent al consolidării fiscale și progresele modeste în implementarea reformelor și absorbția fondurilor PNRR ar putea constitui obstacole suplimentare în calea atragerii ISD și a îmbunătățirii percepției investitorilor externi.

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. Acesta din urmă acționează atât prin intermediul canalului exporturilor nete, cât și prin cel al avuției și al bilanțului agenților economici.

Scenariul de bază prevede menținerea caracterului restrictiv al condițiilor monetare reale în sens larg pe tot parcursul intervalului de prognoză. Această evoluție reflectă transmisia graduală în economie a deciziilor anterioare de politică monetară adoptate de Consiliul de administrație al BNR, calibrate pentru asigurarea și menținerea stabilității prețurilor 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 reale în sens larg, cursul de schimb real efectiv (Grafic 4.8) va continua să imprime, *ceteris paribus*, efecte restrictive asupra competitivității prin preț a produselor românești, în scădere graduală, dar cu un impact încă semnificativ transmis prin intermediul canalului exporturilor nete. Aportul cursului de schimb real efectiv este în continuare evaluat în contextul aprecierii anterioare în termeni reali a monedei naționale, determinată de efectul dominant al poziționării ratei interne a inflației peste cea a partenerilor comerciali și, respectiv, de aprecierea în termeni nominali în raport cu dolarul american. În schimb, influențele ratelor reale ale dobânzilor în lei la creditele noi și la depozitele noi la termen sunt evaluate a se menține la valori relativ neutre pe tot intervalul proiecției. Această evoluție este proiectată în contextul transmisiei deciziilor de politică monetară în dinamica ratelor nominale ale dobânzilor, concomitent cu

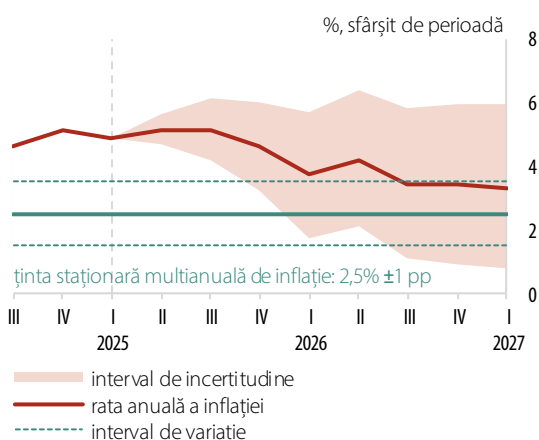
o traiectorie descendentă a anticipațiilor inflaționiste.

Efectul de avuție și de bilanț este așteptat a rămâne la valori restrictive, însă în diminuare graduală, pe tot parcursul intervalului de proiecție. În structură, dinamica acestuia reflectă în principal tendința de scădere a ratei reale a dobânzii externe (EURIBOR la 3 luni), ca urmare a reducerii treptate a celei nominale, cu o influență parțial contrabalansată de declinul anticipațiilor privind inflația din zona euro. De asemenea, prima de risc suveran a României este proiectată să exercite un impact restrictiv, reflectând dezechilibrele aferente deficitelor gemene din economie, precum și incertitudinile ridicate privind evoluția disputelor comerciale. Impactul dinamicii *gapului* cursului de schimb real efectiv al leului prin intermediul efectului de avuție și de bilanț este cvasineutru.

2. Riscuri asociate proiecției

Evaluarea actuală continuă să indice o balanță a riscurilor înclinată în sens ascendent la adresa proiecției ratei anuale a inflației (Grafic 4.9), în pofida integrării în scenariul de bază a unor riscuri deja materializate de la ediția precedentă. Astfel, scenariul de bază încorporează deja anumite efecte ale intensificării protecționismului comercial, însă incertitudinile aferente acestui canal se mențin la niveluri ridicate. Pe plan intern,

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



Notă: Intervalul de incertitudine este calculat pe baza erorilor de prognoză ale ratei anuale a inflației IPC din proiecțiile BNR din perioada 2005-2024. Magnitudinea erorilor de prognoză este pozitiv corelată cu orizontul de timp la care se referă.

Sursa: INS, calcule și proiecții BNR

surse considerabile de risc sunt asociate evoluției prețurilor la electricitate și gaze naturale pe fondul încetării schemelor de plafonare a acestora, precum și etapelor viitoare ale procesului de consolidare fiscală. În plus, în contextul electoral prevalent la momentul finalizării analizei din prezentul *Raport* se conturau incertitudini suplimentare, atât prin prisma reacțiilor posibile, pe termen scurt, ale piețelor financiare – inclusiv asupra dinamicii cursului de schimb al leului, a randamentelor titlurilor de stat și ale celor de pe piața interbancară, a primei suverane de risc sau a volatilității activelor – cât și prin posibilele implicații, pe termen mediu și lung, asupra concepției și continuității politicilor fiscale și a celor structurale.

Un rol determinant în configurația traiectoriei inflației revine procesului de consolidare fiscală și, respectiv, respectării traiectoriei de ajustare a deficitului bugetar asumată de autorități prin Planul bugetar-

structural național pe termen mediu. Acest demers ar putea necesita noi măsuri corective, în plus față de cele deja adoptate, al căror impact asupra ratei inflației ar depinde de natura acestora: în sens inflaționist, în cazul unor majorări ale cotelor impozitelor indirecte (în principal, TVA), sau în sens dezinflaționist, pe fondul limitării cheltuielilor bugetare ori al creșterii cotelor impozitelor directe.

Eventuale abateri de la traiectoria de consolidare fiscală asumată oficial ar putea atrage reacții din partea Comisiei Europene, nefiind exclusă posibilitatea unor sancțiuni care ar putea include suspendarea parțială a accesului la fonduri europene. Independent de acest risc, persistă incertitudini legate de capacitatea administrativă internă de absorbție efectivă a fondurilor disponibile. Mai mult, întârzierea procesului de corecție a deficitului bugetar excesiv ar putea genera dificultăți în finanțarea ordonată a acestuia, pe fondul deteriorării, deja, a perspectivei calificativului de risc suveran al României, al majorării recente a primei de risc și al unor potențiale presiuni, putând să provină din multiple surse, asupra cursului de schimb al leului. Într-un astfel de context, o depreciere suplimentară a monedei naționale ar putea acționa ca mecanism de ajustare a dezechilibrelor externe, în măsura în care acestea nu sunt corectate prin măsuri structurale adoptate de autorități, dar ar putea totodată accentua presiunile inflaționiste, prin canalul prețurilor bunurilor din import.

Mediul extern rămâne, de asemenea, caracterizat de o volatilitate accentuată. Politica comercială a administrației americane a generat recent turbulențe semnificative pe piețele internaționale, amplificând incertitudinea cu privire la nivelul și aplicabilitatea tarifelor vamale, precum și posibilele derogări care ar putea fi avute în vedere. Nu pot fi excluse nici măsuri de retorsiune din partea Uniunii Europene, care ar putea exercita presiuni inflaționiste suplimentare prin creșterea prețurilor bunurilor din import. În același timp, o eventuală fragmentare a comerțului internațional – inclusiv prin reconfigurarea relațiilor bilaterale – ar putea genera efecte dezinflaționiste, de exemplu prin redirectionarea exporturilor asiatice către piața europeană.

În aceeași direcție ar acționa și o posibilă stagnare sau decelerare a activității economice la nivel global. Impactul intensificării protecționismului ar depinde de gradul de expunere comercială al fiecărei economii în raport cu Statele Unite, însă efectele s-ar transmite și indirect – prin intermediul exporturilor de bunuri intermediare către terți parteneri comerciali și al pierderilor de productivitate la nivelul firmelor, ca urmare a creșterii incertitudinii și amânării deciziilor investiționale. În cazul României, în timp ce efectele directe sunt evaluate ca fiind limitate, cele indirecte ar putea avea o amploare semnificativ mai mare.

Perspectiva macroeconomică este în continuare influențată negativ de tensiunile geopolitice persistente, care au determinat, în perioada recentă, inclusiv intensificarea eforturilor de înzestrare militară în rândul statelor membre. La nivel european, incertitudini suplimentare sunt asociate implementării *Planului Readiness 2030*, care ar putea implica măsuri suplimentare de natură fiscală. Concomitent, pe plan intern se menține nevoia stringentă de consolidare bugetară și de asigurare a sustenabilității datoriei publice.

O eventuală încetinire suplimentară a economiei globale ar putea genera corecții descendente ale cotațiilor internaționale ale petrolului și altor materii prime, cu potențial dezinflaționist. În schimb, pe plan intern, ulterior expirării schemelor de plafonare, riscurile asociate prețurilor finale ale bunurilor energetice au un potențial mai degrabă inflaționist. În cazul electricității, mecanismul actual urmează să expire la finalul lunii iunie, iar ofertele disponibile pe piață sugerează presiuni inflaționiste semnificative. În funcție de magnitudinea acestor creșteri de prețuri, impactul direct ar putea fi amplificat de efecte indirecte, transmise prin costurile de producție, precum și de efecte de runda a doua, generate prin canalul anticipațiilor inflaționiste.

În cazul bunurilor agroalimentare, prețurile ar putea fi influențate negativ de condiții meteorologice nefavorabile, inclusiv de fenomene extreme, a căror frecvență este în creștere în ultimii ani. La acestea se adaugă incertitudini privind apariția unor noi focare de pestă porcină africană, iar la nivel regional, a unor posibile focare de febră aftoasă. Pe termen mediu, presiuni inflaționiste suplimentare ar putea proveni din implementarea politicilor de tranziție climatică, în special cele care vizează decarbonizarea economiei, deși efectele acestora sunt mai puțin probabile în orizontul de opt trimestre avut în vedere în proiecție.

Similar rundelor precedente, evoluțiile pieței muncii rămân relevante. În sectorul public, riscuri sunt atribuite unei moderări pe termen mediu a anvelopei salariale în vederea alinierii la obiectivele fiscale asumate. În sectorul privat, eventuale modificări ale regimului fiscal aplicabil veniturilor salariale ar putea determina ajustări salariale necesare conservării veniturilor nete ale angajaților, cu potențial de a fi parțial transferate în prețurile finale ale bunurilor și serviciilor. Pe termen mediu, presiuni inflaționiste suplimentare pot decurge din accentuarea unor dezechilibre structurale de pe piața muncii, în special din discrepanțele dintre cerințele angajatorilor și calificarea forței de muncă disponibile.

Abrevieri

ANRE	Autoritatea Națională de Reglementare în domeniul Energiei
BCE	Banca Centrală Europeană
BIM	Biroul Internațional al Muncii
BM	Banca Mondială
CE	Comisia Europeană
CFM	Cadrul Financiar Multianual
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
IPPI	indicele prețurilor producției industriale
IRCC	indicele de referință pentru creditele consumatorilor
ISD	investiții străine directe
IVU	indicele valorii unitare
LFO	legume, fructe, ouă
MF	Ministerul Finanțelor
ON	<i>overnight</i>
OPEC	Organizația Țărilor Exportatoare de Petrol
PIB	produsul intern brut
PNRR	Planul Național de Redresare și Reziliență
RMO	rezerve minime obligatorii
ROBOR	rata dobânzii pe piața monetară pentru depozitele plasate de bănci
TFP	productivitatea totală a factorilor de producție
TVA	taxa pe valoarea adăugată
UE	Uniunea Europeană
VAB	valoarea adăugată brută
3M	3 luni
12M	12 luni
3Y	3 ani
5Y	5 ani
10Y	10 ani

Lista tabelelor din text

Caseta 1

Tabel A	Elasticități macro de substituție	26
Tabel B	Impactul noului cadru tarifar SUA-UE (în vigoare în T2 2025) asupra creșterii economice din România prin canalul comercial	27
Tabel 3.1	Principalele poziții din contul financiar	48
Tabel 3.2	Ritmurile de creștere anuală a M3 și a componentelor sale	49
Tabel 4.1	Evoluția așteptată a variabilelor externe	52
Tabel 4.2	Rata anuală a inflației IPC și CORE2 ajustat în scenariul de bază	55
Tabel 4.3	Dinamica anuală a inflației componentelor exogene ale IPC	57

Caseta 2

Tabel A	Rezultate estimări	63
---------	--------------------	----

Lista graficelor din text

	Prognoza ratei inflației	10
Grafic 1.1	Evoluția inflației	15
Grafic 1.2	Cotația țițeiului și prețul combustibililor	16
Grafic 1.3	Componentele inflației de bază CORE2 ajustat	16
Grafic 1.4	Frecvența medie lunară de modificare a prețurilor pentru inflația de bază și subcomponente	16
Grafic 1.5	Anticipații privind evoluția prețurilor	17
Grafic 1.6	IAPC mediu anual în UE – mar. 2025	17
Grafic 2.1	Contribuții la creșterea economică	19
Grafic 2.2	Consumul populației	20
Grafic 2.3	Investiții, exclusiv construcții	22
Grafic 2.4	Construcții	22
Grafic 2.5	Comerț exterior	23

Caseta 1

Grafic A	Impactul cumulat (direct și indirect) al tarifelor prin canalul comercial	28
Grafic 2.6	Contul curent	30
Grafic 2.7	Productivitatea muncii pe ansamblul economiei	30
Grafic 2.8	Încrederea în rândul operatorilor din industrie	31
Grafic 2.9	Imagine de ansamblu asupra evoluțiilor de pe piața muncii	32
Grafic 2.10	Efectivul salariaților din economie	33
Grafic 2.11	Evoluția salariului mediu brut pe economie	33

Grafic 2.12	Evoluția cotațiilor internaționale ale materiilor prime	34
Grafic 2.13	Prețurile producției industriale pentru piața internă	36
Grafic 2.14	Prețurile producției agricole	37
Grafic 2.15	Costurile unitare cu forța de muncă	38
Grafic 3.1	Ratele dobânzilor BNR	39
Grafic 3.2	Rata dobânzii de politică monetară și ratele ROBOR	44
Grafic 3.3	Ratele de referință pe piața secundară a titlurilor de stat	45
Grafic 3.4	Ratele dobânzilor în sistemul bancar	46
Grafic 3.5	Ratele de dobândă pentru gospodăriile populației	46
Grafic 3.6	Ratele de dobândă pentru societăți nefinanciare	47
Grafic 3.7	Cursul de schimb nominal	47
Grafic 3.8	Evoluția cursurilor de schimb pe piețele emergente din regiune	48
Grafic 3.9	Principalele componente ale masei monetare	50
Grafic 3.10	Creditul acordat sectorului privat pe monede	51
Grafic 3.11	Creditul acordat sectorului privat pe sectoare instituționale	51
Grafic 4.1	Scenariul de evoluție a prețului internațional al petrolului Brent	54
Grafic 4.2	Proгноza ratei inflației IPC și CORE2 ajustat	55
Grafic 4.3	Contribuția componentelor la rata anuală a inflației IPC	56
Grafic 4.4	Inflația anuală a prețurilor combustibililor și a celor ale energiei electrice și gazelor naturale	57
Grafic 4.5	Inflația anuală a prețurilor administrate (excl. energie electrică și gaze naturale)	58
Grafic 4.6	Inflația anuală a prețurilor LFO	58
Caseta 2		
Grafic A	Dinamica TFP și cea a unor indicatori ai pieței muncii	62
Grafic B	Impactul dinamicii TFP asupra ponderii muncii în VAB (perspectivă sectorială)	64
Grafic 4.7	Gapul PIB	66
Grafic 4.8	Variația trimestrială a cursului de schimb efectiv	69
Grafic 4.9	Intervalul de incertitudine asociat proiecției inflației din scenariul de bază	70

